



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE  
LUGLIO**

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

**07 | 2009**

08 | 2009

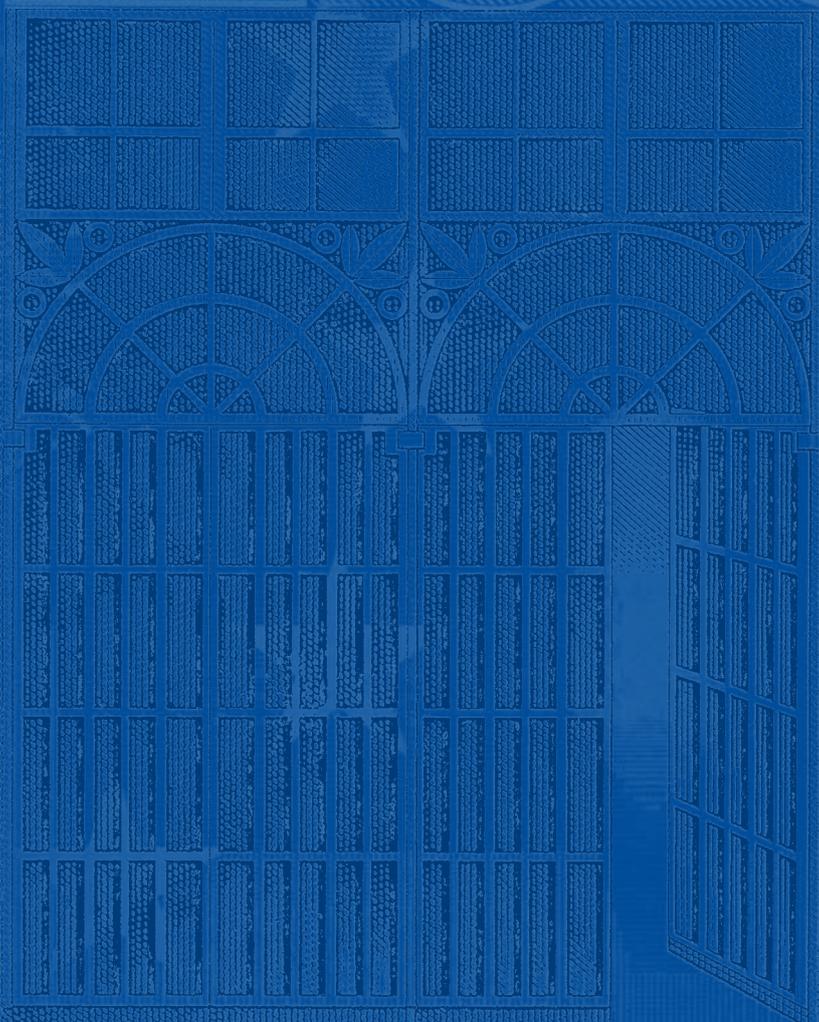
09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

2009





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE LUGLIO 2009

Nel 2009 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
saranno caratterizzate  
da un motivo tratto  
dalla banconota  
da 200 euro

© Banca Centrale Europea, 2009

**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 1° luglio 2009.*

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

*Stampato nel mese di luglio 2009  
presso il Centro Stampa  
della Banca d'Italia in Roma.*



# INDICE

## EDITORIALE

## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro

Gli andamenti monetari e finanziari

Prezzi e costi

La produzione, la domanda  
e il mercato del lavoro

I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti

### Riquadri:

- 1 Alcune considerazioni sulle principali determinanti dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie **16**
- 2 Confronto tra l'andamento dei differenziali delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro e quello dei differenziali dei titoli emessi da stati degli USA durante la turbolenza finanziaria **29**
- 3 Confronto tra i recenti andamenti dei tassi di interesse bancari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti **36**
- 4 Stime del prodotto potenziale per l'area dell'euro **47**
- 5 Gli investimenti dell'area dell'euro durante l'attuale recessione **53**
- 6 Variazioni della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nel 2008 **65**

## ARTICOLI

L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro **67**

L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007 **81**

La rotazione dei diritti di voto nel Consiglio direttivo della BCE **97**

## 5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

### ALLEGATI

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

42 Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2008 **V**

Glossario **XI**

## 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 tenuta il 2 luglio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. I tassi correnti permangono adeguati, tenuto conto dell'insieme delle informazioni e delle analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 4 giugno.

L'andamento dell'inflazione sui dodici mesi, diminuita fino a raggiungere livelli negativi in giugno, è in linea con le precedenti aspettative e riflette soprattutto effetti temporanei. Dopo un ritorno del tasso di inflazione su valori positivi, il Consiglio direttivo si attende che la dinamica dei prezzi resti contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. I dati recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali forniscono ulteriori indicazioni di una probabile persistente debolezza dell'attività economica nella rimanente parte dell'anno, ma con una riduzione meno pronunciata rispetto al primo trimestre del 2009. Questa valutazione tiene conto di effetti avversi ritardati che verosimilmente si concretizzeranno nei prossimi mesi, tra i quali l'ulteriore deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Successivamente, dopo una fase di stabilizzazione ci si attende una graduale ripresa, con tassi di crescita positivi sul trimestre precedente entro la metà del 2010. Gli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. I risultati dell'analisi monetaria corroborano la valutazione di spinte inflazionistiche moderate, a fronte di una persistente debolezza degli indicatori monetari e creditizi. In questo contesto, il Consiglio direttivo si attende che la fase attuale, caratterizzata da tassi di inflazione estremamente bassi o negativi, sia di breve durata e che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, continuando a sostenere il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

I dati economici e i risultati delle indagini che si sono resi disponibili dopo l'ultima riunione del Consiglio direttivo, tenuta il 4 giugno, han-

no sostanzialmente confermato le precedenti aspettative. L'attività economica dovrebbe restare debole nella rimanente parte dell'anno, ma registrerebbe una riduzione meno pronunciata rispetto al primo trimestre del 2009. Successivamente, dopo una fase di stabilizzazione ci si attende una graduale ripresa, con tassi di crescita positivi sul trimestre precedente entro la metà del 2010. Le significative azioni di stimolo intraprese sul piano delle politiche in tutte le principali aree economiche dovrebbero sostenere la crescita a livello mondiale e nell'area dell'euro.

Il Consiglio direttivo ritiene che le prospettive economiche siano soggette a rischi bilanciati. Dal lato positivo, effetti più marcati del previsto potrebbero derivare dalle vaste misure di stimolo macroeconomico messe in atto e dagli altri interventi sul piano delle politiche; anche il clima di fiducia potrebbe migliorare più rapidamente rispetto alle attese correnti. Dall'altro, persistono i timori concernenti interazioni negative più intense o prolungate fra l'economia reale e le turbolenze finanziarie, ulteriori rincari del petrolio e delle altre materie prime, maggiori spinte protezionistiche, condizioni sempre più sfavorevoli nel mercato del lavoro e, infine, andamenti avversi dell'economia mondiale dovuti a una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Per quanto riguarda i prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per giugno un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC del -0,1 per cento, rispetto allo 0,0 di maggio. L'ulteriore calo dell'inflazione, che era stato anticipato, è principalmente ascrivibile agli effetti base derivanti dalle brusche oscillazioni dei prezzi delle materie prime registrate in passato a livello mondiale.

In prospettiva, a seguito di tali effetti base i tassi di inflazione dovrebbero continuare a collocarsi temporaneamente su valori negativi nei prossimi mesi, per poi tornare positivi. Queste variazioni di breve periodo non sono rilevanti nella prospettiva della politica monetaria. In linea con le previsioni e le proiezioni disponibili, in un orizzonte temporale più ampio ci si attende

che l'inflazione si mantenga in territorio positivo, mentre l'evoluzione dei prezzi e dei costi dovrebbe continuare a essere frenata dal perdurante ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini. Al riguardo, gli indicatori delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

I rischi per le prospettive di inflazione sono sostanzialmente bilanciati. I rischi al ribasso sono connessi in particolare alle prospettive per l'attività economica, mentre quelli al rialzo riguardano prezzi delle materie prime più elevati rispetto alle attese. Gli incrementi dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati potrebbero inoltre superare le aspettative correnti, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni.

Passando all'analisi monetaria, i dati più recenti confermano una perdurante decelerazione della dinamica della moneta. In maggio hanno mostrato un'ulteriore riduzione la crescita sui dodici mesi di M3, al 3,7 per cento, e quella dei prestiti al settore privato, all'1,8; si tratta dei tassi di crescita più bassi osservati dall'avvio della Terza fase dell'UEM. Questo calo concomitante sostiene la valutazione di un rallentamento dell'espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo.

In maggio le consistenze in essere della maggior parte delle componenti di M3 hanno evidenziato una contrazione, che riflette in ampia misura le recenti riduzioni dei tassi di interesse corrisposti sui depositi a breve termine e sugli strumenti negoziabili e l'intensificarsi dei flussi di fondi verso strumenti non compresi in M3 che tali riduzioni potrebbero aver favorito. Dopo un notevole rafforzamento in aprile, anche la crescita di M1 ha registrato una moderazione in maggio, pur restando vigorosa. Negli ultimi mesi M3 ha mostrato andamenti volatili nel breve periodo. Al di là di queste dinamiche, l'espansione monetaria è chiaramente rallentata dall'ultimo trimestre del 2008.

Il flusso dei prestiti bancari a favore delle società non finanziarie e delle famiglie è rimasto contenuto, riflettendo in parte l'indebolimento dell'attività economica e il livello di fiducia persistentemente basso delle imprese e dei consumatori. Negli ultimi mesi si è osservata una moderata contrazione mensile dei prestiti in essere alle società non finanziarie. Tale evoluzione è principalmente riconducibile a un calo dei prestiti a breve termine, mentre per le scadenze più lunghe il flusso si è mantenuto lievemente positivo. Al riguardo va rilevato che le passate riduzioni dei tassi di riferimento della BCE hanno continuato a trasmettersi ai tassi sui prestiti a favore sia delle società non finanziarie sia delle famiglie. Il miglioramento delle condizioni di finanziamento che ne deriva dovrebbe seguire a sostenere l'attività economica nel prossimo periodo. Tuttavia, come sottolineato in passato dal Consiglio direttivo, date le sfide che si prospettano le banche dovrebbero adottare misure adeguate per l'ulteriore rafforzamento della propria componente patrimoniale e, ove necessario, dovrebbero sfruttare appieno gli interventi pubblici a sostegno del settore finanziario, in particolare per quanto riguarda la ricapitalizzazione.

In sintesi, i tassi correnti permangono adeguati, tenuto conto dell'insieme delle informazioni e delle analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione del Consiglio direttivo dello scorso 4 giugno. L'andamento dell'inflazione sui dodici mesi, diminuita fino a raggiungere livelli negativi in giugno, è in linea con le precedenti aspettative e riflette soprattutto effetti temporanei. Dopo un ritorno del tasso di inflazione su valori positivi, il Consiglio direttivo si attende che la dinamica dei prezzi resti contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. I dati recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali forniscono ulteriori indicazioni di una probabile persistente debolezza dell'attività economica nella rimanente parte dell'anno, ma con una riduzione meno pronunciata rispetto al primo trimestre del 2009. Questa valutazione tiene conto di effetti avversi ritardati che verosimilmente si concretizzeranno nei prossimi mesi, tra i quali l'ulteriore deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Successivamen-

te, dopo una fase di stabilizzazione ci si attende una graduale ripresa, con tassi di crescita positivi sul trimestre precedente entro la metà del 2010. Gli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria corrobora la valutazione di spinte inflazionistiche moderate, a fronte di una persistente debolezza degli indicatori monetari e creditizi. In questo contesto, il Consiglio direttivo si attende che la fase attuale, caratterizzata da tassi di inflazione estremamente bassi o negativi, sia di breve durata e che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, continuando a sostenere il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

Tenuto conto dello sfasamento temporale con cui le decisioni di politica monetaria manifestano i propri effetti, progressivamente si dovrebbe realizzare la loro piena trasmissione all'economia. Grazie all'insieme delle misure adottate, la politica monetaria fornirà quindi un continuo sostegno alle famiglie e alle imprese. Il Consiglio direttivo desidera rammentare che l'Eurosistema ha erogato un volume di liquidità significativo alle banche dell'area dell'euro con la prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine della durata di dodici mesi recentemente condotta. Questa operazione, a un tasso fisso dell'1 per cento, dovrebbe rafforzare ulteriormente la posizione di liquidità degli istituti bancari e promuovere la normalizzazione dei mercati monetari e l'offerta creditizia a favore dell'economia, unitamente alle altre misure di maggiore sostegno al credito. Quando si osserverà un miglioramento del contesto macroeconomico, il Consiglio direttivo assicurerà che le misure intraprese e la liquidità concessa siano rapidamente riassorbite, in modo da contrastare con tempestività ed efficacia qualsiasi rischio per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Come rilevato in molte occasioni, il Consiglio direttivo seguirà ad assicurare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione

a medio termine, che risulta indispensabile per promuovere la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuisce alla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda i conti pubblici, il Consiglio direttivo accoglie con favore gli orientamenti della primavera 2009 per le politiche di bilancio nell'area dell'euro, definiti in giugno dai ministri finanziari dei paesi dell'area. Va assicurato il ripristino di finanze pubbliche sane e sostenibili, rafforzando in questo modo la stabilità macroeconomica complessiva. I governi dei paesi dell'area dell'euro dovrebbero quindi predisporre nonché rendere note strategie di uscita dalle misure di stimolo e strategie di risanamento dei conti che siano ambiziose e realistiche, nel quadro del Patto di stabilità e crescita. Il Consiglio direttivo ritiene che il processo di aggiustamento strutturale debba iniziare, in ogni caso, al più tardi con la ripresa economica. Nel 2011 andrebbero intensificati gli sforzi di risanamento. Per correggere gli ingenti squilibri di bilancio previsti nei paesi dell'area, gli interventi di risanamento strutturale dovranno superare in misura significativa il valore di riferimento dello 0,5 per cento del PIL su base annua stabilito nel Patto di stabilità e crescita. Nei paesi che presentano disavanzi e/o rapporti di indebitamento elevati l'aggiustamento strutturale annuo dovrebbe raggiungere almeno l'1 per cento del PIL.

Passando alle politiche strutturali, vi è l'esigenza di intensificare gli sforzi a sostegno del potenziale di crescita dell'area dell'euro. Dato l'impatto negativo della crisi finanziaria su occupazione, investimenti e stock di capitale assume importanza cruciale una più rapida attuazione delle necessarie riforme strutturali. In particolare, occorre realizzare riforme nei mercati dei beni e servizi per stimolare la concorrenza e accelerare la ristrutturazione e la crescita della produttività. Inoltre, le riforme del mercato del lavoro devono agevolare un adeguato processo di formazione dei salari e la mobilità del lavoro a livello settoriale e regionale. Contestualmente sarebbe opportuno intraprendere in modo tem-

pestivo la graduale sospensione di numerose misure adottate negli ultimi mesi sul piano delle politiche a sostegno di settori specifici dell'economia. In questo momento è indispensabile adoperarsi soprattutto per rafforzare la capacità di adeguamento e la flessibilità dell'economia dell'area dell'euro in conformità al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo analizza l'impatto delle misure adottate dai governi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dei paesi dell'area dell'euro; il secondo prende in esame l'attuazione della politica monetaria dall'inizio delle turbolenze finanziarie nell'agosto 2007; il terzo presenta il sistema di rotazione dei diritti di voto in seno al Consiglio direttivo.

## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*Benché gli indicatori più recenti segnalino una diminuzione del ritmo di deterioramento dell'economia mondiale, non esistono ancora riscontri concreti dell'avvio di una ripresa solida. In parallelo l'inflazione a livello internazionale è diminuita rapidamente negli ultimi mesi, per il minor grado di utilizzo della capacità produttiva e gli effetti base negativi derivanti dai rincari delle materie prime registrati lo scorso anno. Le prospettive economiche mondiali restano soggette a livelli elevati di incertezza, ma i rischi per l'attività sono equilibrati.*

#### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Benché gli indicatori più recenti segnalino un minor ritmo di contrazione dell'economia mondiale, non esistono ancora riscontri dell'inizio di una ripresa solida. In maggio l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) ha raggiunto il suo massimo da settembre, a indicare un calo sensibile del deterioramento, ma resta inferiore al valore soglia tra contrazione ed espansione e questo mostra che nel settore delle imprese prosegue il ridimensionamento dell'attività. La produzione manifatturiera ha mostrato alcuni segnali di stabilizzazione in giugno.

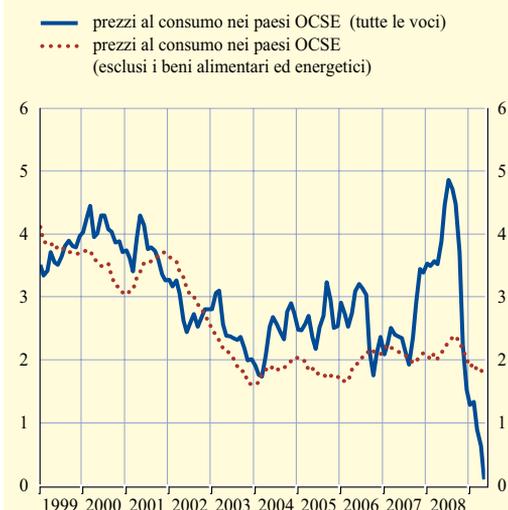
L'inflazione a livello mondiale è diminuita rapidamente negli ultimi mesi, sia per il minor grado di utilizzo della capacità produttiva (conseguente al rallentamento dell'attività economica mondiale) sia per gli effetti base negativi derivanti dai rincari delle materie prime registrati lo scorso anno. In maggio l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi nell'insieme dell'OCSE è scesa allo 0,1 per cento (dallo 0,6 di aprile); quella calcolata al netto dei beni alimentari ed energetici è stata pari all'1,7 per cento in aprile, lievemente inferiore al mese precedente (cfr. figura 1). Come mostra il *Global All-Industry Input Prices Index*, i costi sono calati ulteriormente in maggio. In giugno, gli indicatori dei prezzi degli input per il settore manifatturiero segnalavano una diminuzione dei costi più lenta.

#### STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica è rimasta moderata. Le stime finali segnalano che nel primo trimestre del 2009 il PIL in termini reali è diminuito del 5,5 per cento in ragione d'anno, dopo il 6,3 per cento del periodo precedente. Le esportazioni, le scorte e gli investimenti fissi privati hanno continuato a frenare l'economia nel primo trimestre. Tale andamento è stato solo in parte compensato dalle minori importazioni e dal vigore relativo della spesa per consumi. Mentre gli indicatori finanziari ed economici restano deboli, quelli relativi al settore manifatturiero e al mercato delle abitazioni – assieme al clima di fiducia e alla spesa per consumi – segnalano una diminuzione del ritmo di deterioramento. La maggiore spesa pubblica sosterrà ulteriormente la domanda, compensando in parte la persistente debolezza degli investimenti delle imprese e delle esportazioni.

Figura 1 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

Con riferimento ai prezzi, in maggio l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è divenuta notevolmente più negativa (-1,3 per cento, da -0,7 in aprile) a causa degli effetti base connessi ai prezzi dei beni energetici. Il tasso calcolato al netto delle componenti alimentare ed energetica è sceso all'1,8 per cento, dall'1,9 di aprile. In prospettiva, gli effetti base determineranno tassi di inflazione complessiva persistentemente negativi nei mesi a venire; successivamente, il minor grado di utilizzo della capacità produttiva dovrebbe contenere le spinte al rialzo sui prezzi.

Il 24 giugno il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale entro un intervallo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento. In presenza di attese di inflazione ancora moderata per qualche tempo espresse dal FOMC nella dichiarazione successiva alla riunione, il Federal Reserve System continua a ricorrere a misure non convenzionali per sostenere i mercati finanziari e stimolare l'economia.

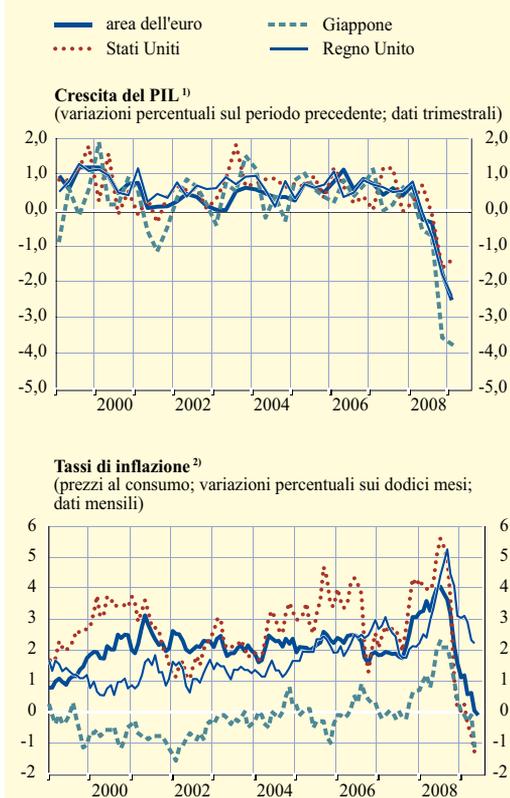
### GIAPPONE

In Giappone, le statistiche riviste del Cabinet Office hanno portato il calo del PIL in termini reali sul periodo precedente al 3,8 per cento (contro il 4,0 per cento della prima stima preliminare) nel primo trimestre del 2009. Esso rimane comunque di portata inedita e segna il quarto trimestre consecutivo di crescita negativa sul periodo precedente. I deboli risultati economici dei primi tre mesi dell'anno sono da ricondurre alla brusca caduta, rispetto al trimestre precedente, delle esportazioni (-26 per cento), degli investimenti privati (-8,9 per cento), degli investimenti immobiliari (-5,5 per cento) e dei consumi (-1,1 per cento). Per quanto concerne l'interscambio, sia le esportazioni sia le importazioni hanno continuato a diminuire e in maggio il saldo commerciale è stato nell'insieme in avanzo anche se inferiore del 12,1 per cento rispetto a un anno prima.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa notevolmente in maggio (-1,1 per cento, da -0,1 in aprile), rispecchiando effetti base derivanti dai costi dei beni energetici e dal sempre minor grado di utilizzo della capacità produttiva. Anche il tasso calcolato escludendo le componenti alimentare ed energetica è diminuito nello stesso mese (a -0,5 per cento, contro -0,4 in aprile).

Il 16 giugno la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato a circa lo 0,1 per cento l'obiettivo per il tasso sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

**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.

## REGNO UNITO

Per quanto concerne il Regno Unito, le statistiche recenti segnalano che il PIL in termini reali è sceso ulteriormente e l'inflazione si è moderata. Nel primo trimestre il prodotto ha subito un calo in termini reali pari al 2,4 per cento sul periodo precedente (contro l'1,9 per cento della stima antecedente), riconducibile alla generalità delle componenti di spesa. In prospettiva se ne prevede un'ulteriore contrazione, in quanto è probabile che la caduta dell'occupazione e della ricchezza sia immobiliare sia finanziaria e l'inasprimento dei criteri di erogazione del credito continuino a gravare sulla spesa per consumi nel breve periodo. Dopo un lieve aumento agli inizi del 2009 (forse riconducibile al fatto che l'indebolimento del cambio ha esercitato effetti di trasmissione maggiori del previsto sui prezzi al consumo), l'inflazione annuale misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa ancora in maggio (al 2,2 per cento, dal 2,3 di aprile). Allo stesso tempo l'indice dei prezzi al dettaglio (*Retail Price Index*, RPI), che comprende anche gli immobili residenziali ai quali assegna un peso elevato, è diminuito dell'1,1 per cento sui dodici mesi (contro l'1,2 per cento di aprile). Le quotazioni degli alloggi scendono dagli inizi della crisi finanziaria a metà 2007 e in maggio l'indice Halifax dei prezzi delle abitazioni era inferiore del 16,3 per cento rispetto a un anno prima. Sembra tuttavia che il ritmo di contrazione sia diminuito (rispetto al mese precedente, l'indice è di fatto aumentato del 2,6 per cento). Per il futuro si prevede che l'inflazione diminuisca ancora, portandosi su livelli inferiori all'obiettivo fissato dalla Bank of England al 2 per cento. Tra il 5 marzo e l'11 giugno la Bank of England ha acquistato attività, soprattutto titoli di Stato, per 86 miliardi di sterline. Il 4 giugno il Monetary Policy Committee ha annunciato la decisione di mantenere invariato allo 0,5 per cento il tasso ufficiale sulle riserve delle banche commerciali e di proseguire la politica di allentamento quantitativo per altri due mesi, effettuando ulteriori operazioni che estenderanno a 125 miliardi di sterline la portata del programma di acquisto di attività.

## ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la debole attività degli ultimi trimestri si è accompagnata a un calo dell'inflazione. In Svezia il PIL in termini reali è diminuito dello 0,9 per cento (sul periodo precedente) nel primo trimestre 2009 per l'indebolimento della domanda estera, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e la flessione dei consumi privati. I medesimi fattori deprimono l'attività economica in Danimarca, dove il calo del prodotto sul periodo precedente è stato pari all'1,1 per cento nel primo trimestre. L'evoluzione degli indicatori congiunturali (ad esempio il forte aumento delle vendite forzate di immobili e il numero di fallimenti in maggio) mostra che l'attività resta debole in Danimarca. L'inflazione misurata sullo IAPC è diminuita negli ultimi mesi in entrambe le economie; in maggio è scesa all'1,7 per cento in Svezia, mentre si è mantenuta invariata all'1,1 per cento in Danimarca. Il 4 giugno la Danmarks Nationalbank ha abbassato il tasso di riferimento principale di 10 punti base, all'1,55 per cento.

Per quanto concerne i principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale, nel primo trimestre il PIL in termini reali è diminuito in Ungheria, Repubblica Ceca e Romania (rispettivamente del 2,5, 3,4 e 2,6 per cento sul periodo precedente). La Polonia ha mostrato la tenuta migliore e nel primo trimestre ha registrato tassi di variazione sul periodo precedente ancora positivi (0,4 per cento), grazie al fatto che la crescita della domanda interna è rimasta vigorosa rispetto agli altri paesi della regione. Gli indicatori congiunturali segnalano una perdurante debolezza dell'attività in queste economie. A maggio l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è diminuita in Polonia, Repubblica Ceca e Romania (rispettivamente al 4,2, 0,9 e 5,9 per cento). In Ungheria è invece salita al 3,8 per cento, riflettendo soprattutto l'impatto ritardato del deprezzamento del cambio. Il 24 giugno la Narodowy Banka Polski ha abbassato il tasso di riferimento principale di 25 punti base (al 3,5 per cento) e il 30 giugno la Banca Națională a României ha ridotto il proprio di 50 punti base (al 9 per cento).



## PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Secondo gli indicatori mensili più recenti, nel secondo trimestre del 2009 il ritmo di deterioramento dell'attività economica è diminuito notevolmente in gran parte dei paesi emergenti dell'Asia. Le ultime statistiche commerciali disponibili mostrano in particolare variazioni mensili positive in diverse economie, a indicare che la fase di fortissima contrazione dell'interscambio con effetti molto pesanti per la regione potrebbe volgere al termine. Benché gli effetti negativi ritardati della crisi mondiale (ad esempio l'aumento della disoccupazione) frenino la domanda privata interna, esistono chiari segnali di una ripresa già in atto nelle economie maggiori. L'inflazione dei prezzi al consumo ha continuato a ridursi e in alcuni paesi si è persino portata in territorio negativo.

In Cina gli indicatori mensili evidenziano tassi di espansione economica relativamente elevati nel secondo trimestre. Benché la crescita continui a dipendere in larga misura dagli stimoli fiscali, soprattutto per il tramite degli investimenti pubblici, le statistiche disponibili segnalano che anche il ritmo di incremento dei consumi privati ha mostrato una tenuta sorprendente. Nel settore immobiliare, le prospettive avrebbero iniziato a migliorare leggermente e gli investimenti sono tornati a salire. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta negativa in maggio (-1,4 per cento, contro -1,5 in aprile). L'orientamento monetario accomodante e gli stimoli fiscali hanno trovato riflesso in una notevolissima crescita del credito. A fine maggio lo stock di prestiti in essere era superiore del 30 per cento rispetto a un anno prima.

## AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica è rimasta debole nel primo trimestre 2009 e le spinte inflazionistiche si sono attenuate, sebbene solo gradualmente. Per quanto concerne il Brasile, nel primo trimestre il PIL in termini reali è diminuito dell'1,6 per cento sul periodo corrispondente. Le esportazioni e gli investimenti hanno subito un calo particolarmente sensibile. A maggio l'inflazione sui dodici mesi è stata pari al 5,4 per cento. L'11 giugno il Banco Central do Brasil ha abbassato il tasso di interesse di riferimento di 100 punti base, al 9,25 per cento. In Argentina il PIL in termini reali è aumentato del 2,6 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre e l'inflazione al consumo è scesa lievemente in maggio, al 5,5 per cento. In Messico, a maggio la produzione industriale è diminuita del 9,2 per cento rispetto all'anno precedente e l'inflazione sui dodici mesi è scesa al 6,0 per cento (dal 6,2 di aprile). Il 19 giugno il Banco de México ha abbassato il tasso di riferimento di 50 punti base, al 4,75 per cento.

## I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Nel secondo trimestre i corsi petroliferi hanno inizialmente oscillato attorno a 50 dollari statunitensi in presenza di un calo della volatilità, ma da maggio hanno messo a segno una forte ripresa. Il 1° luglio il greggio di qualità Brent è stato quotato a 70,1 dollari per barile, un valore superiore del 77 per cento rispetto agli inizi del 2009 (l'aumento espresso in euro è di circa il 75 per cento). In prospettiva

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

gli operatori si attendono una crescita del livello dei prezzi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza nel dicembre 2011 che si collocano attorno ai 79 dollari al barile.

Nel periodo recente i corsi petroliferi sono stati sorretti da attese meno pessimistiche circa il contesto macroeconomico mondiale. Per quanto concerne i fondamentali economici, i paesi dell'OCSE hanno di fatto evidenziato un livello insolitamente alto di ottemperanza con le riduzioni concordate (83 per cento in marzo) e il calo della produzione mondiale di greggio è stato massiccio negli ultimi mesi (circa 3,36 milioni di barili al giorno in meno rispetto a un anno prima). Dal lato della domanda, l'Agenzia internazionale per l'energia ha continuato a rivedere al ribasso le proiezioni per il 2009 e si attende che la produzione giornaliera sia inferiore di 4,4 milioni di barili rispetto all'anno precedente.

Anche i prezzi delle materie prime non energetiche sono generalmente aumentati negli ultimi mesi. I prezzi dei metalli sono cresciuti in giugno, dopo essere stati relativamente stabili negli ultimi due mesi. Anche le derrate agricole hanno subito rincari, riconducibili soprattutto ai prezzi della soia, che sono stati influenzati dai disordini sociali in America latina e dalle condizioni meteorologiche in India. A metà giugno l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 18 per cento rispetto all'inizio dell'anno.

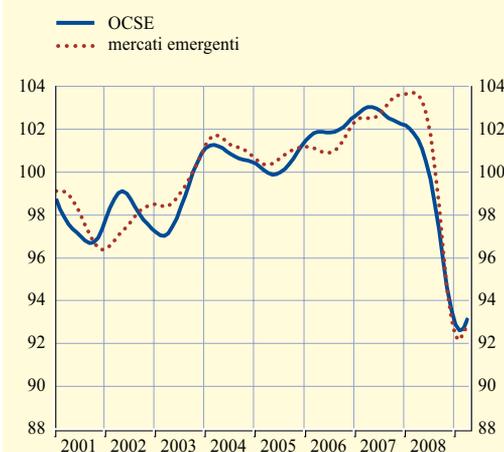
### 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Dopo avere subito un calo di proporzioni inedite al volgere dell'anno, nel periodo recente l'interscambio mondiale ha evidenziato – benché a bassi livelli – segnali incerti di stabilizzazione. Guardando al futuro, le prospettive per la domanda esterna di beni e servizi dell'area dell'euro restano soggette a vincoli. Gli indicatori anticipatori compositi dell'OCSE relativi ad aprile mostrano che il ritmo di deterioramento si è moderato in gran parte dei paesi membri. Sarebbe tuttavia prematuro interpretare questi indicatori come segnali del fatto che è in vista una svolta duratura. Tra i paesi non appartenenti all'OCSE, fatta eccezione per Cina e India, si registra in diversi casi una perdurante contrazione dell'economia.

Benché le prospettive per l'economia mondiale restino contraddistinte da livelli di incertezza straordinariamente elevati, i rischi per l'attività economica sono più equilibrati. Da un lato gli effetti positivi delle azioni di stimolo macroeconomico attualmente in corso e delle altre misure di politica economica adottate potrebbero risultare superiori alle attese e il clima di fiducia potrebbe migliorare più velocemente del previsto. Dall'altro permangono timori per la possibilità di un più forte impatto delle turbolenze finanziarie sull'economia reale, di un'ulteriore crescita del prezzo del petrolio e delle materie prime, di maggiori spinte protezionistiche, di ulteriori effetti sfavorevoli sul mercato del lavoro e di effetti negativi per l'economia mondiale derivanti da una correzione disordinata degli squilibri globali.

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.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

*I dati di maggio confermano il perdurante rallentamento delle dinamiche sia di M3 che dei prestiti, indicando un calo del ritmo dell'espansione monetaria di fondo. Il flusso dei prestiti al settore privato non finanziario è rimasto moderato, ma a differenza dei mesi precedenti è risultato leggermente positivo al netto delle cartolarizzazioni. In larga parte, la moderazione del credito alle società non finanziarie e alle famiglie riflette il marcato deterioramento dell'attività economica e la perdurante attenuazione della dinamica dei prezzi delle abitazioni. Le IFM hanno continuato a correggere i propri bilanci riducendo le attività sull'estero e i crediti nei confronti delle altre IFM.*

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

In maggio l'espansione monetaria ha continuato a ridursi, con un tasso di crescita sui dodici mesi di M3 in ulteriore significativo calo al 3,7 per cento, dal 4,9 di aprile (cfr. figura 5). Il tasso di incremento sul mese precedente è ridivenuto negativo, collocandosi al -0,5 per cento in maggio, dopo lo 0,8 e il -0,4 per cento rispettivamente di aprile e marzo. Trascurando la volatilità delle dinamiche di breve periodo il ritmo dell'espansione monetaria si conferma nettamente più lento rispetto a quello del periodo antecedente l'intensificazione della crisi finanziaria nel settembre 2008.

Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è diminuito ulteriormente. Sebbene il flusso mensile sia divenuto positivo in maggio, ciò è principalmente riconducibile a andamenti fuori dalla norma dei prestiti a intermediari finanziari non monetari diversi da compagnie di assicurazione e fondi pensione (AIF), mentre i flussi mensili alle società non finanziarie e alle famiglie sono rimasti modesti. In larga parte, la moderazione nella concessione del credito osservata negli ultimi mesi riflette il forte deterioramento dell'attività economica, la perdurante attenuazione delle dinamiche dei prezzi delle abitazioni e il fatto che permanga un elevato grado d'incertezza in merito alle prospettive economiche. Questi ultimi fattori inoltre, influenzano le valutazioni effettuate dalle banche riguardo il merito di credito dei prenditori di fondi.

I dati di maggio confermano il quadro osservato nei mesi precedenti per quanto riguarda la leva finanziaria e il finanziamento delle istituzioni creditizie, che hanno continuato a ridurre le attività sull'estero e il credito verso altre IFM. Le emissioni nette di titoli di debito delle IFM sono state positive in maggio. Sebbene i principali acquirenti di titoli di debito delle banche siano state nuovamente le IFM stesse, anche i residenti nell'area dell'euro hanno acquistato moderati importi, dopo essersene astenuti per un paio di mesi.

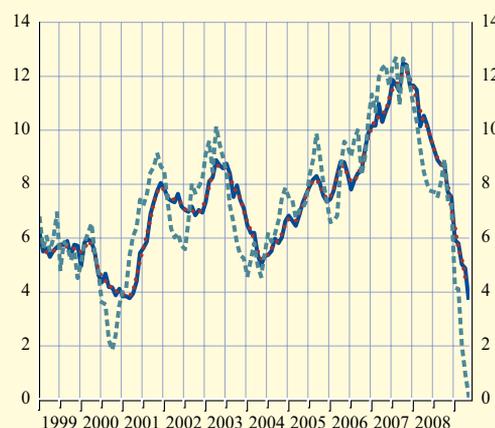
#### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In maggio il significativo calo del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è stato sostanzialmente generalizzato alle sue componenti principali, vale a dire: a M1 (circolante e depositi *overnight*), ai depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M2-M1) e agli strumenti negoziabili (M3-M2).

Figura 5 Crescita di M3

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

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



Fonte: BCE.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1, pur rimanendo sostenuto, è diminuito portandosi al 7,9 per cento. In parte, tale andamento può considerarsi come un naturale allentamento della straordinaria crescita osservata ad aprile (quando il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è aumentato all'8,4 per cento dal 5,9 di marzo; cfr. tavola 1). Più precisamente, la flessione di maggio riflette l'andamento dei depositi *overnight*, per i quali il flusso mensile è divenuto leggermente negativo, dopo un considerevole afflusso nel mese precedente. Il flusso mensile e il tasso di crescita sui dodici mesi del circolante sono rimasti sostanzialmente invariati.

In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è sceso ulteriormente, al 2,0 per cento dal 3,4 di aprile. Le componenti di questa categoria di depositi hanno continuato a mostrare andamenti divergenti: l'ulteriore accelerazione dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) è stata più che compensata dal calo del tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi con scadenza predeterminata fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza), che è divenuto negativo per la prima volta dalla fine del 2004.

Negli ultimi mesi gli andamenti dei depositi a breve termine sono stati sospinti in larga misura da considerazioni relative alla remunerazione. In particolare, i dati disponibili sui tassi d'interesse delle IFM per il periodo fino ad aprile indicano che la remunerazione dei depositi a termine a breve scadenza ha continuato a calare rispetto a quella dei depositi *overnight* e dei depositi a risparmio a breve termine. Ciò spiega i deflussi dai depositi a termine a breve scadenza e la relativa buona tenuta dei flussi verso i depositi *overnight* e i depositi a risparmio a breve termine. In aggiunta, poiché la remunerazione delle attività monetarie rispetto alle attività a più lungo termine si è adesso ulteriormente ridotta, ciò può favorire riallocazioni di portafoglio dalle attività monetarie verso altre attività finanziarie.

**Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 apr.	2009 mag.
<b>M1</b>	<b>44,5</b>	<b>2,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>5,3</b>	<b>8,4</b>	<b>7,9</b>
Banconote e monete in circolazione	7,8	7,7	7,5	12,4	13,6	13,2	13,1
Depositi <i>overnight</i>	36,8	1,3	-0,6	0,8	3,7	7,4	6,9
<b>M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)</b>	<b>41,8</b>	<b>19,6</b>	<b>19,1</b>	<b>15,8</b>	<b>9,2</b>	<b>3,4</b>	<b>2,0</b>
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	24,0	40,5	37,6	29,0	12,8	0,3	-2,8
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	17,8	-2,1	-1,7	-0,5	4,5	8,0	9,3
<b>M2</b>	<b>86,4</b>	<b>10,2</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>7,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	13,6	10,4	8,9	4,1	-0,7	-1,2	-3,5
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>10,2</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,0</b>	<b>4,9</b>	<b>3,7</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>7,4</b>	<b>5,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		-1,3	0,6	1,7	5,7	8,0	8,3
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		0,8	2,1	2,9	2,4	1,3	1,4
Credito al settore privato		12,0	10,9	8,6	6,0	3,7	3,1
Prestiti al settore privato		10,5	9,1	7,4	4,6	2,3	1,8
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione		11,5	10,1	8,5	6,1	3,9	3,4
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>4,4</b>	<b>3,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>

Fonte: BCE.

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

In maggio è aumentato il ritmo di contrazione del tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (attestandosi al -3,5 per cento dal -1,2 per cento di aprile), rispecchiando un significativo deflusso mensile. Riguardo alle diverse tipologie di strumenti negoziabili, i tassi di crescita sui dodici mesi delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e dei contratti pronti contro termine sono calati ulteriormente, pur rimanendo positivi. Per contro, il tasso di espansione dei titoli di debito a breve termine delle IFM (titoli con scadenza fino a due anni) detenuti dal settore detentore di moneta è divenuto più negativo, portandosi al -26,5 per cento in maggio. Tale calo è stato in certa misura compensato da un aumento delle consistenze di questa tipologia di titoli detenuti dai non residenti.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei 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 il quale è disponibile una scomposizione settoriale, è calato ulteriormente in maggio, al 4,4 per cento dal 5,4 di aprile. La decelerazione è stata sostanzialmente generalizzata ai vari settori. Tuttavia, tale evoluzione cela il fatto che, diversamente da quanto osservato per le società non finanziarie e gli intermediari finanziari, in maggio si è registrato un notevole afflusso di depositi di M3 da parte delle famiglie. L'andamento è coerente con le ricomposizioni di portafoglio indotte dalla variazione delle remunerazioni sulle attività monetarie. In maggio è continuata la contrazione sui dodici mesi dei depositi inclusi in M3 detenuti dalle società non finanziarie. Tale andamento è in linea con la tendenza osservata negli ultimi mesi, che ha visto le società non finanziarie fare ricorso alle proprie riserve di liquidità in un contesto di ridimensionamento della produzione e, potenzialmente, di ridotta disponibilità dei finanziamenti (cfr. riquadro 1). Infine, in maggio è ulteriormente diminuito il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 detenuti da intermediari finanziari non monetari.

#### Riquadro 1

### ALCUNE CONSIDERAZIONI SULLE PRINCIPALI DETERMINANTI DEI DEPOSITI DI M3 DETENUTI DA SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Il calo del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 osservato negli ultimi mesi rispecchia in larga misura gli andamenti delle consistenze di M3 detenute dalle società non finanziarie. Tali consistenze contribuiscono solo per circa il 20 per cento allo stock di M3, ma, considerando che le società non finanziarie sono in genere più attive nella gestione delle proprie risorse liquide, potrebbero talvolta influire in maniera determinante sulla dinamica dell'aggregato monetario ampio. Questa considerazione può assumere particolare rilevanza in un contesto di crisi finanziaria e di forte rallentamento economico, e anche alla luce delle notevoli variazioni osservate nel ciclo dei tassi di interesse. A tale riguardo, il presente riquadro esamina da un punto di vista macroeconomico le possibili determinanti all'origine dei recenti andamenti dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie (i depositi a breve termine e le operazioni pronti contro termine)<sup>1)</sup>.

#### I depositi detenuti da società non finanziarie in una prospettiva di più lungo periodo

Il tasso di espansione dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie è stato negativo da febbraio, attestandosi al -1,6 per cento a maggio. Tale andamento rispecchia la marcata contrazio-

1) I depositi di M3 non includono banconote e monete in circolazione, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari o titoli di debito con durata fino a due anni (sebbene questi siano inclusi nelle consistenze di M3). I depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie rappresentano l'80 per cento delle loro consistenze di M3. Ad ogni modo, le due serie mostrano dinamiche molto simili.

ne di questa tipologia di depositi osservata a partire dal quarto trimestre del 2008. La riduzione delle consistenze dei depositi di M3 non è senza precedenti. In effetti, durante il grave rallentamento del ciclo economico agli inizi degli anni novanta il tasso di variazione dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie è rimasto negativo in termini reali per un lungo periodo di tempo (cfr. figura A). Per inquadrare meglio gli andamenti più recenti, occorre anche sottolineare che il più recente picco raggiunto dai depositi di M3 all'inizio del 2007 ha rappresentato il valore più elevato da quando sono disponibili i dati. Ciò potrebbe spiegare la forte reazione (*overshooting*) dei depositi rispetto ai livelli di fatturato o redditività del settore (come mostra, ad esempio, il rapporto fra i depositi di M3 e il margine operativo lordo; cfr. figura A), che invece avrebbero giustificato un più progressivo ridimensionamento di tali attività. Un'analisi delle motivazioni che inducono le società non finanziarie a detenere attività liquide può agevolare la comprensione di questi andamenti recenti<sup>2)</sup>.

### Come l'attività economica influenza i depositi di M3 detenuti da società non finanziarie

Un primo insieme di considerazioni attiene alla necessità di detenere attività liquide per fini transattivi. In particolare, le imprese hanno bisogno di mantenere una certa consistenza di riserve di liquidità nel caso in cui venga meno la sincronizzazione fra i pagamenti dei fattori produttivi

**Figura A Depositi in M3 in termini reali e margine operativo lordo delle società non finanziarie**

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

- depositi in M3 in termini reali (scala di sinistra)
- ..... rapporto fra depositi in M3 e margine operativo lordo (scala di destra)



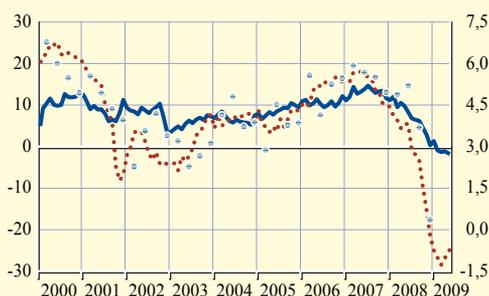
Fonti: BCE, stime della BCE ed Eurostat.

Note: i depositi in M3 in termini reali sono stati deflazionati utilizzando il tasso di inflazione misurato sullo IAPC. Il margine operativo lordo utilizzato per il calcolo del rapporto è una somma mobile di quattro trimestri. Dal primo trimestre del 1999 il margine operativo lordo si basa sui conti integrati per l'area dell'euro, su stime della BCE per i periodi precedenti.

**Figura B Depositi in M3 delle società non finanziarie e attività economica**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)

- depositi in M3 delle società non finanziarie (scala di sinistra)
- ..... indicatore composito del clima di fiducia per l'industria e i servizi (scala di sinistra)
- ..... valore aggiunto lordo nell'industria e nei servizi (scala di destra)



Fonti: BCE, elaborazioni della BCE, Eurostat e indagini presso i consumatori e le imprese della Commissione europea.

Note: l'indicatore composito del clima di fiducia è calcolato come media ponderata dei rispettivi indicatori di fiducia per l'industria e per i servizi, utilizzando come coefficienti di ponderazione il valore aggiunto lordo dei rispettivi sottosettori. Il valore aggiunto lordo nell'industria e nei servizi esclude le categorie "pubblica amministrazione, istruzione, sanità e altri servizi" che riflettono principalmente attività della amministrazione pubblica.

2) Per una trattazione più esaustiva delle determinanti delle consistenze monetarie a livello settoriale in un orizzonte temporale più ampio, cfr. l'articolo La domanda settoriale di moneta: determinanti e andamenti recenti, nel numero di agosto 2006 di questo Bollettino. Inoltre, l'andamento complessivo degli investimenti e dei finanziamenti delle società non finanziarie fino al quarto trimestre del 2008 viene analizzato nel riquadro I conti integrati dell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2008, nel numero di maggio 2009 di questo Bollettino.

e i proventi derivanti dalla vendita di beni e servizi. Pertanto, la crescita dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie aumenta e diminuisce in linea con l'attività economica. Tale osservazione è confermata dal fatto che la crescita dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie esibisce un elevato grado di co-movimento, da un lato, con la crescita del valore aggiunto lordo nell'industria e nei servizi, e, dall'altro, con l'indicatore composito del clima di fiducia per questi due settori (cfr. figura B). A tale riguardo, il rapido deterioramento economico effettivo e previsto alla fine del 2008 è coerente con la correzione delle riserve di liquidità da parte delle società non finanziarie.

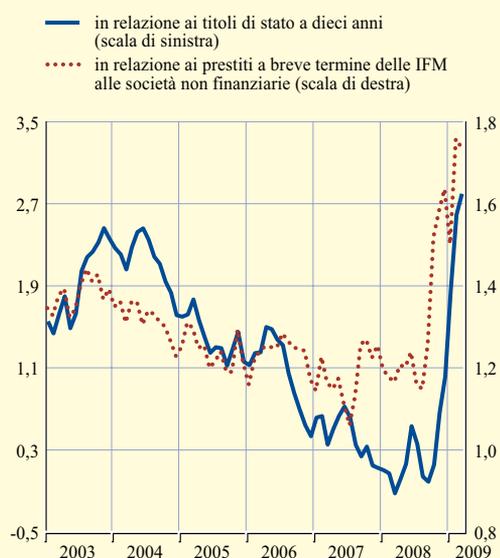
### Altri fattori che spiegano la gestione dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie

Un'altra serie di considerazioni attiene alla gestione da parte delle società non finanziarie delle proprie attività e passività finanziarie. Le decisioni riguardanti la composizione e la revisione dei portafogli sono determinate in larga misura dai costi opportunità connessi alla detenzione di attività altamente liquide rispetto o all'eventuale redditività di investimenti finanziari alternativi con rendimenti potenzialmente più elevati, o ai risparmi ottenibili attraverso il rimborso del debito e/o il riacquisto di azioni proprie. Allo stesso tempo, questi costi opportunità vengono soppesati a fronte dei costi impliciti nelle opportunità di investimento o di produzione che non possono essere sfruttate per mancanza di fondi immediatamente disponibili.

I recenti andamenti dei tassi di interesse delle IFM suggeriscono che la valutazione dei costi opportunità hanno influito sull'andamento dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie. In particolare, la maggiore pendenza della curva dei rendimenti dall'ottobre 2008 ha rafforzato il costo opportunità collegato alla detenzione di depositi di M3 rispetto alle attività finanziarie a più lungo termine, come mostra il brusco incremento del differenziale fra i tassi di interesse sui depositi a termine a breve scadenza e i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni (cfr. figura C). Inoltre, negli ultimi mesi i tassi di interesse sui depositi a termine a breve scadenza <sup>3)</sup> hanno reagito più rapidamente rispetto ai tassi sui prestiti a breve termine delle IFM al calo dei tassi di interesse del mercato monetario a breve termine, aumentando quindi il differenziale fra i due. Di conseguenza, alcune società non finanziarie, che in precedenza avevano utilizzato parte del loro debito per acquistare attività monetarie, poi servite come riserve di liquidità <sup>4)</sup>, hanno reagito alla nuova configurazione dei tassi di interesse impiegando tali riserve per ridurre i prestiti dalle IFM. In effetti, tale in-

**Figura C Costo opportunità di detenere depositi a breve termine per le società non finanziarie**

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: "prestiti a breve termine delle IFM" si riferisce a prestiti delle IFM a tasso variabile o a tasso fisso per un periodo fino ad un anno. "Depositi a breve termine" si riferisce ai depositi con durata prestabilita fino ad un anno.

3) Ciò vale per i tassi di interesse sui depositi con durata prestabilita fino a un anno e a due anni.

4) Equivale a utilizzare una linea di credito, versando una commissione, al fine di attenuare gli shock di liquidità.

interpretazione è coerente con la riduzione negli ultimi mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, caratterizzati principalmente da scadenze più brevi (prestiti delle IFM con scadenza originaria fino a un anno; cfr. figura D).

Anche se tali considerazioni suggeriscono che il ricorso alle riserve di liquidità sia il risultato di decisioni volontarie, il recente andamento dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie può riflettere in parte una reazione dettata dall'attuale situazione di finanziamento. In particolare, il reperimento dei fondi attraverso il sistema bancario è divenuto sempre più difficile, almeno per alcune imprese. Allo stesso modo, altre imprese hanno trovato difficoltoso l'accesso ai mercati finanziari. Inoltre, la contrazione degli utili societari sta riducendo le disponibilità di autofinanziamento delle imprese. In tale contesto, alcune aziende potrebbero essere state costrette a utilizzare le riserve di liquidità per soddisfare i loro fabbisogni di finanziamento, determinando quindi una riduzione dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie.

A conti fatti, tutte queste considerazioni sono presumibilmente rilevanti per quanto riguarda i recenti andamenti dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie, anche se potrebbero sussistere differenze fra i vari settori industriali e le singole imprese. Nel complesso, la riduzione sia dei depositi a breve termine sia dei prestiti da parte delle società non finanziarie rientra nel più generale processo di ridimensionamento dei loro bilanci ed è conforme con gli effetti derivanti dal brusco rallentamento economico.

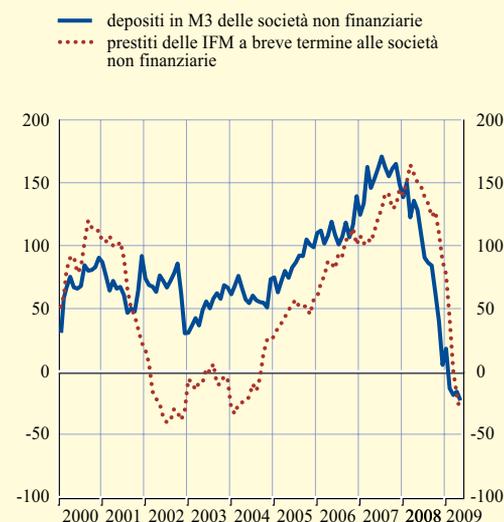
### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi del credito totale erogato dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro è sceso ulteriormente, al 4,0 per cento in maggio, dal 4,4 di aprile (cfr. tavola 1). L'andamento ha rispecchiato la perdurante decelerazione del credito al settore privato, che è stata solo in parte compensata da un ulteriore aumento del tasso di espansione del credito sui dodici mesi alle amministrazioni pubbliche (che è cresciuto all'8,3 per cento dall'8,0 in aprile). Il flusso positivo registrato a maggio a favore del settore pubblico ha riflesso principalmente un incremento delle acquisizioni mensili effettuate dalle IFM di titoli diversi da azioni.

Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito concesso dalle IFM al settore privato è diminuito ulteriormente in maggio, al 3,1 per cento dal 3,7 di aprile. I prestiti, che rappresentano la maggiore componente di questo aggregato, hanno fatto registrare un ulteriore calo del tasso di variazione sui dodici mesi portandosi all'1,8 per cento dal 2,3 del mese precedente. In maggio il flusso mensile relativo a tali prestiti è diventato positivo, tuttavia ciò è in parte imputabile ad andamenti straordinari dei prestiti agli AIF, connesso al finanziamento di un trasferimento di titoli a una società veicolo (*special purpose vehicle*).

**Figura D Depositi in M3 delle società non finanziarie e prestiti a breve termine delle IFM**

(flussi sul periodo corrispondente; miliardi di euro; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: "prestiti a breve termine delle IFM" si riferisce a prestiti delle IFM con scadenza originaria fino ad un anno.

Dopo un periodo di intensa attività di cartolarizzazione alla fine del 2008 – con la quale le istituzioni creditizie che hanno originato i prestiti li hanno ceduti riacquistando nel contempo i titoli emessi dai veicoli per utilizzarli come garanzie in operazioni creditizie dell'Eurosistema – questo tipo di attività si è attenuata nei mesi recenti. Ciò potrebbe essere spiegato da una attenuazione da parte delle istituzioni creditizie della domanda di liquidità della banca centrale nel periodo sino alla fine di maggio, che è stata sostituita dalla domanda di altri tipi di attività liquide, quali titoli di Stato e obbligazioni bancarie garantite dal governo. Mentre l'effetto distorsivo esercitato dalla cancellazione dei prestiti dai bilanci (*derecognition*) connessa con la cartolarizzazione dei prestiti al settore privato è diminuito su base mensile in maggio, resta significativo nei tassi di crescita sui dodici mesi (ove la differenza tra le serie annuali corrette e non corrette è stata pari a 1,6 punti percentuali in maggio, sostanzialmente invariata rispetto ai quattro mesi precedenti).

Il tasso di crescita sui dodici mesi terminati a maggio dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie ha registrato una ulteriore significativa riduzione attestandosi al 4,5 per cento, dal 5,3 di aprile (cfr. tavola 2), riflettendo un nuovo deflusso in maggio. Tale andamento è ascrivibile ai deflussi dei prestiti con scadenze fino a cinque anni, mentre si sono continuati a registrare flussi positivi di prestiti con scadenze più lunghe. Tale andamento segnala un calo nel finanziamento a breve termine, che potrebbe riflettere la debole attività economica e un maggiore ricorso alle riserve di liquidità disponibili, ma anche le maggiori difficoltà riscontrate da alcune imprese ad accedere al finanziamento bancario.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è divenuto negativo in maggio, al -0,2 per cento dallo 0,0 per cento in aprile. Il flusso mensile è stato moderatamente positivo. Dal momento che l'attività di cartolarizzazione coinvolge principalmente i mutui ipotecari, è presumibile che i dati sui flussi mensili abbiano sovrastimato la contrazione dei finanziamenti alle famiglie. Nondimeno, negli ultimi mesi il credito a questo settore ha continuato a rallentare. In larga misura, la decelerazione del credito riflette il forte deterioramento dell'attività economica, la perdurante attenuazione dei prezzi delle abitazioni e il permanere di un elevato grado d'incertezza riguardo alle prospettive economiche.

**Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato**

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 apr.	2009 mag.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>44,7</b>	<b>14,5</b>	<b>12,8</b>	<b>11,3</b>	<b>8,2</b>	<b>5,3</b>	<b>4,4</b>
Fino a 1 anno	27,4	12,9	11,0	9,0	4,2	-1,3	-2,3
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	20,2	20,9	18,6	16,0	12,4	10,0	9,1
Oltre 5 anni	52,4	13,0	11,8	10,8	8,9	7,2	6,5
<b>Famiglie<sup>2)</sup></b>	<b>45,3</b>	<b>4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>
Credito al consumo <sup>3)</sup>	13,0	5,2	4,4	3,2	1,3	-0,4	-0,6
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	71,2	5,5	4,1	2,9	0,7	-0,2	-0,5
Altri prestiti	15,8	2,2	2,6	2,2	1,7	1,6	1,8
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,0</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>9,1</b>	<b>25,2</b>	<b>22,3</b>	<b>14,5</b>	<b>7,6</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>

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.

Per quanto riguarda le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, al netto di capitale e riserve, si è attestato al 2,5 per cento dal 2,3 di aprile. Con riferimento alle sue componenti, il tasso di crescita dei depositi con durata prestabilita superiore a due anni è aumentato ulteriormente al 5,6 per cento dal 5,4 di aprile e quello dei depositi rimborsabili con preavviso oltre tre mesi è salito al 7,7 per cento dal 5,1 del mese precedente. Il tasso di incremento dei titoli di debito delle IFM con scadenza superiore a due anni è aumentato in maggio a seguito di consistenti acquisti da parte dei settori detentori di moneta, dopo due mesi di deflussi. Pertanto, le istituzioni creditizie sono state nuovamente in grado di ottenere finanziamento a lungo termine da soggetti non bancari utilizzando questa tipologia di strumento. Nel contempo, le emissioni nette di tali titoli di debito a lungo termine da parte delle istituzioni creditizie sono risultate sostanzialmente maggiori rispetto agli acquisti da parte del settore detentore di moneta, con il risultato che le stesse IFM hanno incrementato ulteriormente le proprie consistenze di tali strumenti.

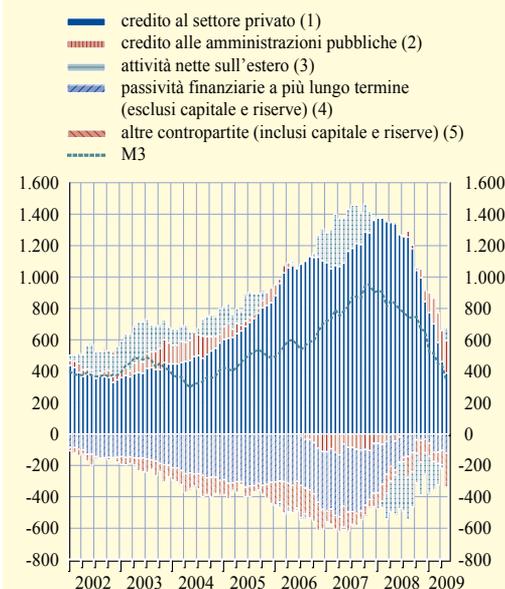
In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi di capitale e riserve è cresciuto al 12,3 per cento, dal 10,4 di aprile, rispecchiando l'ampio flusso positivo registrato in maggio.

Per quanto riguarda gli andamenti delle attività e delle passività verso l'estero del settore delle IFM, in maggio vi sono stati notevoli deflussi da entrambi i lati del bilancio. Dal lato delle attività, il forte deflusso di prestiti ai non residenti è rimasto un importante fattore del processo di riduzione della leva finanziaria delle istituzioni creditizie. Nel contempo, i depositi ricevuti dal resto del mondo sono diminuiti ancor più delle attività. Di conseguenza, la posizione netta sull'estero, che rappresenta la contropartita di M3, ha registrato un afflusso mensile di 55 miliardi di euro. Per i dodici mesi terminati a maggio si è registrato un afflusso di 78 miliardi di euro per le attività nette sull'estero delle IFM, dopo il deflusso di 26 miliardi di euro per i dodici mesi terminati ad aprile (cfr. figura 6).

In sintesi, i dati di maggio confermano il minore ritmo di crescita sia di M3 che dei prestiti, il che è indicativo di una decelerazione della crescita monetaria di fondo. Il flusso dei prestiti al settore privato non finanziario è rimasto modesto, ma a differenza dei mesi scorsi è stato leggermente positivo al netto delle operazioni di cartolarizzazione. In larga misura, la moderazione nella concessione di credito riflette il netto deterioramento dell'attività economica, la perdurante attenuazione delle dinamiche dei prezzi delle abitazioni e il permanere di un elevato grado d'incertezza in merito alle prospettive economiche. Le IFM hanno continuato a ridimensionare i propri bilanci, riducendo la propria leva finanziaria tramite la dismissione di attività sull'estero e di crediti verso altre IFM.

**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.

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

*Nei primi mesi del 2009 gli emittenti hanno continuato a trarre vantaggio dal calo dei costi di finanziamento dei titoli di debito emessi sul mercato. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è rimasto su livelli molto elevati in aprile. Le emissioni da parte di società non finanziarie e del settore delle amministrazioni pubbliche sono state quelle che maggiormente hanno contribuito all'incremento dei tassi di crescita. Il tasso di crescita delle emissioni di azioni quotate ha continuato ad aumentare moderatamente.*

### TITOLI DI DEBITO

In aprile, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro si è stabilizzato su un livello elevato, raggiungendo il 12,1 per cento contro il 12,0 di marzo (cfr. tavola 3). Confrontato con marzo 2009, il tasso di crescita dei titoli di debito a breve termine è aumentato di 4,0 punti percentuali al 27,9 in aprile. Per contro, nello stesso periodo, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi a lungo termine ha registrato un moderato aumento di soli 0,4 punti percentuali, portandosi al 10,1 per cento. Le emissioni di titoli di debito a più lungo termine si suddividono in titoli a tasso variabile e titoli a tasso fisso. Dopo un periodo di forti emissioni nette di titoli a lungo termine a tasso variabile alla fine del 2008, gli operatori di mercato hanno nuovamente favorito le emissioni di titoli a lungo termine a tasso fisso, il cui tasso di crescita sui dodici mesi ha fatto segnare un ulteriore lieve aumento dall'8,4 per cento di marzo all'8,5 per cento di aprile. I titoli a lungo termine a tasso fisso rappresentano il 67 per cento del valore dei titoli di debito a lungo termine in essere. Il tasso di crescita dei titoli a lungo termine a tasso variabile è calato al 14,9 per cento in aprile, dal 16,6 di marzo.

L'andamento nel breve periodo può essere colto meglio prendendo in considerazione i tassi di crescita sui sei mesi espressi in ragione d'anno e calcolati su dati destagionalizzati. Questi segnalano una lieve attenuazione della perdurante forte crescita delle emissioni totali di titoli di debito, collocatesi al 15,4 per cento in aprile. Il calo di 0,4 punti percentuali rispetto al mese precedente è stato causato da una moderata attività di emissione di titoli di debito da parte del settore delle amministrazioni pubbliche (cfr. figura 7).

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2009 apr.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 mar.	2009 apr.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>13.798</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>10,7</b>	<b>12,0</b>	<b>12,1</b>
IFM	5.419	7,8	8,2	5,7	5,9	6,6	6,4
Società finanziarie non monetarie	2.033	21,5	23,3	23,8	29,6	31,1	30,6
Società non finanziarie	728	5,9	4,1	5,0	7,7	8,9	9,9
Amministrazioni pubbliche	5.617	2,2	2,4	5,6	10,2	12,1	12,5
di cui:							
Amministrazioni centrali	5.267	2,3	2,4	5,8	10,5	12,4	12,6
Altre amministrazioni pubbliche	350	1,3	3,0	2,9	5,9	7,9	10,5
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>3.435</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>
IFM	414	1,5	2,8	4,9	7,2	8,0	8,2
Società finanziarie non monetarie	249	2,4	2,6	2,6	3,2	3,3	3,4
Società non finanziarie	2.772	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,4	0,5

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*.

Per le società non finanziarie, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi è aumentato dall'8,9 per cento di marzo al 9,9 per cento di aprile. Nello stesso periodo, il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno dei titoli di debito emessi è salito dal 12,8 al 16,2 per cento, raggiungendo così livelli non più registrati dall'estate del 2003. Le emissioni nette delle società non finanziarie hanno continuato a essere caratterizzate prevalentemente da titoli di debito a lungo termine a tasso fisso. Il relativo tasso di crescita sui dodici mesi è aumentato al 19,9 per cento in aprile, contro il -0,7 per cento dei titoli di debito a lungo termine a tasso variabile e il -14,4 per cento dei titoli di debito a breve termine a tasso variabile. Tale rapido ritmo dell'attività di emissione dei titoli di debito a lungo termine a tasso fisso potrebbe riflettere effetti di sostituzione dal finanziamento tramite prestiti bancari a quello tramite titoli di debito emessi sul mercato in un contesto di calo dei differenziali di rendimento dall'inizio dell'anno e per effetto di vincoli di finanziamento tramite ricorso al sistema bancario come riportato ad esempio nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro. I dati recenti segnalano un più ampio ricorso all'emissione di titoli di debito in tutte le categorie di *rating* e settori, in particolare per gli emittenti di qualità elevata a più basso *rating* e per i settori più ciclici.

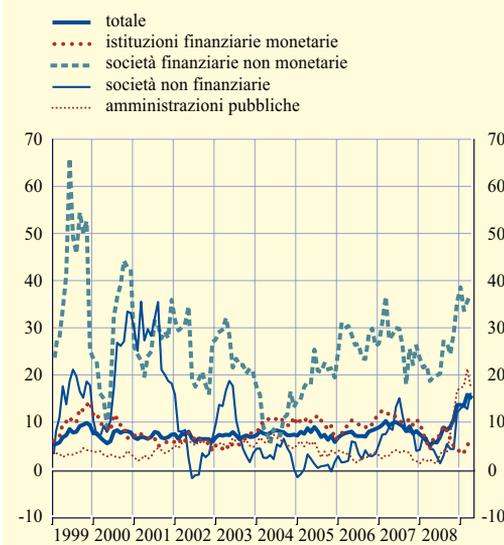
Per quanto concerne il settore finanziario, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è rimasto sostanzialmente invariato al 6,4 per cento in aprile, dopo una ripresa nei primi mesi del 2009 grazie alle concessioni di garanzie governative per l'emissione di obbligazioni bancarie. In aprile è stato registrato uno spostamento delle emissioni dai titoli a lungo termine a quelli a breve termine, in particolare per le emissioni a tasso variabile. Il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati dei titoli di debito a breve termine emessi dalle IFM è balzato al 19,4 per cento, dall'11,1 per cento di marzo, a fronte di un incremento relativamente modesto di 0,3 punti percentuali al 4,2 per cento in aprile per i titoli di debito a lungo termine.

Passando alle società finanziarie non monetarie, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi è sceso al 30,6 per cento in aprile dopo il 31,1 di marzo. Ciò nonostante, il settore è rimasto di gran lunga la componente a più rapida crescita delle emissioni totali di titoli di debito e il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno ha continuato ad aumentare, rispecchiando la perdurante significativa attività di cartolarizzazione. Diversamente da quanto osservato per le IFM, l'attività di emissione ha continuato a interessare maggiormente le scadenze più lunghe, in particolare per i titoli a tasso variabile.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è rimasto sostenuto, salendo al 12,5 per cento in aprile, decisamente oltre il tasso medio del 4 per cento circa registrato tra il 1999 ed il 2008. Il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati dei titoli di debito emessi in tale settore è dimi-

**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.

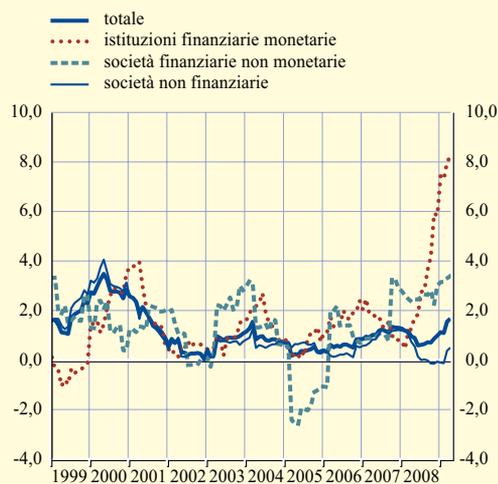
nuito al 17,5 per cento in aprile dopo il 21,3 per cento di marzo. Nel complesso, l'elevato livello di emissioni riflette un sostanziale fabbisogno di finanziamento da parte delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

### AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ha registrato complessivamente una moderata crescita, raggiungendo l'1,7 per cento in aprile, un livello non più osservato dal 2001. Sebbene tutti i settori abbiano contribuito a tale aumento, i tassi di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni da parte di istituzioni finanziarie monetarie e non monetarie sono rimasti particolarmente elevati, rispettivamente all'8,2 e 3,4 per cento, riflettendo il ricorso all'emissione di azioni da parte di molte istituzioni finanziarie dell'area dell'euro allo scopo di rafforzare i propri bilanci. Inoltre, il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è salito allo 0,5 per cento in aprile dopo sei mesi di tassi di crescita negativi sino al febbraio 2009, sotto l'impulso degli andamenti positivi registrati in tale mese nei mercati azionari (cfr. figura 8).

**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.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*In giugno i tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono generalmente diminuiti, mentre quelli sui depositi garantiti hanno registrato andamenti contrastanti. Di conseguenza, sono stati contrastanti anche gli andamenti osservati nei differenziali fra i tassi sui depositi non garantiti e su quelli garantiti; il differenziale calcolato sui tassi di interesse a tre mesi è lievemente aumentato in giugno. Nello stesso mese l'Eurosistema ha seguito a offrire al sistema finanziario abbondante liquidità mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento principali e in quelle di rifinanziamento a più lungo termine.*

In giugno i tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono diminuiti: il 1° luglio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,74, 1,09, 1,30 e 1,50 per cento, su livelli inferiori di 19, 18, 16 e 13 punti base rispetto ai valori osservati il 1° giugno. La flessione è stata lievemente più pronunciata per le scadenze più brevi, con il risultato che il 1° luglio il differenziale fra il tasso Euribor a dodici mesi e quello a un mese è lievemente aumentato a 76 punti base, dai 69 punti base del 1° giugno (cfr. figura 9).

Nel periodo si sono osservati andamenti volatili per i tassi dei contratti *swap* sull'Eonia, soprattutto per le scadenze più brevi. A differenza dei tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia, i tassi dei contratti *swap* sull'Eonia sono generalmente aumentati fino a metà giugno, per poi diminuire portandosi su livelli relativamente bassi verso la fine del mese. Di conseguenza, i differenziali fra i tassi Euribor e i tassi dei contratti *swap* sull'Eonia sono stati relativamente vo-

latili in giugno e i livelli di fine mese hanno registrato andamenti contrastanti: i differenziali sulle scadenze più brevi erano in genere superiori ai valori di inizio giugno, mentre su quelle più lunghe erano lievemente inferiori. Per il segmento a tre mesi, fra il 1° giugno e il 1° luglio il differenziale è aumentato da 49 a 51 punti base, valore ancora prossimo a quello osservato agli inizi di settembre 2008 (prima delle rinnovate tensioni nel mercato monetario in euro).

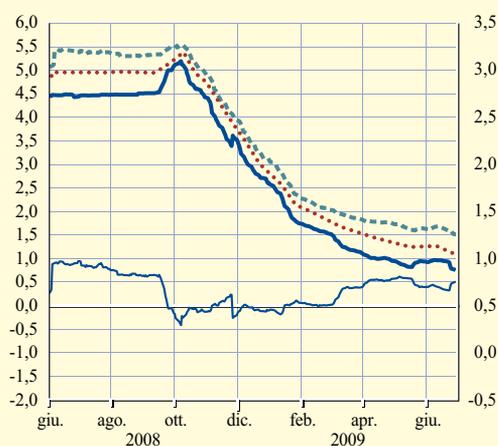
Il 1° luglio i tassi di interessi impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a settembre e dicembre 2009 e marzo 2010 sono lievemente diminuiti per situarsi rispettivamente all'1,040, 1,165 e 1,265 per cento, su livelli inferiori di 8, 6 e 6 punti base rispetto ai tassi osservati il 1° giugno. L'andamento dei tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi indica che le aspettative relative ai tassi di interesse di riferimento della BCE rimangono sostanzialmente invariate almeno fino alla prima metà del 2010.

Durante il periodo di mantenimento delle riserve conclusosi il 9 giugno l'Eonia è stato molto volatile, aumentando talvolta al di sopra del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) fra il 22 e il 27 maggio per poi scendere su livelli significativamente inferiori a questo tasso negli ultimi giorni del periodo (situandosi l'8 giugno a 50 punti base al di sotto di tale tasso; cfr. figura 10). Benché fosse generalmente attesa la decisione del 4 giugno di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE, la volatilità del segmento *overnight* è rimasta elevata nel successivo periodo di mantenimento delle riserve, a causa di un livello relativamente alto di incertezza riguardo agli andamenti delle condizioni di liquidità, soprattutto nel periodo precedente alla prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine condotta il 24 giugno (ORLT) con scadenza a un anno a tasso fisso e con piena aggiudicazione dell'importo. Per effetto della marcata riduzione della liquidità del

**Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario**

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

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

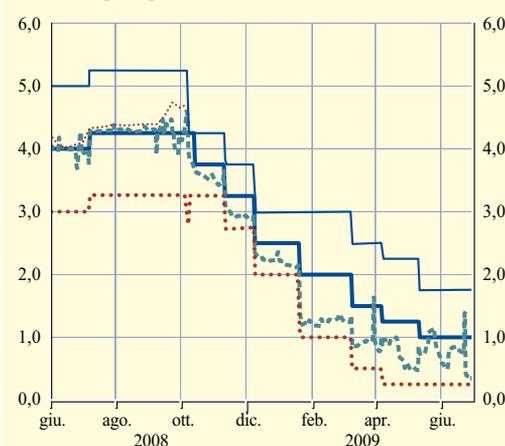


Fonti: BCE e Reuters.

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

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

- tasso minimo di offerta/tasso fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali
- ... tasso sui depositi *overnight* presso la banca centrale
- - - tasso *overnight* (EONIA)
- tasso di rifinanziamento marginale
- ... tasso marginale sulle operazioni di rifinanziamento principali



Fonti: BCE e Reuters.

24 giugno in seguito all'ORP settimanale condotta il giorno precedente, in cui le banche hanno ridimensionato le offerte, l'Eonia ha segnato un'impennata collocandosi 39 punti base al di sopra del tasso sulle ORP. Nella menzionata ORLT a un anno è stato poi aggiudicato un ammontare ingente di liquidità, che ha determinato un ricorso molto consistente ai depositi presso la banca centrale. Ciò ha causato un brusco calo dell'Eonia, che ha toccato livelli prossimi al tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. Il 1° luglio l'Eonia si è collocato allo 0,34 per cento, valore inferiore di 66 punti base al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e superiore solo di 9 punti base al tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale.

A seguito dell'attuale gestione della liquidità da parte dell'Eurosistema, il volume di liquidità offerta al mercato è stato determinato esclusivamente dal comportamento in asta delle controparti. Inoltre, vi è stato un notevole spostamento della struttura per scadenza per effetto della ORLT a un anno condotta il 24 giugno, come indica il fatto che la quota di liquidità in essere con scadenza a una settimana si è ridotta a meno del 15 per cento della liquidità totale dopo il 24 giugno, dopo essersi situata al 50 per cento circa prima di tale data.

Nelle operazioni di rifinanziamento principali del 2, 9, 16, 23 e 30 giugno, la BCE ha aggiudicato rispettivamente 227,6, 302,1, 309,6, 167,9 e 105,9 miliardi di euro. Le controparti hanno in genere ottenuto liquidità in misura superiore a quanto necessario per adempiere agli obblighi di riserva e far fronte ai fattori autonomi. Tale liquidità è stata in parte assorbita attraverso il ricorso ai depositi presso la banca centrale che, almeno prima dell'ORLT a un anno, è stato in genere più limitato rispetto ai recenti periodi di mantenimento delle riserve. Fra il 10 e il 24 giugno il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale si è collocato a 11,0 miliardi di euro, contro i 22,3 miliardi del periodo di mantenimento conclusosi il 9 giugno. Il quadro è tuttavia radicalmente cambiato dopo il 24 giugno: il ricorso giornaliero ai depositi presso la banca centrale è notevolmente aumentato e il 1° luglio si è situato 257,1 miliardi di euro.

Per quanto concerne le operazioni a più lungo termine, il 9 giugno (ultimo giorno del periodo di mantenimento delle riserve) l'Eurosistema ha condotto un'operazione di regolamento puntuale (*fine tuning*) per l'assorbimento di liquidità, in occasione della quale ha assorbito 57,9 miliardi di euro mediante un'operazione d'asta a tasso variabile con un tasso massimo dell'1,00 per cento, un tasso marginale dello 0,80 per cento e un tasso medio ponderato dello 0,77 per cento. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine del 24 giugno (condotta con piena aggiudicazione dell'importo a un tasso fisso dell'1,00 per cento e con scadenza a tre mesi), l'ammontare assegnato è stato di 6,4 miliardi di euro. In altre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con varie scadenze, condotte il 10 e l'11 giugno a un tasso fisso dell'1,00 per cento, la BCE ha aggiudicato un totale di 90 miliardi di euro. Infine, il 24 giugno nella prima delle tre ORLT a un anno annunciate in maggio la BCE ha assegnato 442,2 miliardi di euro.

Inoltre, nel quadro degli accordi temporanei con la Federal Reserve per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di *swap*), l'Eurosistema ha continuato a fornire fondi in dollari statunitensi a fronte di garanzie da esso considerate idonee mediante le operazioni condotte il 4, 18 e 25 giugno. La BCE ha anche seguito a fornire alla controparti dell'Eurosistema fondi in dollari statunitensi e franchi svizzeri contro euro tramite operazioni di *swap* sul mercato dei cambi.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*In giugno i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti nell'area dell'euro, mentre negli Stati Uniti un marcato aumento iniziale ha subito una parziale inversione nella seconda metà del mese. La rinnovata pressione al ribasso sui rendimenti è stata associata a un raffreddamento del clima di fiducia dei mercati a livello mondiale. Anche i rendimenti reali a lungo termine e i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine sono diminuiti nell'area dell'euro. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari è rimasta sostanzialmente invariata su entrambe le sponde dell'Atlantico.*

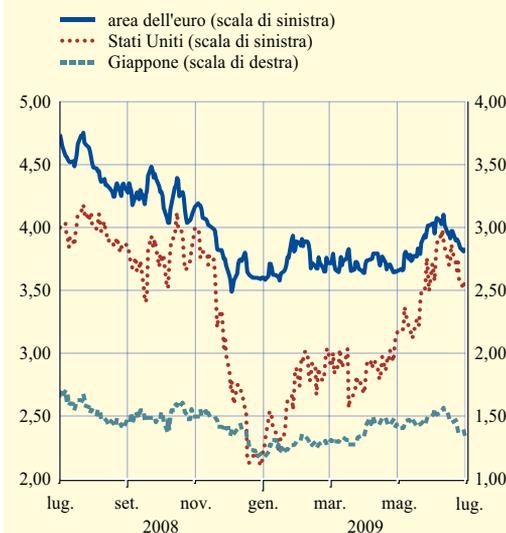
Fra la fine di maggio e il 1° luglio i rendimenti sui titoli di Stato sono diminuiti di circa 20 punti base nell'area dell'euro mentre sono aumentati complessivamente di circa 10 punti base negli Stati Uniti. Il 1° luglio i rendimenti sui titoli decennali si sono collocati al 3,8 per cento circa nell'area dell'euro e al 3,6 per cento circa negli Stati Uniti (cfr. figura 11). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ristretto a -25 punti base circa. In Giappone i rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni sono diminuiti di 15 punti base all'1,3 per cento alla fine del periodo in rassegna. In giugno la volatilità dei mercati obbligazionari su entrambe le sponde dell'Atlantico è rimasta sostanzialmente invariata su livelli decisamente inferiori a quelli osservati alla fine del 2008 e agli inizi del 2009, ma ancora superiori alle medie precedenti alla crisi.

Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno dapprima continuato ad aumentare agli inizi di giugno, di circa 50 punti base rispetto alla fine di maggio, registrando il 10 giugno il livello massimo degli ultimi sette mesi pari al 4 per cento. Nella seconda metà del mese l'aumento ha subito una parziale inversione di tendenza, riducendo i rendimenti obbligazionari al 3,6 per cento alla fine del periodo in esame. L'accentuato incremento dei rendimenti all'inizio del mese avrebbe rispecchiato una concomitanza di fattori fra cui, oltre alla protratta inversione di precedenti riallocazioni di portafoglio verso titoli più sicuri e a un ottimismo lievemente maggiore circa le prospettive economiche, anche il marcato incremento delle emissioni del Tesoro a più lungo termine e i timori circa la sostenibilità del crescente debito pubblico. Il successivo calo dei rendimenti dei titoli di Stato degli Stati Uniti nella seconda metà di giugno sarebbe legato alla pubblicazione di alcuni dati economici contrastanti e in parte peggiori delle attese che hanno influito sulle prospettive economiche nazionali e mondiali. Ciò ha innescato rinnovate riallocazioni di portafoglio a favore di attività sicure, determinando anche le recenti oscillazioni dei corsi azionari.

Anche i rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro, benché diminuiti nel periodo in esame, hanno mostrato alcune significative oscillazioni all'interno del periodo. I rendimenti dei titoli di

**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.

Stato decennali sono dapprima aumentati al 4,1 per cento agli inizi di giugno per poi diminuire di circa 30 punti base alla fine del periodo in esame. Per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, il differenziale dei rispettivi titoli di Stato rispetto ai titoli tedeschi corrispondenti è rimasto sostanzialmente stabile su livelli ancora relativamente elevati, ma significativamente inferiori ai picchi osservati durante i primi mesi del 2009. Per alcuni paesi con merito di credito inferiore alla tripla A i differenziali sono tuttavia nuovamente aumentati. L'andamento potrebbe riflettere il protrarsi di un'elevata avversione al rischio fra gli investitori nel mercato obbligazionario e i timori circa la sostenibilità per le finanze pubbliche dell'aumento del debito pubblico (per una prospettiva di più lungo periodo sugli andamenti dei differenziali dei titoli di Stato all'interno dell'area dell'euro e di quelli dei titoli corrispondenti statunitensi, cfr. il riquadro 2).

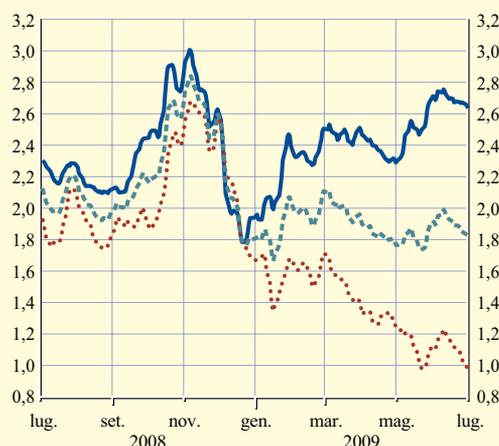
I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti nel corso di giugno. Il 1° luglio i rendimenti reali con scadenza a cinque e dieci anni sono diminuiti di circa 10 punti base, rispettivamente all'1,0 e all'1,8 per cento (cfr. figura 12). Il rendimento reale a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale ha evidenziato un modesto calo rispetto a fine maggio, portandosi al 2,6 per cento.

La flessione più marcata dei rendimenti a lungo termine nominali rispetto a quelli reali si riflette in un calo dei tassi di inflazione di pareggio a lungo termine. Il 1° luglio il tasso di inflazione di pareggio a pronti a dieci anni è diminuito di 10 punti base al 2,1 per cento, mentre quello a cinque anni è rimasto prossimo al valore dell'1,8 per cento osservato alla fine di maggio (cfr. figura 13). Pertanto, l'inflazione di pareggio implicita nei tassi a termine a cinque anni per i cinque anni successivi è scesa significativamente di quasi 20 punti base al 2,4 per cento circa il 1° luglio. Per con-

**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)

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

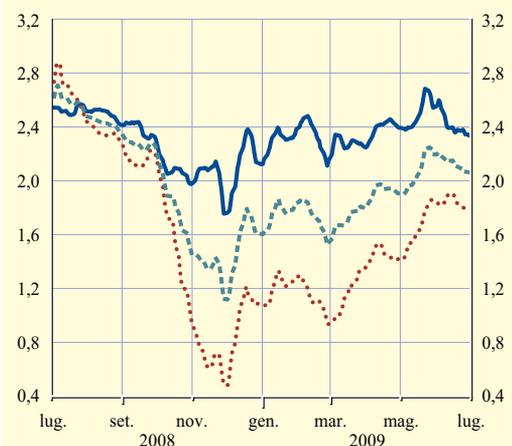


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**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)

- tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni
- ..... tasso di inflazione di pareggio a pronti a cinque anni
- - - - - tasso di inflazione di pareggio a pronti a dieci anni



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

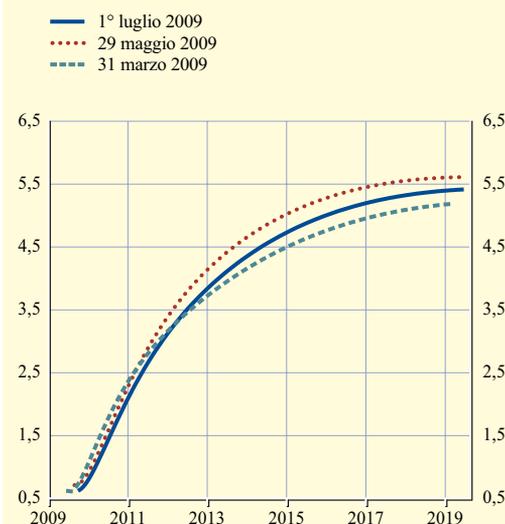
tro, il tasso swap indicizzato all'inflazione a termine con scadenza a cinque anni su un orizzonte quinquennale è lievemente aumentato al 2,6 per cento. Di conseguenza, si è ampliato il divario fra i due indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine, per effetto delle differenze dei premi per la liquidità nei mercati degli swap sull'inflazione e nel mercato obbligazionario, nonché di squilibri tra domanda e offerta.

L'andamento della struttura per scadenza dei tassi di interesse a termine nell'area dell'euro mostra in che modo il comportamento complessivo dei rendimenti a lungo termine dell'area possa essere scomposto in variazioni delle aspettative relative ai tassi di interesse (e ai connessi premi al rischio) su diversi orizzonti (cfr. figura 14). La curva dei tassi di interesse overnight a termine impliciti per i titoli di Stato dell'area dell'euro si è moderatamente appiattita alla fine di giugno rispetto a fine maggio, per effetto principalmente della revisione al ribasso delle aspettative relative ai tassi di interesse nel segmento a lungo termine della curva, dovuta in parte alla reazione del mercato alla pubblicazione di alcuni dati economici peggiori delle attese. Le flessioni nel segmento a lungo termine della curva sono state superiori al modesto calo dei tassi di interesse impliciti nel segmento a breve verificatosi in reazione alla prima operazione di rifinanziamento a dodici mesi condotta dall'Eurosistema il 24 giugno.

I differenziali delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro hanno sostanzialmente continuato a diminuire in giugno per la maggior parte delle categorie di merito di credito, per i settori sia finanziario sia non finanziario. Il calo è stato più pronunciato per le obbligazioni finanziarie con merito di credito più basso e le obbligazioni di qualità inferiore (speculative-grade). Tuttavia, i differenziali sono rimasti ancora su livelli lievemente superiori alle medie precedenti alla crisi, a causa della protratta incertezza del mercato circa la situazione finanziaria delle società finanziarie e non finanziarie nell'attuale contesto economico.

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

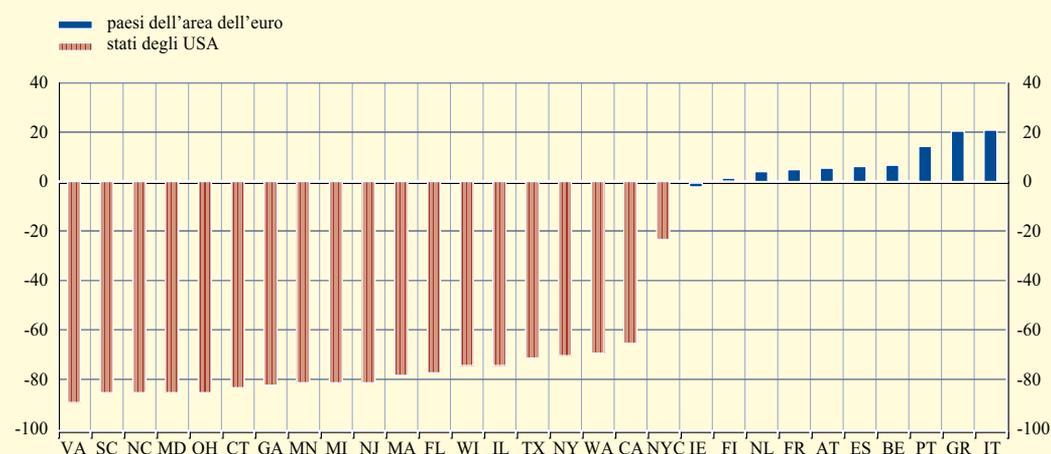
**Riquadro 2**

**CONFRONTO TRA L'ANDAMENTO DEI DIFFERENZIALI DELLE OBBLIGAZIONI SOVRANE NELL'AREA DELL'EURO E QUELLO DEI DIFFERENZIALI DEI TITOLI EMESI DA STATI DEGLI USA DURANTE LA TURBOLENZA FINANZIARIA**

Durante la turbolenza finanziaria, oltre a essere aumentati i differenziali e i premi al rischio delle obbligazioni societarie, si sono ampliati anche i differenziali di rendimento fra le obbligazioni emesse da amministrazioni pubbliche diverse. Nell'area dell'euro i differenziali delle obbligazioni sovrane (rispetto ai titoli di Stato tedeschi) sono considerevolmente cresciuti e solo dal

**Figura A Livello dei differenziali di rendimento al 29 giugno 2007: obbligazioni sovrane di alcuni paesi dell'area dell'euro e titoli emessi da alcuni stati degli USA**

(punti base)



Fonti: Datastream, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

marzo 2009 mostrano segnali di una nuova riduzione<sup>1)</sup>. Tale diversità di rendimento fra i titoli di debito pubblici in un'area valutaria, però, non è affatto un fenomeno peculiare dell'area dell'euro. Anche i differenziali di rendimento dei titoli di Stato statunitensi (rispetto ai titoli del Tesoro) hanno evidenziato incrementi molto marcati durante la turbolenza finanziaria. Il presente riquadro esamina gli andamenti nelle due serie di differenziali e spiega perché occorre una certa cautela nel paragonare le due aree economiche.

Alla fine di giugno 2007 (ossia prima dell'inizio della turbolenza) i differenziali dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro erano modesti, mentre quelli dei titoli dei singoli Stati statunitensi erano tutti nettamente negativi (cfr. figura A)<sup>2)</sup>. Prima di spiegare questa notevole differenza di segno, è importante analizzare la costruzione delle due serie di differenziali obbligazionari. I differenziali dei titoli dell'area dell'euro corrispondono ai differenziali fra il rendimento sui titoli di Stato decennali emessi dal rispettivo paese membro e quello sui titoli di Stato decennali emessi dalla Germania. Per gli Stati statunitensi, invece, i rendimenti dei titoli di Stato sono ricavati da un indice di vari titoli obbligazionari generali emessi dallo Stato statunitense e dalle amministrazioni locali (come le municipalità) con scadenza pari a circa dieci anni. Tutti i titoli dell'indice hanno in media lo stesso merito di credito dello Stato. Dal rendimento dei titoli di Stato così costruito si sottrae il rendimento su un buono del Tesoro decennale. Oltre a questa differenza tecnica, vi è un'asimmetria fra la posizione relativa dell'emittente del rispettivo titolo di riferimento e gli emittenti degli altri titoli. Per gli Stati Uniti il titolo di riferimento è emesso

1) Per un'analisi degli andamenti dei differenziali delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro, cfr. il riquadro *Effetti dei piani di salvataggio delle banche varati dai governi sul rischio di credito percepito dagli investitori* nel numero di marzo 2009 di questo Bollettino, il riquadro *Il recente ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino e in particolare l'articolo *Impatto del sostegno dei governi al settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

2) Per motivi di disponibilità di dati, il campione per gli Stati Uniti riguarda 18 Stati e New York City. Le abbreviazioni utilizzate per gli Stati USA sono: California (CA), Connecticut (CT), Florida (FL), Georgia (GA), Illinois (IL), Massachusetts (MA), Maryland (MD), Michigan (MI), Minnesota (MN), North Carolina (NC), New Jersey (NJ), New York (NY), New York City (NYC), Ohio (OH), South Carolina (SC), Texas (TX), Virginia (VA), Washington (WA) e Wisconsin (WI). Per l'area dell'euro, si considerano i paesi in cui nel 2006 era adottato l'euro (escluso il Lussemburgo).

dal Tesoro (emittente sovrano), mentre i titoli di Stato sono emessi da enti di livello inferiore. Nell'area dell'euro, invece, l'emittente del titolo di riferimento (la Germania) e gli emittenti degli altri titoli sono tutti Stati sovrani. La condizione della Germania quale paese di riferimento fra i vari paesi discende dal fatto che i titoli di Stato tedeschi sono associati sia a un rischio di credito percepito più basso sia a una liquidità molto elevata<sup>3)</sup>.

Un secondo motivo di cautela concernente il confronto fra le due sponde dell'Atlantico è il trattamento fiscale dei titoli di Stato e delle amministrazioni locali statunitensi. Il pagamento degli interessi su tali titoli è in genere esente dalle imposte sul reddito federali e, se i titoli sono detenuti da un investitore residente nello Stato di emissione, da quelle statali e locali. Di conseguenza, gli interessi corrisposti sui titoli emessi dagli Stati statunitensi sono di solito inferiori rispetto a quelli su titoli interamente imponibili. I differenziali sui titoli di Stato statunitensi, quindi, sono di norma negativi rispetto al debito dell'amministrazione federale: nel decennio precedente l'inizio dell'attuale turbolenza, la mediana del differenziale di rendimento a dieci anni sul debito di Stato statunitense è stata pari in media a -60 punti base circa rispetto ai titoli del Tesoro comparabili. Per contro, per i titoli di Stato dell'area dell'euro non si ha una differenziazione così marcata dei trattamenti impositivi. Di conseguenza, i differenziali dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono in genere positivi.

Questi ultimi due punti suggeriscono che occorre una certa cautela nel confrontare i differenziali dei titoli di Stato statunitensi con quelli dei titoli di Stato dell'area dell'euro. In particolare, un confronto transatlantico tra gli andamenti dei differenziali connessi alla turbolenza finanziaria andrebbe incentrato sulla dinamica dei differenziali dei titoli anziché sui loro livelli.

Per quanto concerne la dinamica, i differenziali delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro e dei titoli di Stato statunitensi mostrano un marcato comovimento nel periodo compreso fra metà luglio 2007 e la fine del 2008 (cfr. figura B). La correlazione delle mediane delle due serie di differenziali è pari a 0,93 nel periodo. Difatti, poiché le tensioni finanziarie sono di portata mondiale, è prevedibile che entrambi i differenziali dei titoli di Stato dell'area dell'euro e degli Stati Uniti siano sospinti da un comune "fattore di crisi mondiale", che coglie le prospettive macroeconomiche mondiali in peggioramento nonché l'effetto di una crescente avversione al rischio da parte degli investitori. Questo fattore sembra aver ampliato entrambe le serie di differenziali pressoché in parallelo, sebbene il valore assoluto delle variazioni dei differenziali statunitensi sia stato superiore a quello dei titoli corrispondenti del-

**Figura B** Mediana dei differenziali di rendimento: obbligazioni sovrane di alcuni paesi dell'area dell'euro e titoli emessi da alcuni stati degli USA

(punti base; medie di cinque giorni)



Fonti: Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le rispettive mediane sono calcolate per gli stessi due gruppi di paesi/stati considerati nella figura A.

3) Non sussiste alcuna soluzione immediata per rendere il confronto più simmetrico. Non esiste un ente federale europeo emittente di obbligazioni che possano assumere il ruolo svolto dai titoli del Tesoro negli Stati Uniti. Per converso, sarebbe possibile scegliere uno dei singoli titoli di Stato statunitensi come ente di riferimento per accrescere la simmetria del confronto. Tuttavia, tale approccio sarebbe piuttosto arbitrario e richiederebbe che il rispettivo Stato di riferimento mantenesse un basso rischio di credito percepito per un lungo periodo di tempo.

l'area dell'euro. Tali variazioni potrebbero aver rispecchiato in parte eventi specifici agli Stati Uniti che hanno creato frizioni nei mercati dei titoli di Stato e delle amministrazioni locali. Fra questi eventi specifici agli Stati Uniti si annoverano le difficoltà attraversate nel 2008 dal settore assicurativo specializzato nelle emissioni obbligazionarie che ha garantito un'ampia quota del mercato delle obbligazioni municipali statunitensi nonché i ripetuti fallimenti d'asta per i titoli municipali a tasso stabilito mediante asta verificatisi dal febbraio 2008.

Nel primo trimestre del 2009 i due gruppi di differenziali hanno iniziato a evidenziare andamenti nettamente diversi. Mentre i livelli dei differenziali dei titoli di Stato degli Stati Uniti hanno mostrato nel complesso una marcata flessione, quelli dell'area dell'euro sono ulteriormente saliti. I differenziali mediani dei titoli di Stato statunitensi si sono ristretti di circa 90 punti base, a seguito di una diminuzione dei rendimenti sul debito di Stato e di un incremento dei rendimenti sui titoli del Tesoro. Nello stesso periodo i differenziali mediani nei paesi dell'area dell'euro hanno segnato un ulteriore lieve incremento. Il calo dei differenziali dei titoli di Stato statunitensi dall'inizio del 2009 è stato associato agli effetti dell'annuncio e della promulgazione da parte del Presidente Obama di un pacchetto di stimolo su vasta scala che contemplava un sostegno di circa 150 miliardi di dollari statunitensi alle amministrazioni degli Stati, a copertura di una parte considerevole delle carenze di bilancio previste nei prossimi anni. Poiché ciò rappresenta un trasferimento di fondi dall'autorità federale alle amministrazioni statali, le recenti flessioni dei differenziali dei titoli di Stato statunitensi potrebbero in parte rispecchiare un trasferimento percepito del rischio di credito tra l'ente centrale e le amministrazioni statali nell'ambito della struttura federale degli Stati Uniti<sup>4</sup>.

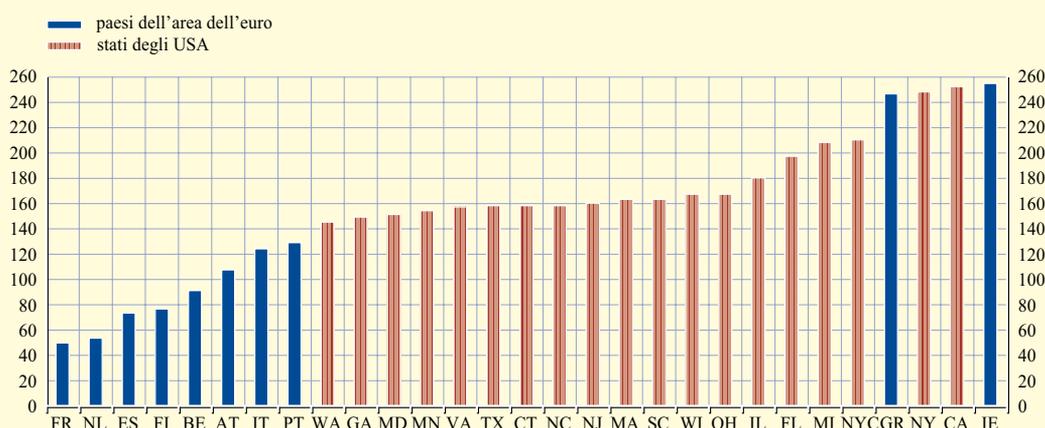
Se si considera la rilevazione puntuale di metà marzo (quando i differenziali delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro erano prossime al picco della crisi), si può osservare che, a fronte dei livelli di fine giugno 2007, i differenziali dei titoli di Stato statunitensi hanno subito in genere un impatto superiore rispetto ai differenziali dei titoli di Stato dell'area dell'euro (cfr. figura C), con le principali eccezioni di Grecia e Irlanda. I marcati incrementi hanno portato tutti i differenziali dei titoli di Stato statunitensi su livelli positivi. Nel complesso, i differenziali dei titoli di Stato statunitensi osservati durante le turbolenze sono stati di entità notevolmente superiore ai livelli registrati negli ultimi dieci anni. Gli aumenti maggiori sono stati osservati in aree particolarmente colpite dal rallentamento del mercato degli immobili residenziali (California e Florida), ma anche in aree con un'elevata concentrazione di comparti economici al centro dell'attuale recessione, come il settore automobilistico (Michigan) e i servizi finanziari (New York). Questi quattro Stati avevano saldi di bilancio inferiori alla media statunitense nell'esercizio finanziario 2008 e, secondo le proiezioni, avrebbero registrato un ulteriore peggioramento nell'esercizio 2009.

Infine, dalla fine di marzo sia i differenziali delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro sia quelli dei titoli di Stato statunitensi hanno evidenziato un marcato calo nel contesto di un generale miglioramento del clima di fiducia e di una diminuzione a livello mondiale dell'avversione al rischio. Queste flessioni si sono arrestate a metà maggio (nell'area dell'euro) e agli inizi di giugno (negli Stati Uniti), con i differenziali su entrambe le sponde dell'Atlantico ancora considerevolmente superiori ai livelli precedenti alla crisi.

4) Sebbene il miglioramento dei differenziali statunitensi siano iniziati poco prima (alla fine di dicembre 2008) della promulgazione effettiva del pacchetto di stimolo (avvenuta il 17 febbraio 2009), la discussione di quest'ultimo ha seguito un processo durato alcuni mesi. Già agli inizi di gennaio era sempre più chiaro che si sarebbe prestato aiuto federale alle amministrazioni locali e statali nel quadro dell'imminente pacchetto di interventi.

**Figura C Variazioni dei differenziali di rendimento fra il 29 giugno 2007 e il 13 marzo 2009: obbligazioni sovrane di alcuni paesi dell'area dell'euro e titoli emessi da alcuni stati degli USA**

(punti base)



Fonti: Datastream, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

In sintesi, nel corso della turbolenza finanziaria i differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro rispetto alla Germania si sono ampliati su livelli mai osservati dall'inizio dell'UEM. Andamenti analoghi sono stati osservati anche negli Stati Uniti, dove sono aumentati i differenziali fra i rendimenti sui titoli di Stato e quelli sui buoni del Tesoro. Le due serie di differenziali hanno mostrato uno stretto comovimento fino alla fine del 2008. Nel primo trimestre del 2009 i differenziali delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro sono saliti ulteriormente, mentre quelli dei titoli di Stato statunitensi sono diminuiti, a seguito probabilmente dell'annuncio di pacchetti di sostegno su vasta scala che avrebbero trasferito fondi dall'autorità federale alle amministrazioni di Stato. Dalla fine di marzo entrambi i gruppi di differenziali hanno registrato un netto calo nel contesto di un miglioramento del clima di fiducia e di una diminuzione dell'avversione al rischio. Gli attuali livelli dei differenziali, tuttavia, sono ancora notevolmente superiori a quelli precedenti alla crisi. Nel complesso, i differenziali dei titoli di Stato statunitensi sono aumentati in misura maggiore rispetto ai titoli corrispondenti dell'area dell'euro durante la turbolenza. Il presente riquadro ha anche evidenziato che, nel confrontare i differenziali delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro e dei titoli di Stato degli Stati Uniti, occorre tenere presente alcuni motivi di cautela. A causa di differenze nel calcolo dei differenziali e dei diversi trattamenti fiscali il raffronto tra le due sponde dell'Atlantico deve vertere sulla dinamica o sulle variazioni dei differenziali dei titoli, anziché sui valori assoluti.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

*In aprile la maggior parte dei tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti e depositi delle famiglie e delle società non finanziarie ha continuato a diminuire, proseguendo il calo iniziato nel novembre 2008 sulla scorta delle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE e delle conseguenti flessioni dei tassi del mercato monetario nonché dei rendimenti obbligazionari. Nello stesso mese i differenziali dei tassi di interesse a breve termine delle IFM rispetto ai tassi del mercato monetario si sono ristretti e potrebbero ridursi ulteriormente in ragione della progressiva trasmissione delle variazioni dei tassi di politica monetaria.*

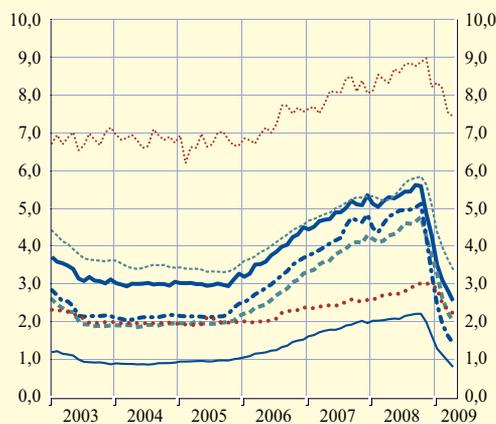
In aprile tutti i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui nuovi prestiti e depositi sono stati notevolmente inferiori rispetto al mese precedente, riflettendo la reazione in atto al netto calo dei tassi del mercato monetario iniziato nel novembre 2008 (cfr. figura 15). Tutti i tassi di interesse a breve termine sono diminuiti sostanzialmente in linea con l'ulteriore flessione in aprile dell'Euribor a tre mesi di 21 punti base rispetto a marzo. La contrazione è stata più contenuta per i tassi sui depositi a brevissimo termine delle famiglie e delle società non finanziarie, nonché sui prestiti alle famiglie per consumi, collocandosi fra i 12 e i 16 punti base. Al contrario, il calo dei tassi di interesse sui prestiti di importo elevato alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, rispettivamente di 29 e 27 punti base, è stato superiore a quello dell'Euribor a tre mesi. Di conseguenza, i differenziali tra i tassi di interesse a breve termine delle IFM e i tassi del mercato monetario a breve si sono lievemente assottigliati (cfr. figura 16).

In una prospettiva di più lungo termine, l'Euribor a tre mesi è sceso di 370 punti base tra ottobre 2008 e aprile 2009, a fronte di un calo di 246 punti base per i tassi di interesse applicati sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno e di 270 punti base per i tassi sui prestiti di importo elevato alle società non finanziarie a pari condizioni. Pertanto, considerando la consueta inerzia nell'adeguamento dei tassi bancari al dettaglio e l'elevato premio al rischio di credito riconducibile ai timori circa

**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)

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

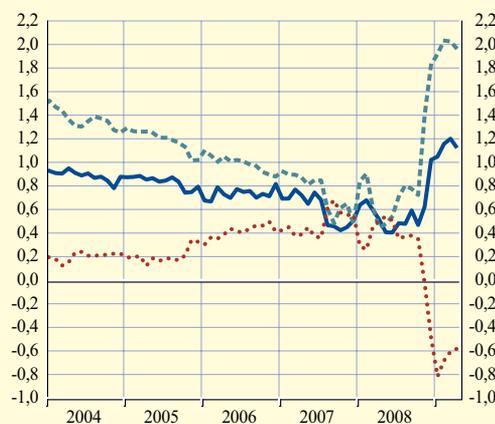


Fonte: BCE.

**Figura 16 Differenziali fra tassi di interesse a breve termine delle IFM e il tasso del mercato monetario a tre mesi**

(differenziali in punti percentuali; tassi sulle nuove operazioni)

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



Fonte: BCE.

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

le prospettive per la posizione di bilancio dei prenditori nonché all'incertezza sulla capacità di reddito e di servizio del debito, i più recenti andamenti tendono a confermare che le riduzioni dei tassi di riferimento si trasmettono ai tassi su prestiti e depositi al dettaglio in misura analoga al passato. Il riquadro 3 analizza i recenti andamenti dei tassi sui prestiti bancari e il meccanismo di trasmissione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

Quanto alle scadenze a più lungo termine, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie hanno continuato a diminuire in aprile (cfr. figura 17). In particolare, i tassi di interesse a lungo termine sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono scesi di circa 5 punti base e quelli sui depositi delle famiglie con durata prestabilita superiore a due anni si sono ridotti di 20 punti base rispetto a marzo. Mentre i tassi di interesse sui prestiti a lungo termine di importo modesto (inferiore a 1 milione) erogati dalle IFM alle società non finanziarie hanno evidenziato un calo di 12 punti base, quelli sui prestiti a lungo termine di importo elevato sono aumentati di 17 punti base nel periodo. Altrettanto vale per i tassi di interesse delle IFM sui depositi a lungo termine delle società non finanziarie, che sono aumentati sostanzialmente in pari misura. Fra marzo e aprile i rendimenti dei titoli di Stato a medio termine sono rimasti sostanzialmente invariati.

I lievi incrementi di alcuni tassi di interesse delle IFM in aprile vanno considerati in una prospettiva di più lungo periodo. Da metà 2007 all'aprile 2009 i tassi di interesse a lungo termine sui depositi e sui prestiti di importo elevato delle società non finanziarie sono scesi rispettivamente di 109 e 112 punti base. I tassi di interesse sui prestiti a lungo termine di modesta entità alle società non finanziarie, nonché sui prestiti a lungo termine alle famiglie, sono diminuiti solo di un valore compreso tra i 14 e i 40 punti base nel periodo. Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato a cinque e dieci anni sono calati rispettivamente di 158 e 57 punti base.

La redditività delle banche dell'area dell'euro dipende inoltre dai differenziali di tasso di interesse sui prestiti e depositi relativi sia alle nuove operazioni sia a quelle in essere. Entrambe queste misure hanno proseguito la tendenza al ribasso in aprile e sono rimasti considerevolmente al di sotto dei livelli osservati prima delle turbolenze finanziarie. Mentre le banche hanno così trasmesso sostanzialmente le riduzioni dei tassi di riferimento ai tassi sui prestiti al dettaglio nonostante la crisi finanziaria, l'accresciuta concorrenza nell'attrarre i depositi al dettaglio in sostituzione di fonti di finanziamento alternative ha contribuito a ridurre i margini tra prestiti e depositi nell'attività bancaria al dettaglio. Allo stesso tempo, dalle relazioni societarie emerge l'evidenza che numerose banche sono riuscite di recente a generare reddito in misura significativa da altre attività.

**Figura 17 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)

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



Fonte: BCE.

**CONFRONTO TRA I RECENTI ANDAMENTI DEI TASSI DI INTERESSE BANCARI  
NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI**

Il presente riquadro mette a confronto i recenti andamenti del costo dei prestiti delle banche nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. L'analisi verte sui livelli dei tassi di interesse bancari nonché sui relativi differenziali rispetto ai tassi di mercato, sia per le società non finanziarie sia per le famiglie<sup>1)</sup>. Al fine di consentire un efficace funzionamento della trasmissione della politica monetaria, è importante che le variazioni dei tassi di riferimento influenzino i tassi applicati dalle banche ai prestiti per le famiglie e le società. È questo il cosiddetto meccanismo di trasmissione dei tassi di interesse. Nel complesso, l'evidenza empirica suggerisce che le decisioni sui tassi di interesse adottate durante il recente episodio di turbolenze finanziarie si sono rispecchiate nei tassi di interesse bancari applicati alle società non finanziarie sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti e, ancorché in misura minore, in quelli applicati alle famiglie. Una trasmissione più contenuta al settore delle famiglie, infatti, è stata generalmente una caratteristica comune dell'economia.

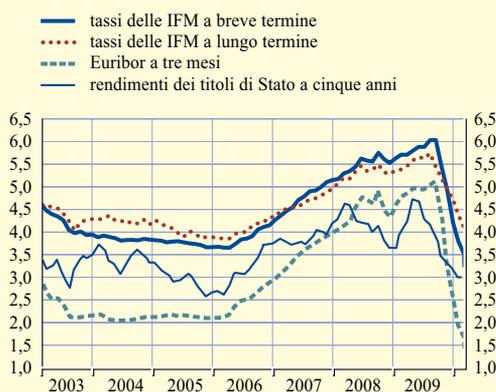
Tutte le figure sottostanti riportano le variazioni dei tassi di interesse bancari e dei tassi di interesse di mercato. Gli andamenti dei tassi sui prestiti bancari a breve termine risentono in genere delle variazioni dell'Euribor a tre mesi nel caso dell'area dell'euro e del Libor a tre mesi in quello degli Stati Uniti, mentre i tassi sui prestiti bancari a lungo termine riflettono di norma le variazioni dei rendimenti sui titoli di Stato. Dal giugno 2007 i tassi di interesse di mercato hanno evidenziato in parte profili diversi in queste aree economiche. Fra giugno 2007 e aprile 2009 (il mese più recente per il quale sono disponibili dati sui tassi di interesse bancari) i tassi a breve termine del mercato monetario nell'area dell'euro riflessi dall'Euribor a tre mesi sono diminuiti di circa 270 punti base, mentre i rendimenti sui titoli di Stato a cinque anni sono scesi di 160 punti base circa. Le flessioni osservate a partire dall'ottobre 2008, tuttavia, rappresentano la maggior parte del decremento complessivo. Negli Stati Uniti il Libor a tre mesi e il rendimento sui titoli di Stato a due anni sono diminuiti dal giugno 2007 approssimativamente di 400 punti base (a fronte di una riduzione di 500 punti base del tasso sui *federal funds*).

Quanto alle componenti del costo del finanziamento bancario in termini nominali nell'area dell'euro, i tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM sui prestiti alle società non finanziarie a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono diminuiti di circa 210 punti base fra giugno 2007 e aprile 2009 (cfr. figura A). Nello stesso periodo la riduzione dei tassi di interesse a lungo termine applicati dalla IFM ai prestiti alle società non finanziarie con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni è stata più contenuta, pari a 105 punti base. Va notato, tuttavia, che questa flessione è stata registrata in gran parte dopo l'ottobre 2008, quando i tassi di interesse bancari nell'area dell'euro hanno toccato il livello più alto dal gennaio 2003. Pertanto, i tassi di interesse sui prestiti sono diminuiti pressoché parallelamente ai tassi di interesse di riferimento della BCE.

1) Nell'interpretare le differenze dei tassi di interesse bancari fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti, è importante tenere presente che la comparazione fra tali dati è limitata non solo per le differenze della metodologia statistica utilizzata (come campionamento, definizioni e copertura dei dati), ma anche per le pronunciate differenze nell'approccio al finanziamento delle società non finanziarie e delle famiglie tra le due sponde dell'Atlantico. L'area dell'euro ha un sistema finanziario ampiamente basato sul settore bancario, con prestiti al settore privato pari al 145 per cento del PIL nel 2007, mentre negli Stati Uniti i prestiti bancari al settore privato nello stesso anno sono ammontati al 63 per cento del PIL.

**Figura A Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie nell'area dell'euro e tassi di interesse di mercato**

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

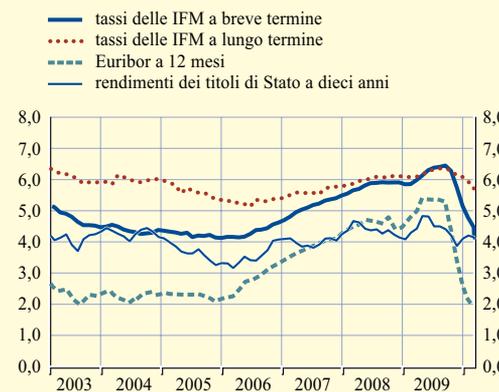


Fonti: BCE e Reuters.

Nota: il rendimento dei titoli di Stato a cinque anni è il più appropriato per i tassi sui prestiti a lungo termine dell'area dell'euro.

**Figura B Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle famiglie nell'area dell'euro e tassi di interesse di mercato**

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



Fonti: BCE e Reuters.

Anche la maggior parte dei tassi di interesse bancari sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e per il credito al consumo è diminuita, ancorché in misura inferiore rispetto ai tassi sui prestiti alle società non finanziarie. I tassi di interesse a breve termine delle IFM sui prestiti alle famiglie a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono scesi di quasi 150 punti base fra giugno 2007 e aprile 2009 (cfr. Figura B). Nello stesso periodo i tassi di interesse a lungo termine sui prestiti delle IFM alle famiglie con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni sono scesi solo in misura marginale di 15 punti base.

Negli Stati Uniti, i tassi medi sui prestiti bancari sono diminuiti a partire da quando il Federal Open Market Committee ha iniziato a ridurre il tasso di politica monetaria nel settembre 2007. Dalla metà del 2007 i tassi di interesse sui prestiti commerciali e industriali sono calati di oltre 460 punti base per i prestiti a breve termine<sup>2)</sup> e 420 punti base per i prestiti a lungo termine, per collocarsi rispettivamente attorno al 2 e al 3,6 per cento nel primo trimestre del 2009 (cfr. figura C).

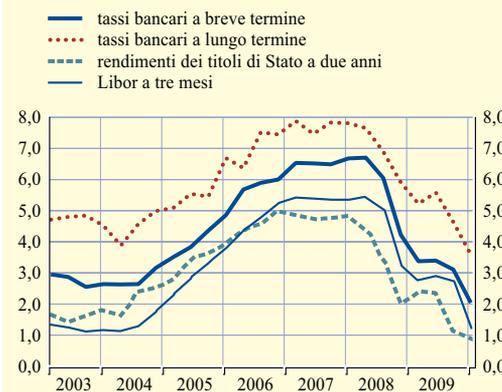
Quanto ai tassi sui mutui ipotecari negli Stati Uniti, mentre il tasso fisso sui mutui ipotecari tradizionali a lungo termine è diminuito in misura sostanziale, i tassi di interesse su mutui "jumbo" (prestiti di importo superiore che non possono usufruire delle garanzie di Fannie Mae o Freddie Mac) sono rimasti su livelli più elevati in quanto gli investitori si sono allontanati da questo segmento del mercato ipotecario dall'inizio delle turbolenze finanziarie (cfr. figura D). Solo di recente si sono osservate alcune flessioni dei tassi sui mutui "jumbo".

I recenti andamenti dei tassi sui prestiti bancari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti e i relativi differenziali rispetto ai tassi di mercato forniscono informazioni utili sul funzionamento del mec-

2) I tassi di interesse a breve termine corrispondono al tasso medio ponderato delle seguenti categorie: giornaliero, da 2 a 30 giorni, da 31 a 365 giorni.

**Figura C Tassi di interesse sui prestiti commerciali e industriali negli Stati Uniti e tassi di interesse di mercato**

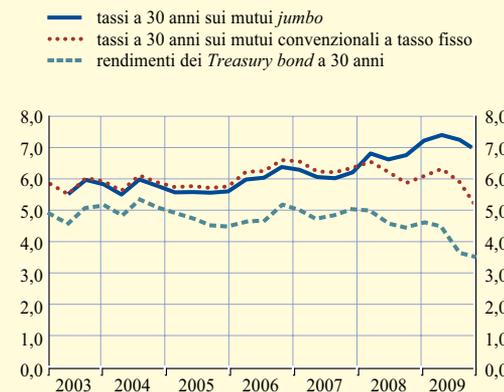
(valori percentuali in ragione d'anno; dati trimestrali)



Fonti: *Federal Reserve Survey of Terms of Business Lending*, Haver Analytics e Reuters.  
 Note: tassi di interesse sui prestiti commerciali e industriali praticati dalle banche. Per gli Stati Uniti il rendimento dei titoli di Stato a due anni e quello che si adatta meglio alla durata dei prestiti.

**Figura D Tassi sui mutui negli Stati Uniti e tassi di interesse di mercato**

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



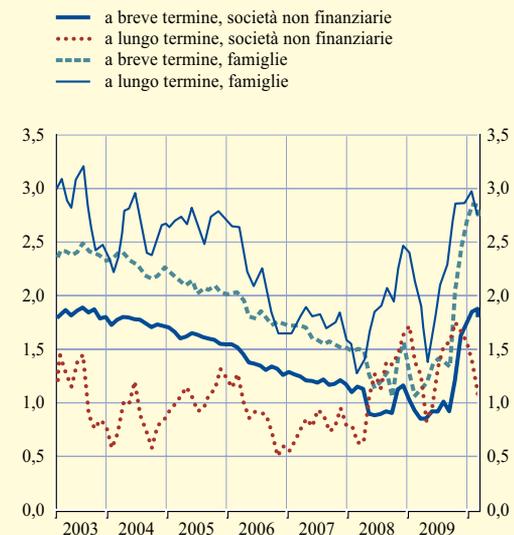
Fonti: *Primary Mortgage Market Survey*, Bankrate.com e Bloomberg.

canismo di trasmissione dei tassi di interesse in un contesto di bassi tassi di interesse. L'evidenza per entrambe le aree economiche mostra una trasmissione lievemente più contenuta per i tassi di interesse sui prestiti alle famiglie rispetto a quelli sui prestiti alle società non finanziarie. Ad esempio, nell'area dell'euro i differenziali dei tassi di interesse a breve termine per le società non finanziarie sono aumentati di circa 65 punti base dal giugno 2007, mentre per le famiglie i differenziali dei tassi a breve e a lungo termine sono saliti rispettivamente di 125 e 140 punti base (cfr. figura E).

Negli Stati Uniti, i differenziali fra i prestiti commerciali e industriali a breve termine e il Libor a tre mesi si sono ridotti di 50 punti base dal giugno 2007. I differenziali dei tassi di interesse a lungo termine per le società non finanziarie si sono ridotti in misura lievemente inferiore, di 30 punti base, rispetto ai rendimenti sui titoli di Stato a due anni (cfr. figura F). Per quanto concerne i mutui ipotecari, si è osservato un calo del tasso fisso sui mutui tradizionali solo dopo l'annuncio dell'acquisto da parte della Federal Reserve di strumenti connessi a mutui ipotecari nel novembre 2008, mentre la trasmissione ai tassi di interesse sui mutui è stata molto limitata nelle fasi iniziali della riduzione del tasso

**Figura E Differenziali di tasso di interesse nell'area dell'euro**

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



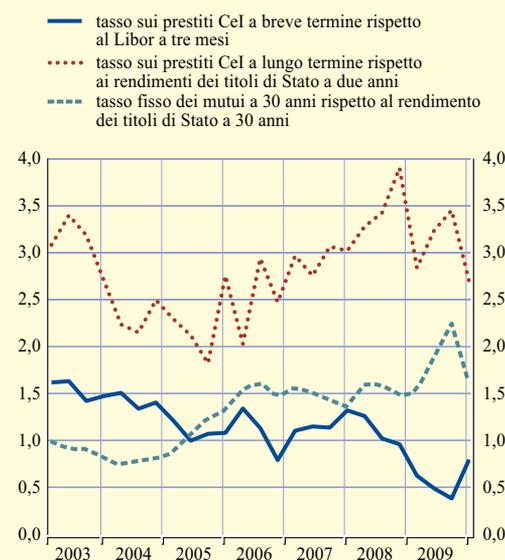
Fonti: BCE e Reuters.  
 Note: i differenziali di interesse a breve termine sono calcolati come differenza fra i tassi bancari sui prestiti e l'Euribor a tre mesi. I differenziali di interesse a lungo termine sono calcolati utilizzando i rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni.

di riferimento (dal settembre 2007 al novembre 2008). In un sistema finanziario basato sul mercato, come quello degli Stati Uniti, il crollo dell'attività di cartolarizzazione ha gravato ulteriormente sulla trasmissione dei tassi di interesse riducendo la disponibilità e aumentando il costo del finanziamento per le istituzioni erogatrici. Il grado di trasmissione dei tassi sui mutui ha risentito anche degli andamenti relativi alle agenzie di emanazione governativa, che svolgono un ruolo essenziale nel mercato secondario dei mutui statunitense.

Nel complesso, sembra che la trasmissione delle variazioni del tasso di politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari abbia continuato a funzionare durante le turbolenze finanziarie, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Le vulnerabilità del settore bancario, aggravate dalle acute tensioni nel mercato monetario e in quello interbancario, hanno indotto un ampliamento dei differenziali fra i tassi sui prestiti bancari e i tassi di mercato. Nell'area dell'euro la maggior parte dei differenziali, aumentati in misura più accentuata per i tassi sui prestiti bancari alle famiglie, è ridiscesa ai livelli osservati nel 2004. Un rafforzamento dei bilanci delle banche e un adeguato funzionamento dei mercati monetari sono condizioni indispensabili per un'efficace trasmissione dell'orientamento di politica monetaria ai costi di finanziamento delle famiglie e delle società.

**Figura F Differenziali di tasso di interesse dei mutui e dei prestiti commerciali e industriali negli Stati Uniti**

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



Fonti: *Primary Mortgage Market Survey*, Federal Reserve e Bloomberg.  
Nota: Cel sta per commerciali e industriali.

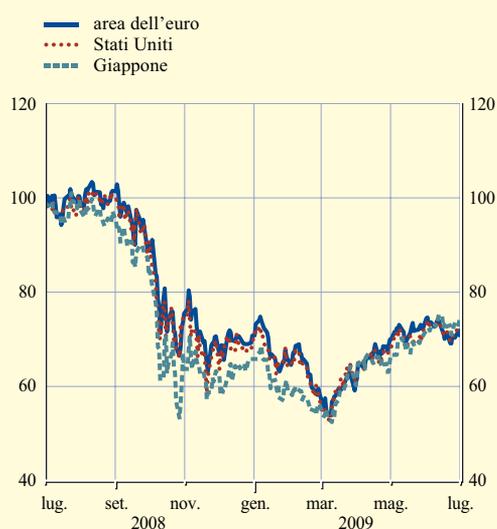
## 2.6 MERCATI AZIONARI

*In giugno i corsi azionari mondiali hanno registrato marcate oscillazioni. Le condizioni di mercato nella seconda metà del mese hanno risentito della pubblicazione di alcuni dati economici contrastanti e in parte peggiori delle attese e, in relazione a ciò, di un rinnovato raffreddamento del clima di fiducia dei mercati. Al 1° luglio le quotazioni azionarie sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti sono rimaste nel complesso sostanzialmente invariate rispetto a fine maggio. La volatilità implicita dei mercati azionari si è ulteriormente stabilizzata.*

Fra la fine di maggio e il 1° luglio i corsi azionari dell'area dell'euro, misurati dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, si sono collocati su livelli prossimi a quelli osservati alla fine di maggio (cfr. figura 18). Nello stesso periodo anche le quotazioni azionarie negli Stati Uniti, misurate dall'indice Standard and Poor's 500, sono rimaste sostanzialmente invariate. I prezzi azionari in Giappone, misurati dall'indice Nikkei 225, sono aumentati del 4 per cento circa. Il periodo in esame è stato tuttavia caratterizzato da marcate oscillazioni. La pubblicazione di dati economici contrastanti e in parte peggiori delle attese avrebbe indotto alcune ricomposizioni di portafoglio da parte degli investitori verso attività meno rischiose soprattutto nella seconda metà di giugno. Nondimeno, nell'area dell'euro e negli Stati Uniti la volatilità di breve periodo implicita nei mercati azionari, un indica-

**Figura 18 Indici dei corsi azionari**

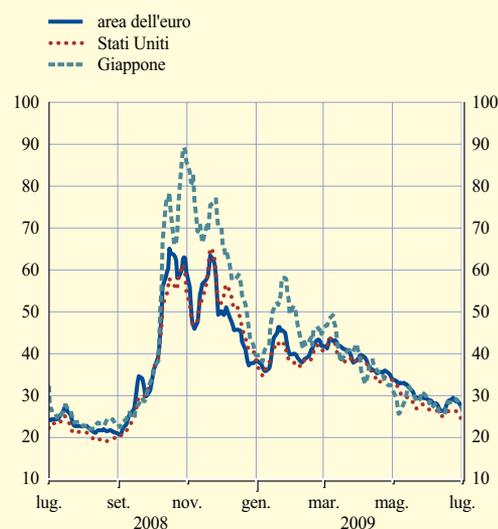
(indice: 1° luglio 2008 = 100; dati giornalieri)



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 19 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.

tore dell'incertezza dei mercati, è scesa a livelli che non si osservavano sin dall'intensificarsi della crisi finanziaria a metà settembre 2008 (cfr. figura 19). Inoltre, la volatilità implicita di più lungo periodo per le azioni comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx su un orizzonte di uno e due anni è rimasta sostanzialmente stabile, registrando valori nettamente inferiori ai precedenti massimi di fine 2008 e inizi 2009.

Gli incrementi iniziali dei corsi azionari all'inizio del periodo in esame avrebbero rispecchiato l'atteggiamento del mercato generalmente più positivo nei confronti delle attività rischiose osservato dal marzo 2009 e un ulteriore miglioramento di alcuni dati delle indagini economiche che avevano favorito la ripresa dei prezzi delle azioni nei mesi precedenti. Nella seconda metà di giugno, però, i corsi azionari dei mercati mondiali sono, nel complesso, leggermente calati verosimilmente per effetto della pubblicazione di alcuni dati economici contrastanti e in parte peggiori delle attese che hanno influito sulle prospettive mondiali. Il calo delle quotazioni azionarie potrebbe essere stato percepito dagli operatori di mercato anche come una correzione del precedente notevole recupero dei mercati azionari, esercitando un effetto frenante sul precedente aumento di fiducia degli investitori. Il clima di fiducia dei mercati ha risentito altresì del declassamento di varie banche statunitensi da parte dell'agenzia di rating Standard & Poor's. In relazione a ciò, le quotazioni azionarie sono nel complesso diminuite per il settore finanziario, di circa il 2 per cento negli Stati Uniti e dell'1 per cento circa nell'area dell'euro durante il periodo in esame.

Gli utili sia effettivi sia attesi per le società quotate dell'area dell'euro sono rimasti su livelli modesti in giugno. La crescita degli utili effettivi per azione per le società che rientrano nell'indice Dow

Jones Euro Stoxx è ulteriormente diminuita al -35,9 per cento, dal -33,4 di maggio. L'andamento degli utili continua a presentare differenze fra i settori. In giugno il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli utili per azione del settore non finanziario è ulteriormente sceso al -27,2 per cento circa, mentre quello delle società quotate del comparto finanziario è calato a quasi il -61 per cento. Quanto alle prospettive di utile, le previsioni indicano che l'incremento complessivo degli utili per azione su un orizzonte di dodici mesi, nonostante un miglioramento, rimanga negativo al -1,2 per cento, contro il -3 per cento di maggio.

## 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe calata in giugno a -0,1 per cento, dallo 0,0 in maggio. L'ulteriore calo dell'inflazione riflette principalmente effetti base derivanti dalle brusche variazioni dei prezzi delle materie prime a livello mondiale negli ultimi 12 mesi.

A causa di questi effetti base, l'inflazione dovrebbe rimanere temporaneamente negativa nei prossimi mesi, per poi tornare nuovamente positiva. Su orizzonti più lunghi, ci si attende che l'inflazione rimanga in positivo, mentre i prezzi e i costi dovrebbero mantenere un andamento contenuto, a seguito del perdurante ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini. I rischi per le prospettive di inflazione sono sostanzialmente bilanciati.

### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, fra maggio e giugno l'inflazione misurata sullo IAPC sarebbe scesa dallo 0,0 a -0,1 per cento, il suo primo valore negativo dall'inizio della UEM (cfr. tavola 4). Sebbene non siano ancora stati diffusi i dati disaggregati di tale stima, era atteso un calo dell'inflazione a seguito di un consistente effetto base al ribasso nella componente dei beni energetici connesso all'aumento delle quotazioni del greggio nel giugno 2008.

La scomposizione dei dati di maggio indica che il calo dell'inflazione rispetto al mese precedente (0,6 punti percentuali) rispecchia una flessione del tasso di crescita sui dodici mesi di gran parte delle componenti dell'indice, in particolare dei beni energetici e dei servizi. In maggio la dinamica dei prezzi della componente energetica è scesa a -11,6 per cento a causa di un effetto base al ribasso. Tuttavia, rispetto al mese precedente i prezzi dei beni energetici sono aumentati dello 0,4 per cento, soprattutto per i rincari dei trasporti e dei carburanti liquidi, in linea con il rialzo delle quotazioni petrolifere in maggio. Per contro, i prezzi al consumo di elettricità e gas hanno continuato a diminuire sul mese precedente a maggio, in seguito all'effetto ritardato delle passate flessioni dei corsi petroliferi.

Tavola 4 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2009 gen.	2009 feb.	2009 mar.	2009 apr.	2009 mag.	2009 giu.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,1	3,3	1,1	1,2	0,6	0,6	0,0	-0,1
Beni energetici	2,6	10,3	-5,3	-4,9	-8,1	-8,8	-11,6	.
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	2,6	3,3	2,4	1,6	0,7	.
Alimentari trasformati	2,8	6,1	2,7	2,0	1,6	1,2	1,0	.
Beni industriali non energetici	1,0	0,8	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	.
Servizi	2,5	2,6	2,4	2,4	1,9	2,5	2,1	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,7	5,9	-0,6	-1,6	-2,9	-4,6	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,8	65,9	34,3	34,6	36,5	39,0	42,8	49,5
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,2	4,4	-20,7	-24,5	-24,9	-19,5	-18,7	.

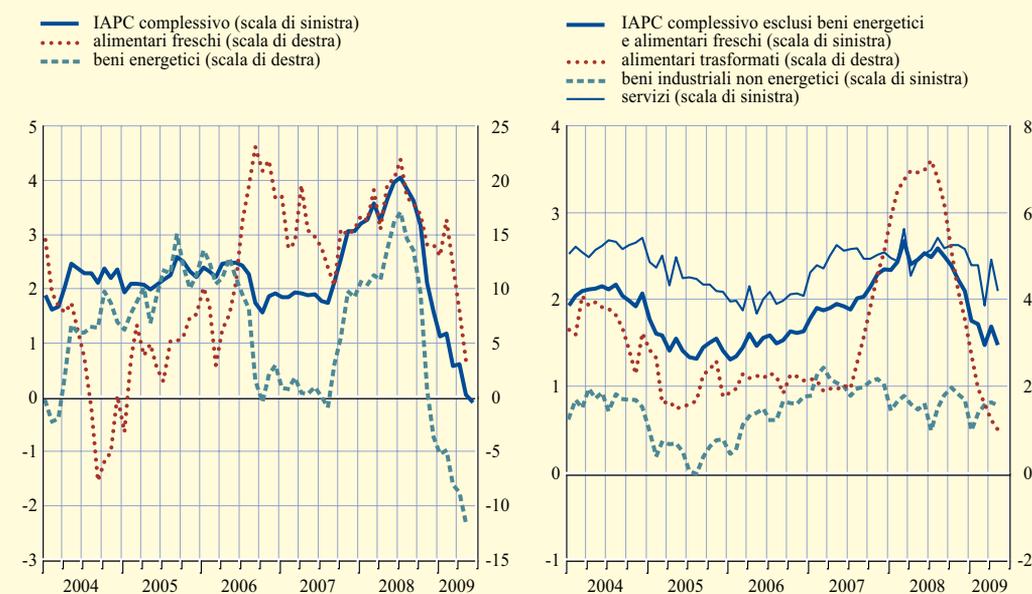
Fonti: Eurostat, HWI ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

Nota: i dati sui prezzi alla produzione nell'industria si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

1) Il dato sullo IAPC di giugno 2009 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 20 Dinamica delle principali componenti dello IACP

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Fra aprile e maggio la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è scesa dall'1,6 allo 0,7 per cento. Tutte le voci componenti l'indice hanno contribuito a questo calo, in particolare i prezzi degli ortaggi, che nei primi mesi del 2009 avevano segnato un forte incremento dovuto alle avverse condizioni meteorologiche. Fra aprile e maggio la variazione tendenziale dei prezzi degli alimentari trasformati è diminuita dall'1,2 all'1,0 per cento, con segni di rallentamento in tutte le componenti, in particolare quelle (come cereali, prodotti caseari, oli e i grassi) che nell'estate scorsa erano state più esposte all'accelerazione dei prezzi delle materie prime. In maggio la dinamica di breve periodo di tale componente non ha mostrato variazioni significative.

Al netto delle voci alimentari ed energetiche, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IACP, l'inflazione è scesa in maggio all'1,5 per cento a seguito del calo dell'inflazione nei servizi, che nello stesso mese è diminuita di 0,4 punti percentuali, al 2,1 per cento. La determinante principale di tale flessione è rinvenibile negli effetti di calendario connessi alla cadenza delle festività pasquali nel 2009. Tali effetti hanno determinato un calo significativo della dinamica dei prezzi delle voci connesse alle vacanze (vacanze organizzate, servizi alberghieri e trasporto aereo). Inoltre, al calo dell'inflazione nei servizi ha contribuito anche un lieve rallentamento dei prezzi di ristoranti e mense. La dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici si è collocata allo 0,8 per cento per il terzo mese consecutivo. I tassi di variazione di gran parte delle voci in questa categoria sono rimasti sostanzialmente stabili in maggio. Nello stesso mese i prezzi delle autovetture hanno continuato a calare, ma a un ritmo inferiore rispetto al mese precedente. Nel complesso, gli andamenti dei prezzi dei beni industriali non energetici non avrebbero ancora risentito in maniera significativa del calo dell'attività economica e della generale debolezza della domanda. Va notato tuttavia che la misura dei prezzi potrebbe non tenere conto per intero dei ribassi e delle offerte speciali, che potrebbero avere particolare rilevanza per la componente dello IACP relativa ai prezzi delle autovetture.

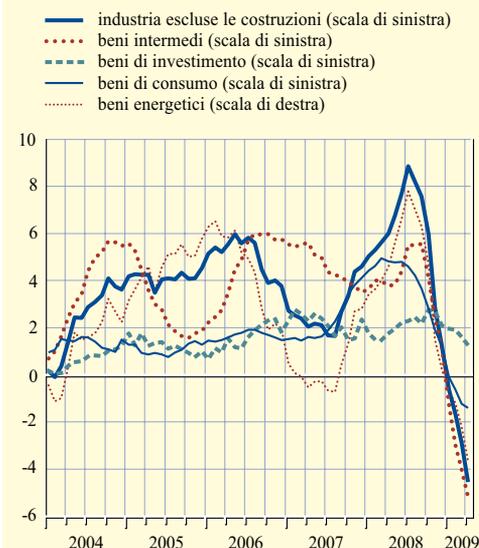
### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Negli ultimi mesi le spinte inflazionistiche lungo la filiera produttiva si sono ulteriormente attenuate. La dinamica dell'inflazione alla produzione nell'industria, diventata negativa all'inizio dell'anno, si è collocata a -4,6 per cento in aprile. Nello stesso mese la variazione tendenziale della componente energetica è diminuita a -11,1 per cento, da -6,6 in marzo, a seguito di un consistente calo sul mese precedente e di un effetto base al ribasso. Al netto dei beni energetici (e delle costruzioni), la variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione è calata al -2,4 per cento in aprile. Tale flessione, determinata dai minori costi degli input e dalla contrazione della domanda, ha rispecchiato gli andamenti di tutte le componenti, ma in particolare, dei prezzi dei beni intermedi, la cui dinamica è scesa da -4,0 per cento in marzo a -5,2 in aprile. Sempre in aprile sono diminuiti anche i tassi di variazione dei prezzi dei beni di investimento e dei beni di consumo, rispettivamente all'1,2 e a -1,4 per cento (cfr. figura 21).

I dati recenti desunti dalle indagini sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese indicano, tuttavia, che la fase di allentamento delle pressioni sui prezzi lungo la filiera produttiva procede a un ritmo più debole (cfr. figura 22). Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), i dati di giugno mostrano che tutti gli indici relativi ai prezzi sono aumentati. Nel settore manifatturiero l'indice dei prezzi degli input è aumentato sensibilmente, con tutta probabilità a causa dei recenti incrementi sul mese precedente delle quotazioni delle materie prime, mentre l'indice dei prezzi applicati alla clientela ha toccato il livello massimo dal gennaio 2009. Nel settore dei servizi l'indice dei prezzi degli input è salito per la prima volta dal giugno 2008, suggerendo che anche il tasso di riduzione di questi prezzi avrebbe cominciato a stabilizzarsi, mentre l'indice dei prezzi applicati alla clientela ha segnato un nuovo lieve incremento. Nonostante tali aumenti, il PMI segnala ancora un calo dei prezzi, sebbene a un tasso inferiore, rispetto al mese precedente.

**Figura 21** Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

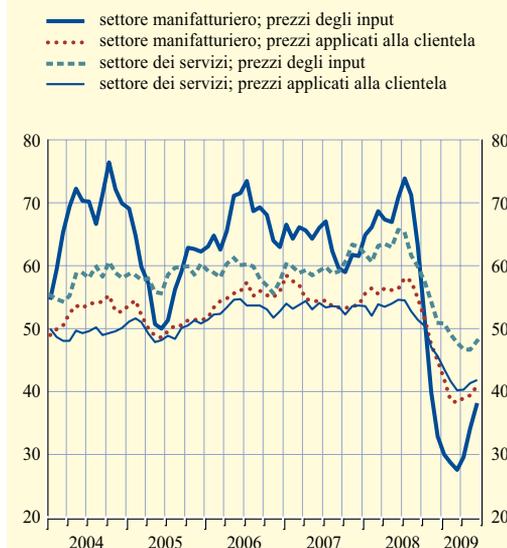
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

**Figura 22** Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



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

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

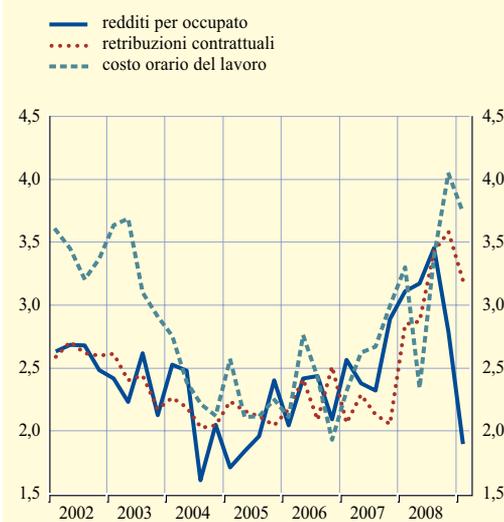
La dinamica delle retribuzioni contrattuali è scesa al 3,2 per cento nel primo trimestre del 2009, dal 3,6 del precedente. Pertanto, la crescita salariale è rimasta elevata sulla scia dei bruschi aumenti registrati nel 2008. La tenuta di questo indicatore nel quarto trimestre del 2008 e nel primo del 2009 sarebbe attribuibile in larga misura alla durata dei contratti collettivi (circa due anni) nell'area dell'euro. In effetti, numerosi contratti di lavoro sono stati conclusi prima che cominciasse a diminuire l'inflazione misurata sullo IAPC e a contrarsi l'attività economica nell'area. In base ai dati disponibili, tuttavia, le retribuzioni contrattuali avrebbero ulteriormente rallentato all'inizio del secondo trimestre (cfr. figura 23 e tavola 5).

Fra il quarto trimestre del 2008 e il primo del 2009 la dinamica dei redditi per occupato è scesa dal 2,8 all'1,9 per cento. Questa brusca decelerazione è stata determinata principalmente dai forti rallentamenti in Germania, Italia, Belgio e nei Paesi Bassi, contestualmente con l'adozione in tali paesi di programmi di lavoro a breve termine, cui si fa ampio ricorso per ridurre il numero di ore lavorate per addetto. Pertanto, questa forte decelerazione è soprattutto un fenomeno del calo dei redditi complessivi causato dalla diminuzione delle ore lavorate per addetto.

Nel primo trimestre di quest'anno la dinamica tendenziale del costo orario del lavoro nell'area dell'euro è scesa lievemente attestandosi al 3,7 per cento, dal 4,0 nel quarto trimestre del 2008. Il marcato incremento del costo orario del lavoro è dovuto soprattutto agli effetti di varie misure adottate per ridurre le ore lavorate per addetto, soprattutto in Germania, in quanto alla diminuzione delle ore lavorate spesso corrisponde un decremento meno che proporzionale della remunerazione del lavoro (cfr. il riquadro *Correzioni del mercato del lavoro durante l'attuale contrazione dell'attività economica*, nel numero di giugno 2009 di questo Bollettino). Poiché l'industria ha risentito in modo particolare di tali misure, il costo orario del lavoro è

Figura 23 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro

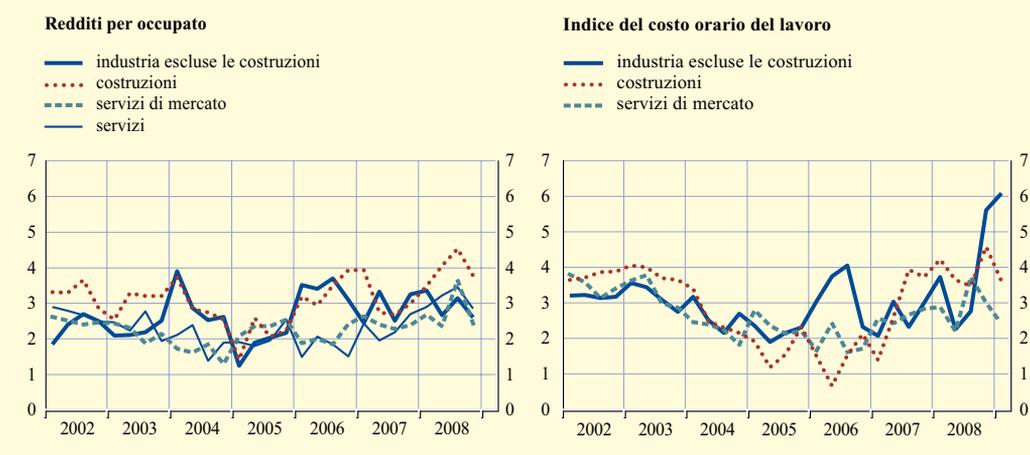
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,1	3,2	2,8	2,9	3,4	3,6	3,2
Costo orario complessivo del lavoro	2,7	3,3	3,3	2,3	3,4	4,0	3,7
Redditi per occupato	2,5	3,1	3,1	3,2	3,5	2,8	1,9
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,9	-0,1	0,6	0,3	-0,1	-1,6	-3,6
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,6	3,2	2,5	2,9	3,5	4,5	5,7

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 24 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

aumentato maggiormente in tale settore, al 6,1 per cento, rispetto al 3,6 nelle costruzioni e al 2,4 nei servizi (cfr. figura 24).

La crescita della produttività del lavoro è calata su base annuale da -1,6 per cento nell'ultimo trimestre del 2008 a -3,6 nel primo del 2009, in quanto l'occupazione è diminuita meno del PIL. Il calo più pronunciato della produttività ha determinato a sua volta una forte accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, dal 4,5 per cento nel quarto trimestre del 2008 al 5,7 nel primo del 2009, toccando un nuovo livello massimo dall'inizio dell'UEM.

### 3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nel breve termine le prospettive per l'inflazione continueranno a essere caratterizzate da effetti base connessi agli andamenti dei prezzi dei beni energetici nel 2008. Pertanto, l'inflazione dovrebbe scendere ulteriormente nei prossimi mesi prima di tornare positiva. Su orizzonti più lunghi, l'inflazione dovrebbe rimanere positiva, mentre i prezzi e costi manterrebbero un andamento contenuto a seguito del ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini. Gli indicatori delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. I rischi per queste prospettive sono sostanzialmente bilanciati. Tali rischi sono connessi in particolare alle prospettive per l'attività economica e alle quotazioni delle materie prime superiori alle aspettative. Inoltre, gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati potrebbero essere più vigorosi di quanto attualmente previsto perché nei prossimi anni sarà necessario introdurre misure di risanamento nel quadro delle politiche di bilancio.

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

Il ritmo dell'attività economica nell'area dell'euro ha continuato a ridursi nel corso del primo trimestre del 2009, contestualmente al progressivo deterioramento dell'economia mondiale. Nella parte restante dell'anno l'attività dovrebbe rimanere debole, pur mostrando un calo inferiore rispetto a quello osservato nel primo trimestre. Guardando al prossimo anno, dopo una fase di stabilizzazione, ci si attende una graduale ripresa con tassi di crescita trimestrali di segno positivo a metà del 2010. Le significative azioni di stimolo adottate in tutte le principali aree economiche dovrebbero sostenere la crescita sia nell'area dell'euro che a livello mondiale. I rischi per queste prospettive sono bilanciati.

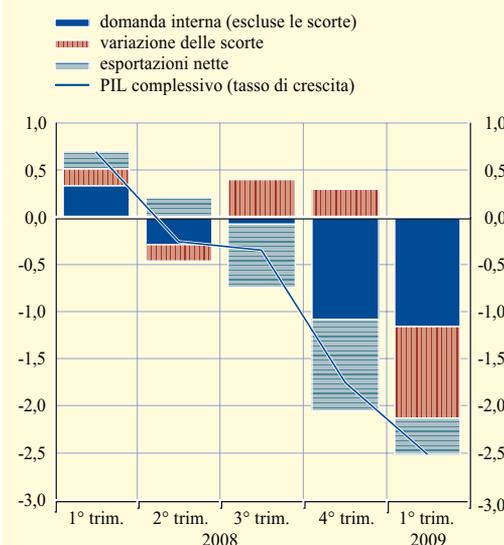
### 4.1 I COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Il ritmo di crescita dell'attività nell'area dell'euro è diminuito notevolmente all'inizio del 2009, a seguito della protratta contrazione della domanda sia interna che mondiale. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat il PIL in termini reali nell'area è sceso del 2,5 per cento (sul periodo precedente) nel primo trimestre del 2009, dopo una flessione dell'1,8 per cento nell'ultimo trimestre del 2008 (cfr. figura 25). La prolungata contrazione ha probabilmente ridotto il livello del prodotto potenziale e pregiudicato il potenziale di crescita economica dell'area negli anni a venire (cfr. il riquadro 4). In prospettiva, la crescita nell'area seguirà molto probabilmente a ridursi per tutto il 2009, ma il ritmo della contrazione dovrebbe diminuire progressivamente. Dopo una fase di stabilizzazione, la crescita dovrebbe mostrare una graduale ripresa nel 2010.

Nel primo trimestre del 2009 il deterioramento della domanda ha riguardato tutte le sue componenti. La domanda estera ha evidenziato una rapida contrazione, di riflesso al crollo del commercio internazionale. Anche la domanda interna si è indebolita, alla presenza di una contrazione degli investimenti e di un calo dei consumi. Inoltre, le scorte hanno fornito un contributo negativo alla crescita.

**Figura 25 Crescita del PIL in termini reali e contributi**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

#### Riquadro 4

#### STIME DEL PRODOTTO POTENZIALE PER L'AREA DELL'EURO

La crescita del prodotto potenziale rispecchia il tasso di crescita conseguibile utilizzando i fattori produttivi disponibili senza generare pressioni inflazionistiche. L'*output gap*, definito come la differenza, in percentuale, fra il livello effettivo e il livello potenziale del prodotto, misura il grado di utilizzo dei fattori produttivi in un'economia e può essere considerato un indicatore dello stato del ciclo economico e delle pressioni inflazionistiche. Le stime del prodotto potenziale sono impiegate altresì per ricavare indicatori addizionali, come il saldo del bilancio pubblico

corretto per il ciclo economico, al fine di valutare la stance della politica fiscale.

### Incertezza nella misurazione del prodotto potenziale

Vi sono diversi approcci per stimare il prodotto potenziale<sup>1)</sup>. Molti di questi sono basati sul concetto di funzione di produzione macroeconomica che permette di scomporre la crescita del prodotto potenziale nei contributi dei fattori produttivi aggregati, lavoro e capitale, e dell'elemento residuo della produttività totale dei fattori.

Le stime della crescita del prodotto potenziale possono cambiare anche significativamente di anno in anno, rispecchiando, ad esempio, le variazioni nel tasso di accumulazione del capitale nel tempo. Esse dovrebbero pertanto essere distinte dal tasso di crescita di lungo periodo che per l'area dell'euro è stato stimato tradizionalmente intorno al 2-2,5 per cento<sup>2)</sup>.

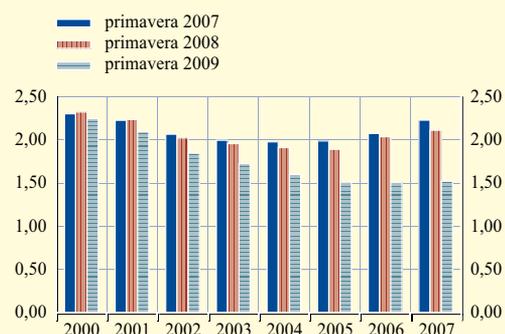
Dato che il prodotto potenziale non è osservabile, esso può essere soltanto stimato con incertezza<sup>3)</sup>. Di conseguenza, le misure del prodotto potenziale e del suo tasso di crescita possono subire forti revisioni *ex post*. Ciò è mostrato nella figura A che presenta i tassi di crescita annui del prodotto potenziale nell'area dell'euro nel periodo 2000-07, secondo le stime della Commissione europea pubblicate nelle primavere del 2007, 2008 e 2009. Nella previsione del 2007, le stime disponibili erano ancora nell'intervallo del 2-2,5 per cento, mentre in quella più recente della primavera 2009 esse sono state riviste significativamente al ribasso persino per anni lontani<sup>4)</sup>. Pertanto, se il tasso medio di crescita del prodotto potenziale per gli anni 2000-2007 era stato stimato al 2,1 per cento nelle previsioni precedenti, tale dato è diminuito all'1,7 per cento in quelle della primavera del 2009.

### Stime attuali della crescita del prodotto potenziale e dell'*output gap*

La tavola mostra le stime più recenti per la crescita potenziale formulate dalle principali istituzioni internazionali. Nella fase attuale, i tassi annui della crescita del prodotto potenziale sono ritenuti persino inferiori a quelli degli anni recenti e in calo al di sotto dell'1 per cento per il periodo 2009-2010. Ciò è in linea con le ipotesi secondo cui l'indebolimento dell'attività di investimento determina minori contributi dello stock di capitale alla crescita del prodotto potenziale. Inoltre, si stima che il contributo del fattore produttivo lavoro sarà minore nell'arco dello stesso periodo, fra l'altro, a causa di un tasso di disoccupazione di lungo periodo più elevato e di un tasso di partecipazione minore.

**Figura A Misure dei tassi di crescita del prodotto potenziale dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Commissione europea.

- 1) Per una sintesi dei diversi approcci impiegati per stimare il prodotto potenziale, cfr. l'articolo *Crescita del prodotto potenziale e output gap: concetto, utilizzi e stime*, nel numero di ottobre 2000 di questo Bollettino.
- 2) Cfr. Banca Centrale Europea (2004), *La politica monetaria della BCE*, Francoforte sul Meno, BCE e riquadro 5 *Evoluzione della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro*, nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino.
- 3) Per una discussione più approfondita dell'incertezza nelle misure del prodotto potenziale e dell'*output gap*, cfr. il riquadro *La scarsa affidabilità delle stime in tempo reale dell'output gap*, nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.
- 4) L'approccio della funzione di produzione per il calcolo del prodotto potenziale fornisce essenzialmente una linea di tendenza smussata del PIL in termini reali su un arco di tempo esteso che include gli anni precedenti. La revisione al ribasso nelle prospettive per il PIL in termini reali per il periodo 2009-10 rispetto alle precedenti previsioni è di dimensioni tali da produrre uno slittamento verso il basso non soltanto dei tassi futuri di crescita del prodotto potenziale, ma anche del suo andamento nel passato. Cfr. Commissione Europea (2009), "Previsioni economiche della primavera 2009", *European Economy* 3/2009, Bruxelles, p. 31.

Misure del prodotto potenziale e dell'*output gap* dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)

Crescita del prodotto potenziale	2007	2008	2009	2010
Commissione europea	1,6	1,3	0,7	0,7
OCSE	1,7	1,9	1,2	0,6
FMI	1,9	1,5	0,8	0,7
<i>Output gap</i>				
Commissione europea	2,5	2,0	-2,8	-3,6
OCSE	1,8	0,4	-5,5	-6,0
FMI	1,4	0,7	-4,3	-5,4

Fonti: Commissione europea, OCSE e FMI.

Nota: l'*output gap* è definito come la differenza, in percentuale, fra il livello effettivo e il livello potenziale del prodotto. Discrepanze nella misurazione dell'*output gap* tra le istituzioni derivano, tra l'altro, da differenze nei livelli stimati del prodotto potenziale.

## Possibili effetti della recessione economica sul prodotto potenziale

Le stime mostrate nella tavola sono fondate sulle funzioni di produzione impiegate dalle varie istituzioni. Solitamente, tali modelli non incorporano break strutturali ma sono stimati con specificazioni invariate sull'orizzonte previsionale. Tuttavia, vi sono numerose ragioni per cui l'attuale crisi potrebbe essere associata a shock strutturali suscettibili di determinare uno spostamento al ribasso duraturo del livello del prodotto potenziale o addirittura tassi di crescita del prodotto potenziale persistentemente inferiori.

Uno spostamento al ribasso del livello del prodotto potenziale potrebbe trarre origine, ad esempio, dal brusco aggiustamento della capacità produttiva che è stata accumulata in eccesso durante il periodo antecedente l'attuale crisi finanziaria. A tale riguardo, lo stock di capitale potrebbe risentire della dismissione o dell'ammortamento a tassi di sconto più elevati di investimenti precedenti. Nell'attuale recessione, tale argomento potrebbe, ad esempio, essere rilevante per i settori automobilistico, finanziario e delle costruzioni. Inoltre, aumenti molto elevati della disoccupazione e il ridimensionamento di alcuni settori potrebbero determinare una perdita permanente delle capacità e delle esperienze lavorative che, ostacolando l'incontro tra domanda e offerta nel mercato del lavoro, sospingerebbero verso l'alto il livello di disoccupazione strutturale.

Un cambiamento nel livello del prodotto potenziale può essere parimenti accompagnato da una variazione del suo tasso di crescita futuro. Una moderazione a più lungo termine del tasso di crescita del prodotto potenziale potrebbe emergere nell'attuale recessione. Ad esempio, le rigidità reali e nominali nei mercati del lavoro potrebbero ostacolare la riallocazione delle risorse e limitare l'aggiustamento dei salari, portando a una debole domanda di lavoro e a una dinamica prolungata di minore crescita dell'occupazione. Mentre una recessione mite non influenzerebbe il ritmo di crescita della forza lavoro nel lungo periodo e non avrebbe effetto sul tasso di crescita potenziale, una recessione protratta e profonda potrebbe ridurre la crescita della forza lavoro, disincentivando la partecipazione al mercato del lavoro e riducendo i flussi migratori. Per quanto riguarda l'accumulazione del capitale, un aumento durevole dei premi al rischio<sup>5)</sup> e un irrigidimento delle prassi di prestito o un funzionamento del sistema finanziario meno efficiente per un periodo prolungato rallenterebbero gli investimenti e modererebbero la crescita del prodotto potenziale. Una recessione prolungata potrebbe altresì deprimere

5) L'impatto di premi al rischio di credito più elevati sul prodotto potenziale è stato trattato in modo più approfondito nel riquadro 7 *Andamenti del prodotto potenziale alla luce delle variazioni dei corsi petroliferi e dei premi per il rischio di credito*, nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

i motori della produttività totale dei fattori, come gli investimenti nella ricerca e sviluppo. Inoltre, l'aggiustamento dei vari settori dell'economia alle nuove dinamiche della domanda potrebbe indurre una moderazione duratura del tasso di crescita del prodotto potenziale, nella misura in cui si ridimensionano quei settori che prima contribuivano notevolmente alla crescita della produttività, ad esempio quello manifatturiero. Tuttavia, se si contraessero i settori caratterizzati da una bassa crescita della produttività, come le costruzioni, si avrebbe il risultato contrario.

Infine, l'impatto sul tasso di crescita di lungo periodo del prodotto potenziale dipenderà in misura molto significativa dalle politiche economiche attuate. Ad esempio, se la crisi determinasse un aumento a lungo termine nelle dimensioni del settore pubblico, le imposte dovrebbero prima o poi essere innalzate e il più elevato onere fiscale limiterebbe la crescita potenziale. In aggiunta, vi è il rischio che l'intensificarsi delle misure protezionistiche causi un'allocazione internazionale del capitale meno efficiente. Per contro, se la crisi dovesse innescare più riforme strutturali, rendendo i mercati del lavoro e dei prodotti dell'area dell'euro più flessibili e aperti alla concorrenza, ciò potrebbe avere l'effetto opposto, rafforzando la crescita della produttività nel lungo periodo. Pertanto, è chiaro che l'impatto sulla produttività a lungo termine dipenderà considerevolmente dalla risposta delle politiche alla crisi attuale.

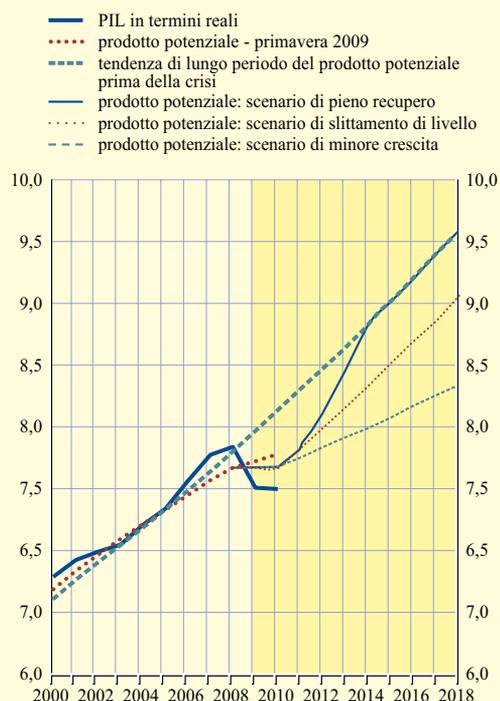
### Possibili scenari per il prodotto potenziale

Le implicazioni di questi diversi scenari sono illustrate nella figura B che mostra il PIL reale e la stima del prodotto potenziale della Commissione europea per l'area dell'euro fra il 2000 e il 2010, comprendendo le previsioni di primavera della Commissione per il PIL reale e il prodotto potenziale per il periodo 2009-10. Inoltre, la figura mostra quattro evoluzioni ipotetiche del prodotto potenziale. Il profilo pre-crisi della crescita di lungo periodo presuppone che il livello del prodotto potenziale non sia influenzato dall'attuale recessione e continui a crescere al 2 per cento annuo. Tale evoluzione era sostanzialmente in linea con la crescita del prodotto potenziale sottostante a molte proiezioni disponibili fino ai primi mesi del 2008.

Inoltre, sono mostrati tre scenari alternativi possibili per l'evoluzione del prodotto potenziale negli anni successivi al 2008<sup>6)</sup>. Ognuno di essi parte dal presupposto che il calo della crescita

**Figura B Prodotto potenziale dell'area dell'euro**

(trilioni di euro a prezzi di mercato del 1995)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'area ombreggiata indica il periodo di previsione.

6) Scenari analoghi sono stati proposti dalla Commissione europea, cfr.: Commissione europea (2009), *Quarterly report on the euro area*, vol. 8 no 2/2009 p. 28, Bruxelles, e Commissione europea (2009), *Impact of the current financial and economic crisis on potential output*, European Economy Occasional Papers 49, giugno 2009, Bruxelles.

potenziale nel periodo 2009-2010 sia più pronunciato di quanto previsto attualmente, in linea con le ipotesi richiamate precedentemente.

Dopo il 2010, i tre scenari alternativi divergono: il primo, lo “scenario della ripresa completa” prevede che il calo del prodotto potenziale sarà solo temporaneo e che l’accelerazione post-crisi della crescita potenziale riallineerà rapidamente il livello del prodotto potenziale alla sua evoluzione pre-crisi. Ovviamente, tale ipotesi è possibile solo se il prodotto potenziale crescerà per alcuni anni a tassi notevolmente superiori a quelli osservati nel lungo periodo. Il secondo, lo “scenario dello spostamento di livello”, presuppone che alla fine della recessione il prodotto potenziale cresca al suo ritmo di lungo periodo del 2 per cento, senza però recuperare il livello precedente la crisi. Vi sono stati episodi nella storia in cui si è verificato un tale scenario, ad esempio il periodo dopo la crisi bancaria in Finlandia agli inizi degli anni novanta. Va notato che al fine di riottenere il tasso di crescita potenziale pre-crisi in questi episodi, sono state necessarie misure di aggiustamento strutturale molto vaste per rafforzare la flessibilità e la competitività dell’economia<sup>7)</sup>. Infine, lo “scenario di crescita inferiore” contempla non solo uno spostamento al ribasso del livello ma anche un protratto rallentamento del tasso di crescita del prodotto potenziale. Un esempio potrebbe essere il caso del Giappone negli anni novanta, dove si stimava che dopo la crisi finanziaria a metà del decennio il prodotto potenziale sarebbe cresciuto a tassi considerevolmente più bassi di prima<sup>8)</sup>. Come spiegato nella discussione precedente, vi è attualmente una grande incertezza in merito allo scenario che potrebbe concretizzarsi nell’area dell’euro nei prossimi anni.

### Implicazioni per la politica economica

L’ampio grado di incertezza sulla crescita potenziale nella fase attuale implica altresì un livello eccezionalmente elevato di incertezza sulle misure dell’*output gap*. Come mostrato nella tavola, attualmente le istituzioni internazionali stimano che l’*output gap* si collochi tra il -3 e il -6 per cento nel periodo 2009-11. Tuttavia, nella misura in cui in futuro il prodotto potenziale nell’area dell’euro sia soggetto a uno spostamento al ribasso nel livello o a un rallentamento della sua crescita, l’*output gap* potrebbe risultare meno negativo di quanto non emerga nelle stime attuali.

L’incertezza circa le misure del prodotto potenziale e dell’*output gap* ha implicazioni significative per la politica economica. Per quanto riguarda la politica monetaria, un ingente spostamento verso il basso del livello del prodotto potenziale implicherebbe stime significativamente meno negative dell’*output gap*, e conseguentemente indicazioni di pressioni al ribasso più contenute sui prezzi. Per quanto riguarda la politica fiscale, tale scenario implicherebbe che una parte più ampia del disavanzo di bilancio attuale sia da considerare di natura strutturale. Ciò richiederebbe un consolidamento persino più vigoroso delle finanze pubbliche, al fine di ritornare a posizioni di bilancio solide.

Nel complesso, a causa delle ampie oscillazioni al ribasso nella crescita potenziale, ma anche tenendo conto delle spinte al ribasso future connesse agli sviluppi demografici nell’area dell’euro<sup>9)</sup>, le iniziative di riforma economica strutturale sono addirittura più necessarie che mai nell’area

7) Cfr. Haugh, D., P. Ollivaud e D. Turner (2009), *The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries*, Working Paper del dipartimento economico dell’OCSE, n. 683, e Commissione europea (2009), *Impact of the current financial and economic crisis on potential output*, European Economy Occasional Papers 49, giugno 2009, Bruxelles.

8) Cfr. i riferimenti nella nota 6.

9) Cfr. il riquadro 7 *Il rapporto del 2009 sull’invecchiamento della popolazione: aggiornamento delle proiezioni per la spesa pubblica connessa all’evoluzione demografica*, del numero di giugno 2009 di questo Bollettino.

dell'euro per sostenere un aumento duraturo di produzione e occupazione. Tali iniziative dovrebbero mirare a migliorare la capacità di aggiustamento e la flessibilità nei mercati del lavoro e dei prodotti. Il modo migliore per ottenere tale risultato è facilitare le trattative salariali e la mobilità del lavoro tra settori e regioni. Favorendo la concorrenza e rafforzando gli incentivi agli investimenti si accelererebbe il processo di ristrutturazione e si migliorerebbe la produttività.

I consumi privati sono diminuiti dello 0,5 per cento (sul periodo precedente) nel primo trimestre del 2009. Gli andamenti recenti degli indicatori della domanda di beni di consumo ne segnalano il permanere su livelli modesti nel secondo trimestre. Tuttavia, i dati sul commercio al dettaglio (che rappresenta circa il 45 per cento della spesa per consumi) hanno evidenziato un lieve miglioramento in aprile, allorché le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,2 per cento rispetto al mese precedente. Tenendo presente la volatilità di questa serie, quello registrato in aprile è stato il primo aumento dal settembre 2008. L'incremento è stato generalizzato nei paesi dell'area dell'euro. Nonostante il fatto che la fiducia dei consumatori sia aumentata leggermente in maggio, i suoi livelli persistentemente bassi sono in linea con la debolezza della spesa per consumi nel secondo trimestre (cfr. figura 26).

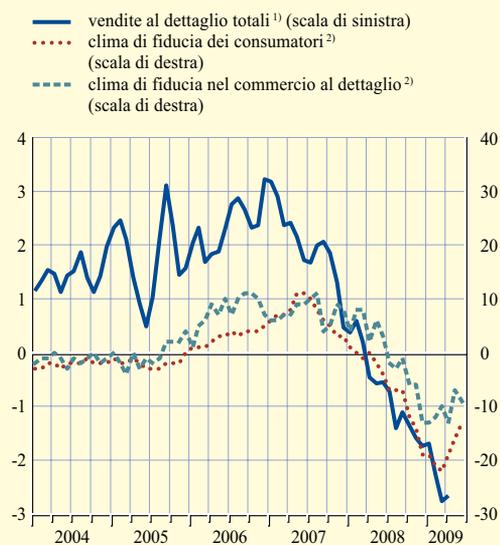
In una prospettiva di più lungo periodo, i consumi rimarrebbero contenuti nella seconda metà del 2009 per effetto di un ulteriore deterioramento previsto nei mercati del lavoro. Il modesto miglioramento delle vendite al dettaglio e del clima di fiducia dei consumatori negli ultimi tempi indica tuttavia una certa stabilizzazione della spesa per consumi. La sostanziale flessione dei prezzi delle materie prime dallo scorso anno ha fornito sostegno al reddito disponibile reale e alla spesa delle famiglie. Quest'ultima è stata anche probabilmente sorretta dall'attuazione dei pacchetti di stimolo fiscale in alcuni paesi dell'area. La misura in cui tali pacchetti stimoleranno la spesa delle famiglie è nondimeno caratterizzata da una grande incertezza. Di fatto, il tasso di risparmio nell'area si è accresciuto negli ultimi trimestri.

In linea con il profilo osservato durante precedenti periodi di recessione economica, gli investimenti fissi lordi sono stati una determinante fondamentale dell'attuale contrazione dell'attività. Nel primo trimestre del 2009 hanno mostrato un calo del 4,2 per cento (sul periodo precedente). Il riquadro 5 offre una descrizione più dettagliata dell'attuale contrazione degli investimenti.

Gli investimenti continueranno probabilmente a fornire un contributo negativo alla crescita economica per tutto il 2009. Il permanere di prospettive negative per l'espansione degli investimenti fissi rispecchia aspettative di una dinamica modesta per quanto concerne sia gli

**Figura 26 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie**

(dati mensili)



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

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

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

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

investimenti in beni diversi dalle costruzioni (principalmente attività destinate a essere utilizzate per la produzione di beni e servizi) sia in costruzioni. Sugli investimenti in beni diversi dalle costruzioni graveranno probabilmente la prevista contrazione dell'attività complessiva interna ed estera, la minore redditività delle imprese e i vincoli finanziari. Questi stessi fattori dovrebbero anche frenare gli investimenti in costruzioni. La correzione in atto dei prezzi degli immobili residenziali e commerciali nell'area suggerisce altresì che gli investimenti in costruzioni si manterranno su livelli modesti in futuro.

Le prospettive per gli investimenti sono caratterizzate da grande incertezza. Il grado di incertezza più elevato del solito deriva principalmente dalla difficoltà di valutare gli effetti delle peggiori condizioni di finanziamento alle imprese e della debole domanda finale attesi nei trimestri a venire.

#### Riquadro 5

### GLI INVESTIMENTI DELL'AREA DELL'EURO DURANTE L'ATTUALE RECESSIONE

Gli investimenti hanno fornito un contributo significativo al forte rallentamento dell'attività economica nell'area dell'euro dall'inizio del 2008. Al fine di chiarire meglio le prospettive per gli investimenti e i rischi che le circondano, questo riquadro analizza i fattori che hanno influenzato gli investimenti dell'area dai primi anni novanta, soffermandosi anche sui due precedenti periodi recessivi all'inizio degli anni novanta e nei primi anni duemila.

A seguito delle difficoltà incontrate da importanti istituzioni finanziarie e, da ultimo, del fallimento di Lehman Brothers, gli effetti negativi delle turbolenze finanziarie sulla fiducia si sono intensificati nell'autunno del 2008. Le imprese hanno ridimensionato le aspettative sulla domanda futura e hanno ridotto nettamente le scorte, nel contesto di una forte contrazione del commercio mondiale. Gli investimenti sono diminuiti più rapidamente, mostrando un calo superiore al 4 per cento su base trimestrale sia nell'ultimo trimestre del 2008 sia nel primo del 2009.

Poiché il calo degli investimenti è stato maggiore di quello dell'attività complessiva, la quota degli investimenti sul PIL si è ridotta – una caratteristica normale a questo punto del ciclo – dal 22,3 per cento nel primo trimestre del 2008 al 21,0 per cento nel primo del 2009 (cfr. figura A). In termini di componenti, la riduzione è stata diffusa a tutte quelle (costruzioni, mezzi di trasporto e prodotti in metallo e macchine) per cui sono disponibili dati a livello dell'area dell'euro (cfr. figura B).

In un'ottica di più lungo periodo, l'attuale calo degli investimenti sembra non avere precedenti almeno dall'inizio degli anni novanta<sup>1)</sup>. Oltre al presente calo, è possibile identificare altri due periodi in cui gli investimenti hanno evidenziato flessioni significative. Nel primo, dall'inizio del 1992 alla fine del 1993, gli investimenti sono scesi del 10% fra il punto di massimo e quello di minimo, mentre nel secondo, dall'inizio del 2001 ai primi del 2002, si sono ridotti del 3 per cento. Entrambi questi periodi sono stati caratterizzati da un pronunciato indebolimento dell'attività complessiva nell'area dell'euro, benché di diversa entità.

1) Occorre una certa cautela quando si analizzano le serie dell'area dell'euro su un periodo relativamente prolungato, in quanto queste sono soggette a modifiche sia in termini di composizione, sia di compilazione, quali, ad esempio, l'introduzione degli indici concatenati nei conti nazionali dell'area.

**Figura A Quota degli investimenti nel PIL nel lungo periodo**

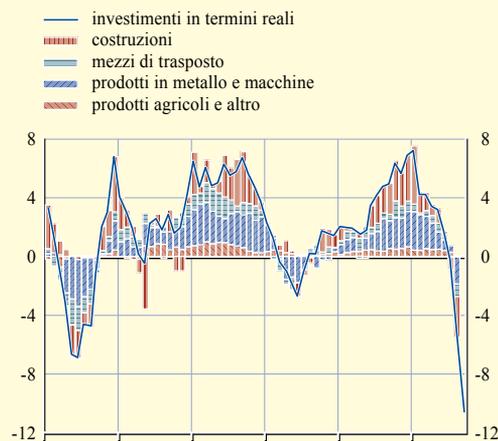
(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Crescita sul periodo corrispondente degli investimenti dell'area dell'euro in termini reali e contributi delle relative componenti**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre 2009 per il totale degli investimenti e al quarto trimestre 2008 per le componenti.

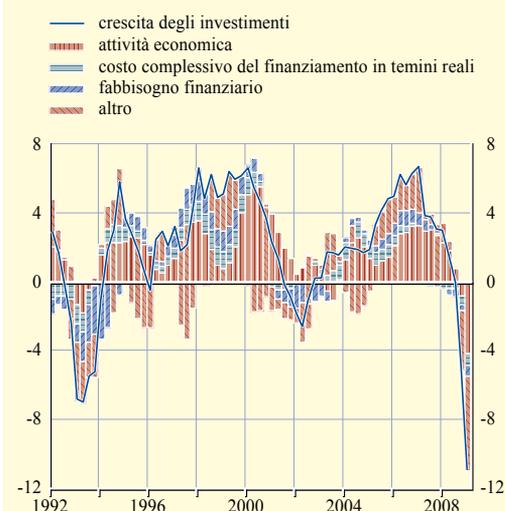
Poiché ciascuno di essi presenta caratteristiche uniche, le conclusioni che possono essere tratte da un confronto storico di questo tipo sono piuttosto limitate. Al fine di accrescere la comprensione degli andamenti menzionati si utilizza un semplice modello macroeconomico di crescita degli investimenti. In tale quadro si può ipotizzare che gli investimenti costituiscano una quota costante del PIL nel lungo periodo, ma che a breve-medio termine siano influenzati dalla domanda complessiva (al netto degli investimenti), dalle variazioni del costo reale del finanziamento e dal “gap di finanziamento”<sup>2)</sup>. Una proxy del costo reale del finanziamento può essere calcolata mediante una ponderazione del costo di diverse fonti di finanziamento (titoli azionari, titoli di debito e prestiti dalle IFM) sulla base delle rispettive consistenze in essere corrette per gli effetti di valutazione e deflazionate con le aspettative di inflazione<sup>3)</sup>. Il gap di finanziamento può essere misurato come differenza tra la spesa in conto capitale e quanto finanziato da fondi generati internamente. In quanto indicazione di un fabbisogno di finanziamenti esterni, un gap di finanziamento più ampio dovrebbe pesare sugli investimenti nel breve termine<sup>4)</sup>. Tale quadro consente di stimare il contributo di ciascun fattore alla crescita complessiva degli investimenti, come illustrato nella figura C.

In base a questa analisi una quota consistente della flessione degli investimenti è ascrivibile al calo della domanda complessiva. Ciò può non risultare sorprendente, considerate la gravità

- 2) Per maggiori informazioni sull'equazione alla base dell'analisi, cfr. il riquadro 1 nell'articolo “Attività di investimento delle imprese dell'area dell'euro e ruolo della loro posizione finanziaria” nel numero di aprile 2008 di questo Bollettino. L'equazione è stata aggiornata al fine di incorporare gli ultimi dati. È stata stimata utilizzando dati dal 1991 al 2008.
- 3) Per ulteriori dettagli sull'indicatore del costo di finanziamento, cfr. il riquadro 4 nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino. L'impiego di tale indicatore richiede una certa cautela a causa di importanti motivi connessi alla sua costruzione, come l'ipotesi implicita di assenza di finanziamenti a tassi variabili o l'elevato grado di incertezza riguardo alla misura del costo del finanziamento mediante capitale di rischio. Poiché l'indicatore è disponibile solo dal 1998, al fine di estenderlo al periodo precedente tale anno si utilizzano i tassi di rendimento sui titoli di stato a lungo termine.
- 4) In letteratura vengono addotte diverse ragioni per spiegare questa relazione negativa. Ad esempio, la presenza di asimmetrie informative può dare luogo a requisiti di garanzia da parte del mutuatario, mentre i fondi esterni possono implicare costi aggiuntivi.

**Figura C Stima dei contributi alla crescita degli investimenti sul periodo corrispondente**

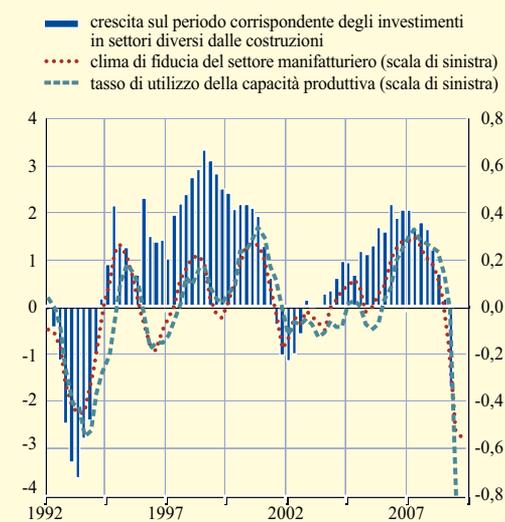
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: la componente indicata come "altro" combina una variabile *dummy* per il periodo 1992-1993, i residui e l'effetto perdurante delle condizioni iniziali. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre 2009.

**Figura D Investimenti in settori diversi dalle costruzioni e relativi indicatori**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati sono depurati dalla media e standardizzati lungo il periodo che va dal primo trimestre 1992 al quarto trimestre 2008.

dell'attuale recessione e la tendenza degli investimenti a reagire con forza alle variazioni dell'attività nel breve periodo<sup>5)</sup>. Tale risultato è confermato dalle indagini della Commissione europea sui limiti alla produzione, che individuano nella carenza di domanda il fattore principale. Si stima che anche il costo reale del finanziamento abbia fornito un apporto negativo dalla fine del 2007. Di fatto, prima di calare nel periodo più recente, fino all'ultimo trimestre del 2008 il costo reale del finanziamento alle società non finanziarie era lievemente salito. Tale incremento iniziale è riconducibile a un aumento del costo del finanziamento tramite il mercato in connessione sia a maggiori rendimenti richiesti dal mercato per le obbligazioni societarie sia a un aumento del premio richiesto dagli investitori per detenere titoli azionari sullo sfondo delle turbolenze finanziarie. Il gap di finanziamento ha cominciato a contribuire negativamente solo di recente, a seguito del pronunciato calo degli utili. Sulla base dell'esperienza storica, quest'ultimo effetto si intensificherà probabilmente nei prossimi trimestri. Di fatto, nei due precedenti episodi di rallentamento ciclico gli utili hanno mostrato una flessione maggiore rispetto agli investimenti, accrescendo così il gap di finanziamento, nonostante la riduzione della spesa in conto capitale. In prospettiva, i dati sulle attese di utili forniti dagli analisti dei mercati finanziari suggeriscono che gli utili per azione delle società non finanziarie resteranno negativi per qualche tempo.

In considerazione della sua relativa semplicità, l'analisi è soggetta a diversi motivi di cautela relativi alla specificazione del modello e alla precisa definizione delle variabili finanziarie utilizzate. Ad esempio, il modello trascura l'effetto che cambiamenti dell'avversione al rischio, variazioni del grado di incertezza o mutamenti delle condizioni di offerta di credito possono

5) Come per la maggior parte delle equazioni singole stimate in forma ridotta in letteratura, l'elasticità a breve termine degli investimenti rispetto all'attività è superiore a uno.

avere sugli investimenti. Tali omissioni possono essere responsabili della notevole componente non spiegata della contrazione degli investimenti nel periodo 1992-1993 nonché nei tempi più recenti.

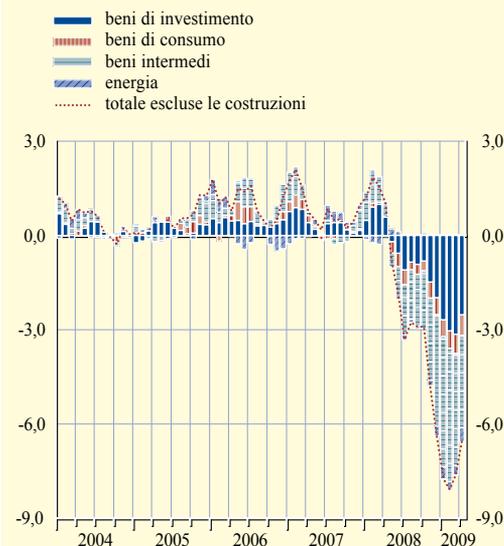
Fino al primo trimestre del 2009 una quota consistente del calo degli investimenti nell'area dell'euro è stata determinata dal forte rallentamento dell'attività complessiva. In prospettiva, gli ultimi indicatori segnalano che gli investimenti resteranno probabilmente su livelli bassi, forse seguendo con ritardo l'eventuale ripresa economica (cfr. figura D). Tale quadro trova riscontro anche nelle previsioni di giugno 2009 formulate dagli esperti dell'Eurosistema, in base alle quali gli investimenti dell'area mostrerebbero una diminuzione tra il 10,1 e il 12,3 per cento nel 2009, molto più consistente rispetto al calo previsto per il PIL dell'area.

#### 4.2 ANDAMENTI DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

La prima stima del valore aggiunto in termini reali nel primo trimestre del 2009 ha evidenziato cali sia nel settore dell'industria sia in quello dei servizi. Nell'industria (al netto delle costruzioni) il valore aggiunto è diminuito dell'8,8 per cento (sul periodo precedente), mentre nelle costruzioni è sceso dello 0,5 per cento. Per quanto riguarda il settore dei servizi, il valore aggiunto ha mostrato una flessione dell'1,1 per cento (sul trimestre precedente).

**Figura 27 Crescita della produzione industriale e contributi**

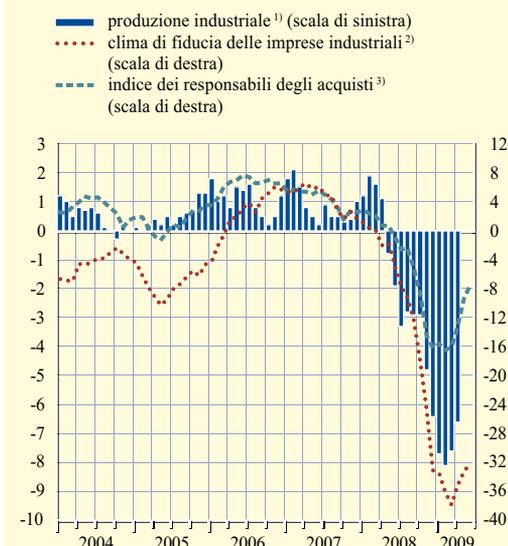
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
 Note: i dati riportati sono calcolati come variazioni di medie mobili di tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

**Figura 28 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 Economics ed elaborazioni della BCE.

Note: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

1) Variazioni percentuali della media mobile di tre mesi rispetto al trimestre precedente.

2) Saldi percentuali; variazioni rispetto a tre mesi prima.

3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

Gli indicatori mensili segnalano che l'attività è rimasta debole durante il secondo trimestre del 2009. In aprile la produzione industriale nell'area dell'euro ha registrato un calo dell'1,5 per cento sul mese precedente, che ha interessato in maniera generalizzata tutti i comparti. Analizzando la dinamica meno volatile dei tassi di crescita sulla base della media mobile a tre mesi, si osserva una certa moderazione del ritmo di contrazione (cfr. figura 27). I risultati delle indagini presso le imprese indicano un'ulteriore moderazione nella parte restante del trimestre (cfr. figura 28). Ad esempio, l'indice dei responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' Index*, PMI) ha continuato a migliorare in giugno (pur rimanendo al di sotto del livello di riferimento di 50, a indicare il deterioramento economico in corso). Analogamente, l'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea è aumentato lievemente in giugno rispetto al minimo di marzo. Nel complesso, i risultati congiunti della produzione industriale e delle recenti indagini presso le imprese suggeriscono che il ritmo della contrazione mensile dell'attività ha raggiunto il punto di svolta nell'ultima parte del primo trimestre.

## MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno continuato a deteriorarsi nei mesi recenti. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'occupazione nell'area è calata dello 0,8 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2009, segnando la terza flessione trimestrale consecutiva (cfr. tavola 6). La contrazione dell'occupazione nel primo trimestre va ricondotta a un calo più accentuato nel settore industriale nonché a una crescita negativa nel settore dei servizi.

In prospettiva, i risultati delle indagini più recenti presso le imprese indicano un ulteriore deterioramento dell'occupazione nel secondo trimestre del 2009 (cfr. figura 29). In giugno l'indice PMI relativo alle aspettative occupazionali è rimasto su livelli molto bassi sia per il settore dell'industria sia per quello dei servizi. Le ultime indagini condotte dalla Commissione europea mostrano un quadro analogamente fosco per l'occupazione.

A seguito del deciso calo dell'attività, la produttività del lavoro (in termini di prodotto per occupato) ha evidenziato una flessione sostanziale nel primo trimestre del 2009, pari all'1,7 per cento

**Tavola 6 Crescita dell'occupazione**

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

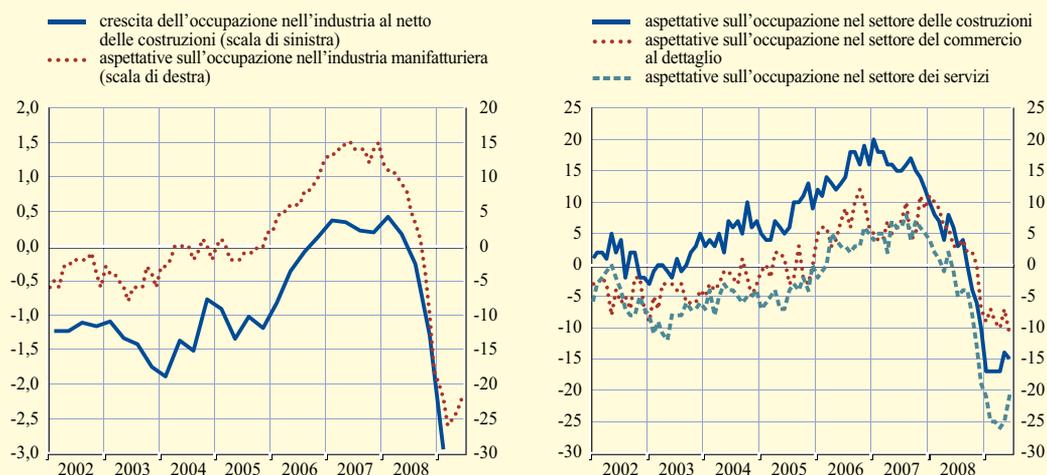
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

**Figura 29 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione**

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

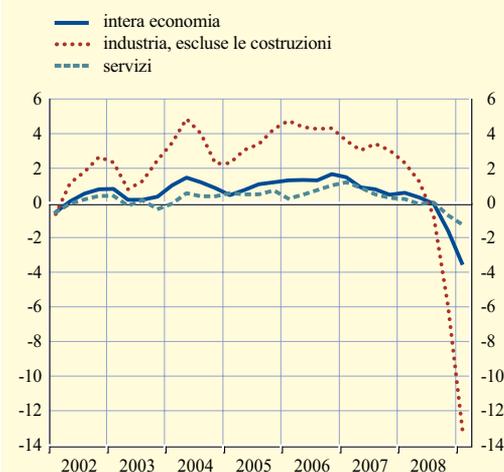


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.  
 Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

sul periodo precedente (cfr. figura 30). Questa netta contrazione ha rispecchiato cali pronunciati nell'industria (ad eccezione delle costruzioni, dove la produttività è aumentata dopo una brusca diminuzione dell'occupazione) e nei servizi. Va sottolineato che tale andamento è in parte riconducibile a una forte riduzione delle ore lavorate per occupato. Diversi paesi dell'area dell'euro hanno fatto ricorso a programmi di lavoro a orario ridotto e ad altre misure tese ad attenuare gli effetti della contrazione economica (cfr. il riquadro *Correzioni del mercato del lavoro durante l'attuale*

**Figura 30 Produttività del lavoro**

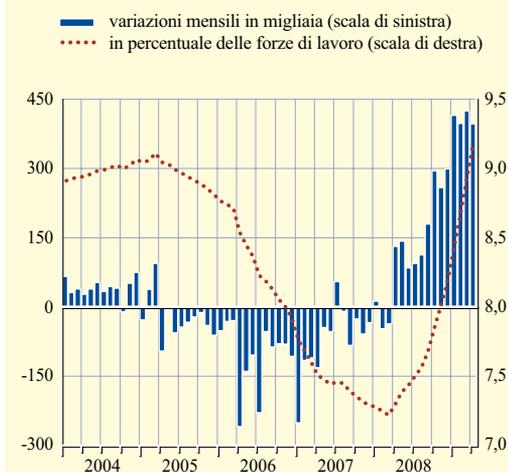
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
 Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

**Figura 31 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.  
 Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

*contrazione dell'attività economica* nel numero di giugno 2009 di questo Bollettino). Tuttavia, la produttività si è ridotta anche se misurata in termini di ore lavorate, in linea con la normale lentezza del processo di aggiustamento del mercato del lavoro. In prospettiva, la produttività dovrebbe mostrare un recupero nell'ultima parte del 2009 per l'effetto congiunto di ulteriori cali dell'occupazione e di una contrazione meno accentuata dell'attività.

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è salito al 9,2 per cento in aprile (cfr. figura 31). L'incremento ha riguardato tutti i paesi dell'area. I bassi livelli di fiducia unitamente alle elevate aspettative di disoccupazione suggeriscono che vi saranno ulteriori aumenti del tasso di disoccupazione dell'area nei mesi a venire.

#### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I dati e le informazioni delle indagini di recente resisi disponibili hanno sostanzialmente confermato le precedenti attese. Nella parte restante dell'anno l'attività economica dovrebbe rimanere debole, pur mostrando un calo meno forte di quello registrato nel primo trimestre. Guardando al prossimo anno, dopo una fase di stabilizzazione ci si attende una graduale ripresa con tassi di crescita trimestrali di segno positivo a metà del 2010. Le significative azioni di stimolo adottate in tutte le principali aree economiche dovrebbero sostenere la crescita sia nell'area dell'euro che a livello mondiale.

I rischi per queste prospettive sono bilanciati. In senso positivo vi possono essere effetti più forti del previsto originati dagli ampi stimoli macroeconomici in corso e da altre misure di politica economica adottate. Il clima di fiducia potrebbe migliorare più rapidamente di quanto atteso al momento. In senso opposto permangono timori circa interazioni negative più consistenti o più protratte tra l'economia reale e le turbolenze nei mercati finanziari, ulteriori incrementi dei prezzi del petrolio e di altre materie prime, l'intensificarsi delle pressioni protezionistiche, andamenti più sfavorevoli nel mercato del lavoro e, infine, eventuali sviluppi avversi nell'economia mondiale derivanti da una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

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

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

*Da fine marzo l'euro ha subito un moderato deprezzamento in termini effettivi nominali, in presenza di lievi oscillazioni. La moneta unica si è fortemente indebolita rispetto alla sterlina britannica, mentre ha guadagnato terreno sul dollaro statunitense e lo yen giapponese.*

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 1° luglio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – era inferiore dello 0,4 per cento al livello di fine marzo e superiore di circa l'1 per cento alla media del 2008 (cfr. figura 32). Il deprezzamento della moneta unica da fine marzo riflette in larga misura un indebolimento sulla sterlina britannica, che non è stato interamente compensato dal rafforzamento nei confronti del dollaro statunitense e dello yen giapponese.

Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – in aumento da metà aprile – è diminuito in giugno, quando il sostegno derivante dalla maggiore propensione al rischio, come indicato dal calo della volatilità implicita dei cambi, è venuto meno.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

L'euro è rimasto sostanzialmente invariato sul dollaro statunitense in giugno, nonostante alcune oscillazioni. Questa generale stabilità fino agli inizi di luglio ha fatto seguito a una fase di forte apprezzamento in maggio, che potrebbe essere connessa alla maggiore propensione degli operatori al rischio e al risultante allontanamento dalle divise percepite come "rifugio" (quali il dollaro). Il 1° luglio l'euro era scambiato a 1,41 dollari, un livello superiore del 5,9 per cento rispetto a fine marzo ma ancora inferiore del 4,2 per cento alla media del 2008 (cfr. figura 33).

#### YEN GIAPPONESE/EURO

Gli andamenti dell'euro rispetto allo yen giapponese hanno sostanzialmente rispecchiato quelli della moneta unica nei confronti del dollaro statunitense. La generale stabilità dell'euro

**Figura 32 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)



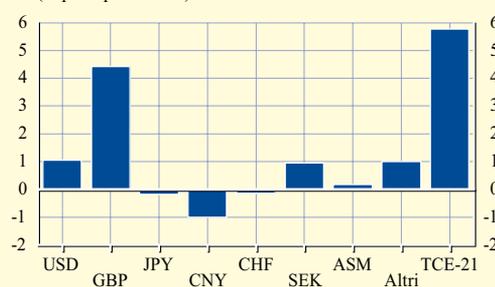
#### Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale<sup>2)</sup>

Dal 30 gennaio al 1° luglio 2009  
(in punti percentuali)



#### Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale<sup>2)</sup>

Dal 3 gennaio 2005 al 1° luglio 2009  
(in punti percentuali)



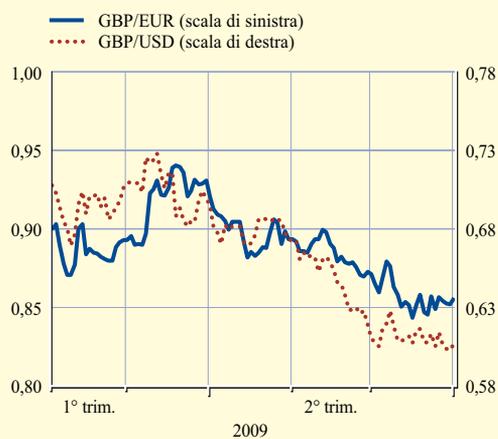
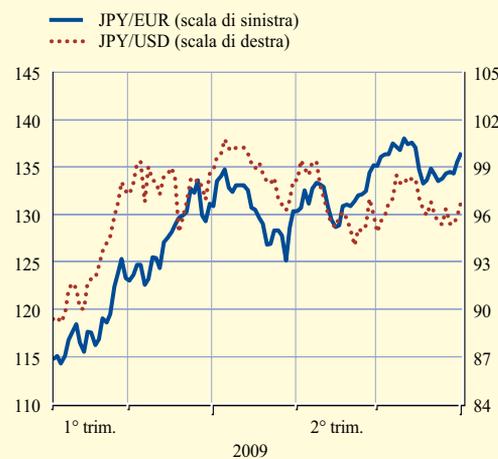
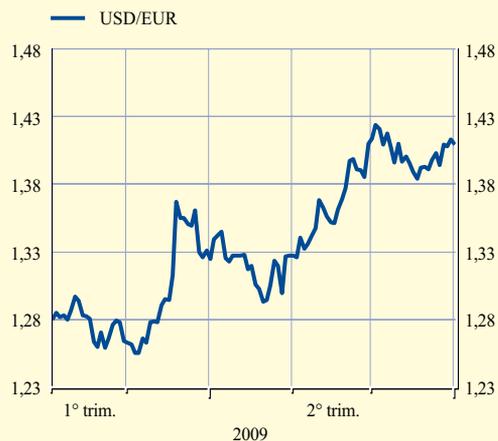
Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 21 dei più importanti partner commerciali dell'area e di tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

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

**Figura 33 Tassi di cambio**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

in giugno è stata preceduta da un significativo rafforzamento nei confronti dello yen nella seconda metà di aprile e in maggio. Il 1° luglio la moneta europea era quotata a 136,5 yen, un valore superiore di circa il 4,1 per cento a quello di fine marzo (cfr. figura 33) e inferiore del 10,4 per cento alla media del 2008.

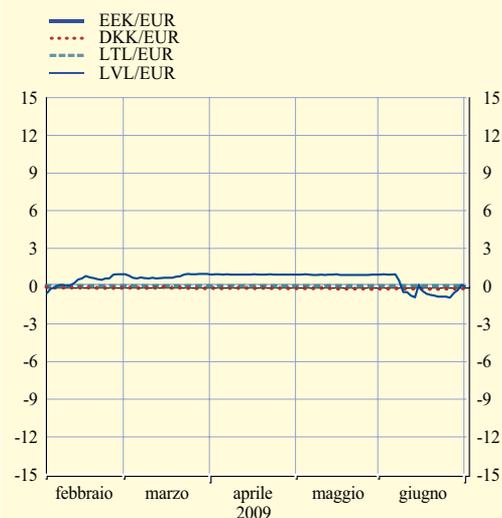
**VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE**

Negli ultimi tre mesi gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta generalmente stabile su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 34). Dopo l'approvazione di un bilancio ispirato a principi di austerità a metà giugno, il lat lettone è stato scambiato su valori vicini al limite inferiore della banda di oscillazione dell'1 per cento fissata unilateralmente.

Per quanto concerne le divise degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, in giugno l'euro ha continuato a indebolirsi sulla sterlina britannica in presenza di una più favorevole valutazione del settore finanziario

**Figura 34 Tassi di cambio negli AEC II**

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



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

del Regno Unito e di statistiche economiche migliori del previsto. Il 1° luglio la moneta unica era scambiata a 0,86 sterline, un livello inferiore dell'8 per cento a quello di fine marzo ma superiore del 7,4 per cento rispetto alla media del 2008. Negli ultimi tre mesi l'euro si è deprezzato sulla corona ceca, il fiorino ungherese e lo zloty polacco (rispettivamente del 5,9, 12 e 6,4 per cento).

### ALTRE VALUTE

Tra fine marzo e metà giugno l'euro si è leggermente deprezzato sul franco svizzero, pur in presenza di alcune ampie oscillazioni. Tuttavia, approssimativamente dalla terza settimana di giugno, l'euro si è notevolmente apprezzato. Ciò sarebbe riconducibile agli interventi della Banca nazionale svizzera sui mercati valutari. Il 1° luglio la moneta unica è stata scambiata a circa 1,52 franchi, un livello superiore dello 0,6 per cento rispetto a fine marzo ma inferiore del 4 per cento alla media del 2008. Tra la fine di marzo e il 1° luglio l'euro si è indebolito sia sul dollaro canadese sia, in misura considerevole, su quello australiano (perdendo rispettivamente il 2,8 e 9 per cento).

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

*In aprile il disavanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha raggiunto i 105,7 miliardi di euro (pari a circa l'1,2 per cento del PIL). Se tuttavia si considerano gli andamenti più recenti, la significativa contrazione dell'interscambio osservata dall'intensificarsi della crisi finanziaria nel settembre 2008 sembra essersi lievemente moderata dal lato delle esportazioni.*

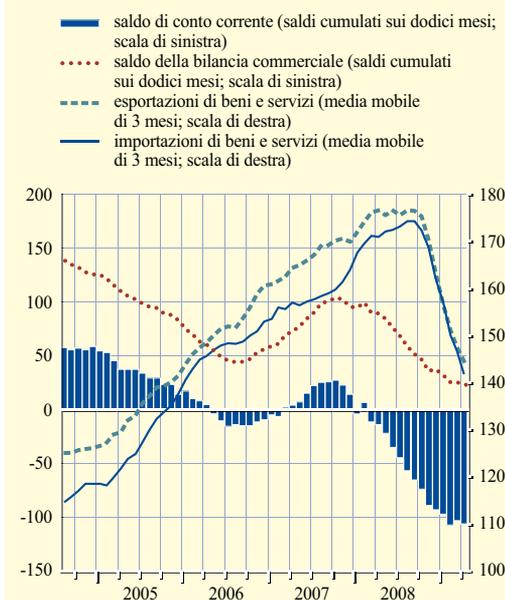
### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

In aprile il disavanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha raggiunto (in termini destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi) 105,7 miliardi di euro, pari a circa l'1,2 per cento del PIL, contro un disavanzo di 13,4 miliardi un anno prima. Ciò è in gran parte riconducibile al cambiamento di segno, da positivo a negativo, del saldo dei beni; vi hanno contribuito inoltre il calo dell'avanzo dei servizi e la crescita del disavanzo dei redditi. Il deterioramento dell'interscambio di beni ha fatto registrare al conto dei beni un disavanzo cumulato su dodici mesi pari a 11,8 miliardi di euro in aprile, contro un avanzo di 37,5 miliardi un anno prima (cfr. figura 35).

Per quanto concerne l'evoluzione più recente, la significativa contrazione dell'interscambio osservata dall'intensificarsi della crisi finanziaria nel settembre 2008 sembra essersi lievemente moderata dal lato delle esportazioni. Nei tre mesi fino ad aprile le esportazioni di beni e servizi sono scese del 7,6 per cento in valore, contro un calo del 10,7 per cento nel precedente periodo di tre mesi. La moderazione va intera-

**Figura 35 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro**

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

mente ricondotta alla componente dei beni, il cui calo nei tre mesi fino ad aprile (8,3 per cento) è stato inferiore di quasi tre punti percentuali rispetto al periodo precedente. La componente dei servizi ha in parte controbilanciato il migliore andamento di quella dei beni, a causa di una contrazione particolarmente forte in febbraio. Le importazioni di beni e servizi hanno invece continuato a registrare tassi di decremento analoghi a quelli osservati dal quarto trimestre del 2008, con una contrazione del 9,6 per cento nei tre mesi fino ad aprile (cfr. tavola 7).

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile per il primo trimestre del 2009, mostra che il calo delle importazioni in valore è riconducibile a una flessione sia dei volumi sia dei prezzi (soprattutto dei beni energetici e dei prodotti intermedi e delle materie prime) e che il forte ridimensionamento delle esportazioni è invece quasi interamente ascrivibile alla caduta dei volumi. Il peggioramento del clima di fiducia e l'indebolimento della domanda mondiale costituiscono le principali determinanti alla base del calo delle esportazioni, ma anche il deterioramento delle condizioni finanziarie registrato da settembre 2008 su scala internazionale e la predominanza di catene di produzione verticali frammentate a livello mondiale possono avere agito come importanti fattori aggravanti.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di 3 mesi dati terminanti in				Dati cumulati sui 12 mesi terminanti in	
	2009 mar.	2009 apr.	2008 lug.	2008 ott.	2009 gen.	2009 apr.	2008 apr.	2009 apr.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	<b>-7,0</b>	<b>-5,9</b>	<b>-6,7</b>	<b>-8,1</b>	<b>-13,6</b>	<b>-6,6</b>	<b>-13,4</b>	<b>-105,7</b>
Beni (saldo)	-1,7	2,6	-0,8	0,2	-3,5	0,1	37,5	-11,8
Esportazioni	105,3	104,0	134,1	132,9	115,4	105,8	1.555,8	1.464,7
Importazioni	107,0	101,4	134,8	132,7	118,9	105,7	1.518,3	1.476,5
Servizi (saldo)	2,3	2,9	3,2	2,7	3,1	2,6	52,0	35,2
Esportazioni	38,6	38,9	41,5	42,4	41,1	38,7	501,9	491,1
Importazioni	36,3	36,0	38,3	39,6	37,9	36,1	450,0	455,9
Redditi (saldo)	0,5	-2,7	-1,6	-2,7	-4,5	-1,9	-9,7	-32,5
Trasferimenti correnti (saldo)	-8,0	-8,8	-7,5	-8,3	-8,7	-7,8	-93,3	-96,6
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	<b>57,8</b>	<b>2,8</b>	<b>34,2</b>	<b>36,8</b>	<b>30,2</b>	<b>19,1</b>	<b>67,5</b>	<b>360,8</b>
Investimenti diretti e di portafoglio	67,0	-7,3	14,1	60,8	-10,8	34,7	-40,3	296,3
Investimenti diretti	-18,9	-1,2	-10,7	-15,1	-30,6	-10,6	-171,0	-200,9
Investimenti di portafoglio	85,9	-6,0	24,8	75,9	19,7	45,3	130,7	497,2
Azioni	-1,4	-18,8	0,5	-17,1	-11,3	-5,9	86,0	-101,5
Strumenti di debito	87,3	12,7	24,3	93,0	31,0	51,2	44,6	598,7
Obbligazioni e notes	75,8	-19,2	18,1	19,8	15,7	34,8	117,2	265,2
Strumenti del mercato monetario	11,5	31,9	6,2	73,2	15,3	16,4	-72,6	333,5
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	-2,1	-0,7	-0,6	-0,2	-10,7	-7,6	8,3	-5,0
Importazioni	-1,1	-4,2	1,3	-0,5	-9,0	-9,6	7,7	-1,8
<b>Beni</b>								
Esportazioni	-2,8	-1,2	-0,1	-0,9	-13,2	-8,3	7,7	-5,9
Importazioni	-1,6	-5,3	1,4	-1,6	-10,4	-11,1	7,3	-2,8
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	-0,4	0,9	-2,2	2,0	-3,1	-5,7	10,2	-2,2
Importazioni	0,6	-0,9	0,9	3,5	-4,3	-4,7	9,4	1,3

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.

Dalla disaggregazione geografica dell'interscambio di beni dell'area dell'euro sembra emergere che nel primo trimestre le esportazioni verso l'Asia e i paesi dell'OPEC hanno segnato una lieve ripresa, mentre quelle destinate al Regno Unito e agli Stati Uniti si sono stabilizzate su livelli contenuti. Tali andamenti positivi sono stati tuttavia più che compensati dalla contrazione dei flussi commerciali verso il resto dell'Europa. In termini di categorie ampie di beni, nel primo trimestre il calo di volume delle esportazioni è rimasto più intenso nei beni di investimento e intermedi (che sono scesi su livelli non più osservati dal 2004). Anche le importazioni in volume di beni capitali e intermedi hanno subito diminuzioni particolarmente intense.

Per quanto riguarda le altre componenti del conto corrente, nei dodici mesi fino ad aprile l'avanzo dei servizi è sceso a 35,2 miliardi di euro (dai 52,0 di un anno prima). Nello stesso periodo il disavanzo del conto dei redditi è salito da 9,7 a 32,5 miliardi, principalmente per effetto dei minori introiti da non residenti nell'area. Infine, anche il disavanzo nei trasferimenti correnti è lievemente aumentato.

#### CONTO FINANZIARIO

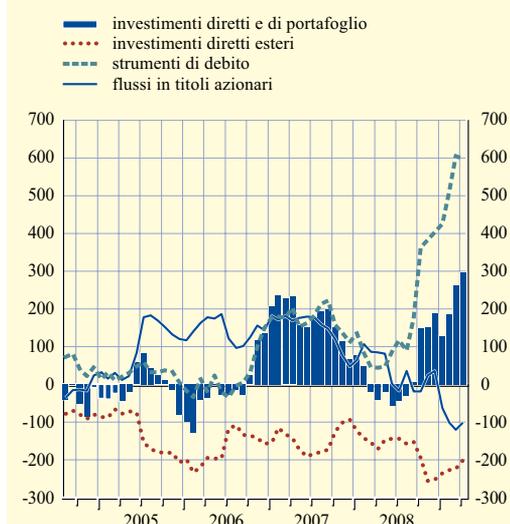
Nei tre mesi fino ad aprile gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 34,7 miliardi di euro, contro deflussi netti per 10,8 miliardi nei tre mesi precedenti (cfr. tavola 7). Ciò va ricondotto in larga parte agli investimenti di portafoglio, nell'ambito dei quali gli afflussi netti per obbligazioni e *notes* sono saliti da 15,7 a 34,8 miliardi di euro. Tale andamento è ascrivibile soprattutto ai forti acquisti netti di obbligazioni dell'area da parte di non residenti, che potrebbero risultare in parte dalla minore preferenza degli investitori per attività più liquide e a breve termine. Di fatto gli investimenti netti in strumenti del mercato monetario sono rimasti per lo più invariati, registrando afflussi netti per 16,4 miliardi di euro nei tre mesi fino ad aprile. Nel contempo gli investimenti in titoli azionari hanno registrato deflussi netti per 5,9 miliardi, in calo rispetto agli 11,3 miliardi dei tre mesi precedenti.

Per quanto concerne gli investimenti diretti, nei tre mesi fino ad aprile è stata osservata una ripresa sia degli investimenti all'estero da parte dei residenti dell'area sia di quelli nell'area da parte dei non residenti e questo potrebbe segnalare strategie di consolidamento dei mercati a livello mondiale. Poiché gli investimenti esteri nell'area sono aumentati più di quelli dell'area all'estero, i deflussi netti per investimenti diretti sono scesi a 10,6 miliardi di euro nel periodo (dai 30,6 miliardi dei tre mesi precedenti).

Questi andamenti sono stati registrati a fronte di un considerevole aumento a più lungo termine degli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio, che nei dodici mesi fino ad aprile sono saliti a 296,3 miliardi di euro (contro deflussi netti per 40,3 miliardi un anno prima) grazie soprattutto all'espansione dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (cfr. figura 36). La scomposizione degli investimenti di portafoglio per principali categorie di strumenti mostra che tali sviluppi sono

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

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



Fonte: BCE.

ricongrueibili in larga parte agli afflussi netti nel comparto del mercato monetario. Più in particolare, nei dodici mesi fino ad aprile i flussi netti in entrata per strumenti del mercato monetario sono saliti a 333,5 miliardi di euro (contro flussi netti in uscita per 72,6 miliardi un anno prima). Ciò è probabilmente connesso in larga misura alla dinamica della crisi finanziaria. La forte volatilità sui mercati dei capitali, il livello generalmente eccezionale di incertezza e le prospettive fosche per l'economia mondiale hanno indotto gli investitori a preferire non soltanto la qualità e la sicurezza, ma anche attività più liquide e a breve termine.

Infine, l'evoluzione degli investimenti diretti nell'anno trascorso segnala un aumento della preferenza degli investitori per le attività emesse sull'interno (*home bias*). Nei dodici mesi fino ad aprile il conto degli investimenti diretti ha evidenziato un sensibile calo dei flussi dal lato sia delle attività sia delle passività rispetto a un anno prima. La flessione degli investimenti diretti esteri nell'area è stata tuttavia lievemente maggiore di quella degli investimenti dell'area all'estero e questo ha determinato deflussi netti cumulati su dodici mesi pari a 200,9 miliardi di euro in aprile, contro 171 miliardi un anno prima.

Il riquadro 6 esamina sinteticamente le determinanti principali della posizione esterna dell'area.

#### Riquadro 6

#### VARIAZIONI DELLA POSIZIONE PATRIMONIALE SULL'ESTERO DELL'AREA DELL'EURO NEL 2008

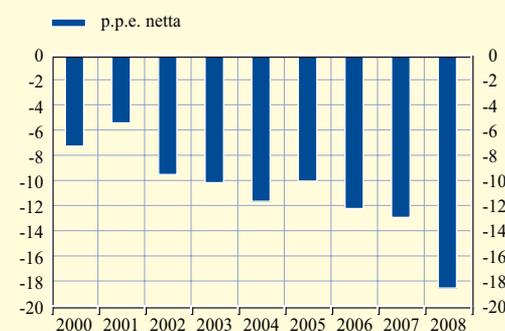
La posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) misura la posizione creditoria o debitoria netta di un paese o di un gruppo di paesi nei confronti del resto del mondo ed è data dalla differenza tra le attività e le passività finanziarie in essere valutate a prezzi di mercato alla fine di un periodo determinato. Essa varia principalmente in funzione di due fattori: (a) i flussi finanziari netti ("transazioni"), che costituiscono in teoria la controparte dei saldi di conto corrente di conto capitale<sup>1)</sup>; (b) le rivalutazioni risultanti dai movimenti dei tassi di cambio e dei prezzi delle attività e da altre rettifiche ("altre variazioni").

Le passività nette dell'area dell'euro sono cresciute quasi costantemente dalla fine del 2000 (cfr. figura A). Stime preliminari le pongono pari al 18,6 per cento del PIL alla fine del 2008, contro il 13,0 per cento di un anno prima.

Tra il 2000 e il 2007 le variazioni annue della p.p.e. dell'area dell'euro sono state in gran parte (per circa il 60 per cento) riconducibili al fattore "altre variazioni". Ciò vale soprattutto per il periodo 2002-05, in cui la quasi totalità dei movimenti annui della p.p.e. netta è ascrivibile a tale fattore (e in particolare alle rivalutazioni connesse alle oscillazioni dei cambi). Nel 2008, tuttavia, oltre la metà dell'aumento delle passi-

Figura A P.p.e. netta dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

1) In pratica, le distorsioni trovano riflesso nella voce "Errori e omissioni".

vità nette dell'area dell'euro sull'estero è stata dovuta alle operazioni finanziarie: gli acquisti netti di attività finanziarie dell'area da parte di non residenti sono stati infatti largamente superiori a quelli di attività finanziarie estere da parte di residenti. Anche l'impatto delle "altre variazioni" è stato significativo e ha concorso a far crescere la posizione passiva netta.

La scomposizione delle operazioni finanziarie per tipologia di strumenti (cfr. figura B) rivela che il contributo principale all'andamento della p.p.e. nel 2008 è provenuto dai maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio nell'area dell'euro (439 miliardi di euro, corrispondenti al 4,7 per cento del PIL). Ciò rispecchia l'effetto congiunto del rimpatrio di fondi da parte di residenti dell'area e dei perduranti investimenti da parte di soggetti esteri nell'area. Questi ultimi hanno riguardato soltanto

gli strumenti di debito e in particolare quelli del mercato monetario. Allo stesso tempo sono state registrate significative vendite nette di azioni dell'area. Il considerevole aumento degli acquisti di strumenti del mercato monetario dell'area da parte di non residenti ha riflesso principalmente la tendenza mondiale verso una ricomposizione dei portafogli a favore di attività più liquide e a breve scadenza, nel contesto di crescente incertezza. Inoltre, sia i residenti sia i non residenti hanno effettuato vendite nette di azioni e questo è in linea con la maggiore preferenza degli investitori per le attività meno rischiose durante una crisi finanziaria e di fiducia. Anche nella categoria degli "Altri investimenti" (composta principalmente da depositi e prestiti) sono stati registrati afflussi netti (160 miliardi di euro, corrispondenti all'1,7 per cento del PIL). Essi derivano dall'intensa attività di liquidazione svolta dalle IFM residenti, come parziale conseguenza del ridimensionamento della leva finanziaria. Gli investimenti diretti hanno invece fornito un contributo positivo alla p.p.e., registrando deflussi netti per 251 miliardi di euro (pari al 2,7 per cento del PIL), poiché le imprese dell'area dell'euro hanno continuato a investire all'estero.

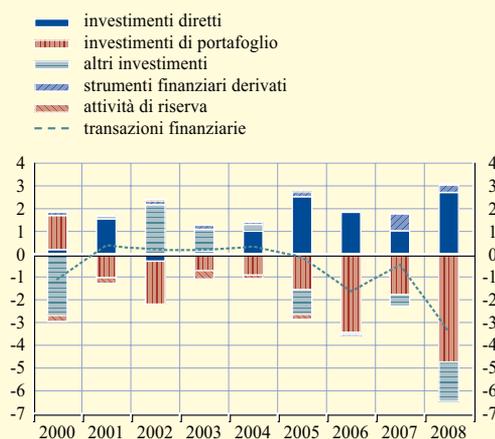
Le stime preliminari della scomposizione del fattore "altre variazioni" mostrano che l'apprezzamento dell'euro in termini effettivi nominali (3 per cento entro la fine dell'anno), data la composizione per valute delle attività e delle passività sull'estero dell'area, ha concorso a far salire la posizione debitoria netta nel 2008. Tale effetto è stato tuttavia parzialmente compensato dalle rivalutazioni risultanti dalla dinamica dei prezzi delle attività finanziarie. Ciò si spiega in qualche misura con il fatto che le minusvalenze registrate dai residenti dell'area dell'euro nei mercati azionari esteri, soprattutto britannici e statunitensi, sono state inferiori a quelle dei soggetti esteri nei mercati dei capitali dell'area.

L'entità dell'aumento della posizione passiva netta dell'area dell'euro nel 2008 va interpretata con cautela, poiché i dati relativi alla p.p.e. potrebbero essere rivisti nel corso dell'anno, quando saranno disponibili statistiche più complete<sup>2)</sup>.

2) A titolo illustrativo, nel 2008 gli afflussi netti per investimenti in titoli appaiono meno pronunciati se calcolati utilizzando la metodologia relativa ai conti dell'area dell'euro.

**Figura B Scomposizione delle transazioni finanziarie**

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

## L'IMPATTO DEGLI INTERVENTI GOVERNATIVI A SOSTEGNO DEL SETTORE BANCARIO SULLE FINANZE PUBBLICHE DELL'AREA DELL'EURO

*Sulla scia delle turbolenze finanziarie, intensificatesi nel settembre 2008, i governi europei hanno reagito rapidamente per ripristinare la stabilità del sistema finanziario. Molti hanno predisposto piani di salvataggio delle banche, intesi a restituire fiducia nel settore e a salvaguardare i flussi di credito. Sono state inoltre adottate misure discrezionali volte a stabilizzare l'economia. Questo articolo analizza l'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro e le implicazioni per la sostenibilità dei conti pubblici. Il quadro macroeconomico sfavorevole, l'aumento dei disavanzi e degli indici di indebitamento e i rischi di bilancio esaminati nell'articolo impongono ai governi di assumersi un impegno deciso e credibile verso un percorso di risanamento dei conti nel pieno rispetto del Patto di stabilità e crescita. Ciò preserverà la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche e favorirà sia la ripresa sia la crescita economica nel lungo periodo.*

### I INTRODUZIONE

Durante le prime fasi della crisi finanziaria, le implicazioni per l'Europa si ritenevano per lo più limitate a un numero ristretto di banche<sup>1)</sup>, in particolare a quelle che si finanziavano sui mercati all'ingrosso oppure che avevano investito in prodotti di finanza strutturata o avevano realizzato rilevanti operazioni fuori bilancio. Nel settembre 2008, dopo il fallimento di Lehman Brothers, la crisi si è intensificata e un numero crescente di istituzioni finanziarie europee ha evidenziato problemi di liquidità. Ciò le ha costrette a effettuare massicce svalutazioni di attivi, con implicazioni sfavorevoli per la loro stessa qualità creditizia. Reagendo alle turbolenze, i ministri finanziari degli Stati membri dell'Unione europea (UE) riuniti nel Consiglio Ecofin del 7 ottobre 2008 hanno concordato principi guida comuni aventi il duplice obiettivo di ripristinare la fiducia e il corretto funzionamento del settore finanziario. Tali principi prevedono che le misure nazionali a sostegno delle istituzioni finanziarie con rilevanza sistemica siano adottate in linea di massima per un periodo di tempo limitato e nel contesto di un quadro coordinato, tenendo debito conto degli interessi dei contribuenti. Dopo aver adottato un piano d'azione concertato a livello di intera area dell'euro il 12 ottobre 2008, i singoli paesi hanno annunciato (ulteriori) provvedimenti nazionali<sup>2)</sup> intesi a sostenere i rispettivi sistemi finanziari e garantire adeguate condizioni di finanziamento dell'economia come presupposti fondamentali per la crescita e l'occupazione.

Questo articolo esamina l'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario

sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro e le implicazioni per la sostenibilità dei conti pubblici. Le operazioni di salvataggio delle banche hanno influito sulla finanza pubblica attraverso il loro impatto diretto sui conti delle Amministrazioni pubbliche. Oltre al disavanzo e al debito, l'analisi deve considerare le passività potenziali connesse alle ampie garanzie statali offerte. Nel contempo l'andamento dei rendimenti sui titoli di Stato nell'area dell'euro hanno segnalato un cambiamento nella percezione degli investitori circa il merito creditizio dei vari paesi. La valutazione complessiva dell'impatto degli interventi nel settore finanziario sulle finanze pubbliche richiede inoltre una prospettiva di lungo periodo. In particolare, sarà l'azione dei governi in termini sia di strategie di uscita adottate dopo il ripristino di condizioni di fiducia e corretto funzionamento del settore finanziario sia di capacità di recuperare i costi di bilancio e la loro determinazione a tornare su posizioni di bilancio solide a determinare l'impatto di lungo periodo sulle finanze pubbliche.

Questo articolo è strutturato come segue: la seconda sezione fornisce brevi ragguagli sull'esperienza di alcune crisi bancarie passate, con particolare riguardo agli strumenti di intervento governativo e all'impatto degli stessi sul-

- 1) Nella seconda metà del 2007, la tedesca IKB e la britannica Northern Rock hanno richiesto piani di salvataggio come conseguenza della crisi sul mercato dei mutui *subprime* statunitensi. IKB ha subito perdite connesse alla sua esposizione verso tale mercato, mentre Northern Rock ha incontrato difficoltà a finanziarsi attraverso il canale interbancario.
- 2) Tra la fine di settembre e la fine di ottobre del 2008, dieci paesi appartenenti all'area dell'euro hanno annunciato piani di salvataggio delle banche.

le finanze pubbliche tenendo conto del recupero dei costi di bilancio iniziali; la terza analizza gli effetti sui conti delle Amministrazioni pubbliche riconducibili agli interventi varati dai governi dell'area dell'euro dal settembre 2008<sup>3)</sup>; la quarta esamina l'evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area a partire dall'intensificarsi della crisi finanziaria; la quinta valuta le possibili implicazioni per la sostenibilità delle finanze pubbliche dei paesi dell'area; la sesta conclude.

## 2 I COSTI DI MEDIO PERIODO PER LA FINANZA PUBBLICA DI ALCUNE CRISI BANCARIE PASSATE

Questa sezione passa in rassegna<sup>4)</sup> le caratteristiche comuni di alcune crisi bancarie passate e delle reazioni dei governi nelle economie avanzate. Per "crisi bancarie sistemiche" si intendono periodi in cui sia il settore finanziario sia quello societario registrano un numero elevato di fallimenti e gli operatori di entrambi incontrano gravi difficoltà nell'adempiere ai loro obblighi contrattuali e a rimborsare i debiti entro le scadenze concordate. Ne conseguono una forte espansione delle sofferenze e l'esaurimento di gran parte del capitale aggregato del sistema bancario.

Nel periodo successivo alla seconda guerra mondiale tali crisi sono state relativamente rare nei paesi sviluppati rispetto a quelli in via di sviluppo o emergenti, dove si sono spesso accompagnate a crisi valutarie o del debito pubblico, e di norma hanno avuto natura locale e origini connesse a squilibri nazionali. In questo senso, la portata mondiale del recente periodo di turbolenza finanziaria lo rende inedito e ne limita quindi la raffrontabilità con gli episodi precedenti.

Le crisi bancarie sono spesso intervenute sulla scia di politiche economiche procicliche e di una crescita straordinariamente rapida del credito. In alcuni casi, durante i periodi di robusta espansione economica le banche si sono assunte rischi eccessivi (spesso nei mercati immobiliari

o azionari), che si sono poi concretizzati quando l'economia è stata colpita da shock interni o esterni. In altri casi, hanno sviluppato una dipendenza eccessiva dai finanziamenti a breve termine.

Gli interventi pubblici sono per lo più consistiti in un insieme di misure intese a ripristinare la fiducia nel sistema finanziario e a sostenere il flusso di prestiti verso l'economia nazionale con lo scopo di evitare una stretta creditizia. In genere, come prima linea di difesa, è stato costituito un fondo di garanzia o è stata offerta una garanzia generale. Le garanzie hanno assunto forme diverse a seconda delle condizioni dei singoli paesi. Sono stati altresì forniti capitali alle istituzioni aventi problemi di liquidità o di solvibilità e con lo scopo di aiutare le banche a riportarsi sui livelli di patrimonializzazione richiesti. In cambio, i governi hanno acquisito quote dei soggetti destinatari degli aiuti o hanno effettuato vere e proprie nazionalizzazioni. I crediti in sofferenza sono stati in alcuni casi stralciati dai bilanci delle banche e trasferiti a società di gestione patrimoniale, per poi essere rivenduti. In caso di società di gestione a capitale pubblico, i proventi delle vendite hanno in parte compensato i costi di bilancio connessi agli interventi.

Le stime dei costi per la finanza pubblica connessi agli interventi diretti nel settore bancario variano notevolmente nei diversi studi, a seconda della loro definizione e della metodologia di

3) Le statistiche sono aggiornate al 29 maggio 2009, data di chiusura di questo numero del Bollettino mensile.

4) Per un approfondimento, cfr. Caprio, G. e Klingebiel, D., *Bank Insolvencies: Cross-Country Experience*, World Bank Policy Research Working Paper, n. 1620, luglio 1996; Laeven, L. e Valencia, F., *Systemic Banking Crises: A New Database*, Working Paper dell'FMI, n. 08/224, novembre 2008; Eschenbach, F. e Schuknecht, L., *The fiscal costs of financial instability revisited*, Working Paper della BCE, n. 191, novembre 2002; Jonung, L., Kiander, J. e Vartia, P., *The great financial crisis in Finland and Sweden: The dynamics of boom, bust and recovery, 1985-2000*, European Economy Papers, n. 350, dicembre 2008; Jonung, L., *The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-93. Seven reasons why it was successful*, European Economy Papers, n. 360, febbraio 2009; Reinhart, C. e Rogoff, K., *The Aftermath of Financial Crises*, Working Paper del NBER, n. 14656, gennaio 2009.

calcolo utilizzata<sup>5)</sup>. Alcuni vi fanno rientrare la sola spesa pubblica, mentre altri tengono conto anche del lato delle entrate. La letteratura individua tre canali principali per la valutazione dei costi di bilancio derivanti dall'instabilità finanziaria<sup>6)</sup>: (i) costi diretti di salvataggio (che possono comprendere o meno la vendita futura delle attività finanziarie acquistate dal governo); (ii) il mancato gettito fiscale conseguente al calo delle plusvalenze, delle negoziazioni di strumenti finanziari e dei consumi; (iii) gli effetti di secondo ordine delle variazioni di prezzo delle attività sia sull'economia reale sia sulla componente ciclica del saldo di bilancio e attraverso l'onere per il servizio del debito pubblico. I suddetti costi vanno soppesati alla luce dei benefici economici e sociali di una stabilizzazione del settore finanziario.

La tavola 1 presenta le stime disponibili<sup>7)</sup> dei costi di bilancio lordi e dei tassi di recupero degli stessi per alcune crisi bancarie sistemiche che, in passato, hanno colpito determinate economie avanzate (Finlandia, Giappone, Norvegia e Svezia). L'incidenza sul PIL dei costi lordi, stimata sui cinque anni successivi allo scoppio della crisi, risulta maggiore in Giappone (circa il 14 per cento) e relativamente modesta in Norvegia e Svezia (approssimativamente il 3-4 per cento).

L'ultima colonna della tavola riporta la percentuale di costi lordi che il governo è riuscito a recuperare, ad esempio attraverso la vendita di crediti in sofferenza o la privatizzazione di istituti bancari. In genere variano notevolmente da paese a paese e dipendono da caratteristiche

nazionali quali la modalità di intervento pubblico, la qualità degli attivi finanziari acquistati, gli andamenti valutari e le condizioni di mercato al momento della vendita delle attività da parte del governo. Le stime dell'FMI<sup>8)</sup> collocano il tasso di recupero al 94,4 per cento in Svezia a cinque anni dalla crisi del 1991 e all'1 per cento in Giappone cinque anni dopo la crisi del 1997. Il dato riferito al Giappone è tuttavia salito al 54 per cento nel 2008.

I costi di bilancio di medio periodo del sostegno al settore finanziario hanno mostrato di dipendere fortemente sia dalle strategie di uscita adottate dai governi per ridurre la loro presenza nel settore dopo la normalizzazione delle condizioni sia dai tassi di recupero raggiunti con la vendita delle attività precedentemente acquistate. Le strategie di uscita possono essere viste come

- 5) I costi di bilancio possono essere stimati in due modi. Quello induttivo (*bottom-up*) somma tutte le misure ufficiali connesse a una crisi, sebbene alcune siano difficili da quantificare soprattutto se poste in essere da istituzioni classificate come esterne alle Amministrazioni pubbliche. Tale approccio è stato seguito in Laeven, L. e Valencia, F. (2008) *op. cit.* Quello deduttivo (*top-down*) prende come riferimento iniziale il rapporto debito pubblico/PIL prima della crisi finanziaria e ipotizza che qualunque variazione dello stesso sia da ricondurre alla crisi. L'approccio *top-down*, che include anche variazioni del debito non connesse alla crisi, viene seguito da Reinhart, C. e Rogoff, K. (2009), *op. cit.*
- 6) Cfr. ad esempio, Eschenbach, F. e Schuknecht, L. (2007), *op. cit.*
- 7) In base a Laeven, L. e Valencia, F. (2008), *op. cit.*
- 8) Le stime dell'FMI mostrano che il tasso di recupero medio nelle economie avanzate è di circa il 55 per cento e che risente, fra l'altro, della solidità del quadro di finanza pubblica. Ulteriori dettagli sono disponibili in *The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis*, FMI, 6 marzo 2009, pag. 9.

Tavola 1 I costi per le finanze pubbliche di alcune crisi bancarie sistemiche

Paese	Data di inizio della crisi	Costi lordi (in percentuale del PIL)	Tasso di recupero dei costi (in percentuale del PIL)	Tasso di recupero dei costi (in percentuale dei costi lordi)
Finlandia	settembre 1991	12,8	1,7	13,3
Giappone	novembre 1997	14,0	0,1	0,7
Norvegia	ottobre 1991	2,7	2,1	77,8
Svezia	settembre 1991	3,6	3,4	94,4

Fonte: Laeven, L. e Valencia, F. (2008).

Note: la data di inizio è stata individuata da Laeven, L. e Valencia, F. (2008) sulla base della loro definizione di crisi bancaria sistemica. I rapporti sono stimati su un periodo di cinque anni successivo alla crisi finanziaria.

programmi intesi a invertire le misure anticrisi. Le variabili fondamentali per una decisione al riguardo sono il tempo (vale a dire la velocità con la quale il governo decide di invertire i provvedimenti adottati, ad esempio ritirando le garanzie e le altre forme di sostegno pubblico) e la portata (cioè la misura in cui il governo desidera tornare alle condizioni precedenti la crisi, ad esempio riducendo la quota pubblica nel capitale del settore bancario). Nelle precedenti crisi bancarie, strategie concrete venivano raramente specificate *ex ante*. Se il governo nazionalizzava una parte sostanziale del settore bancario oppure acquistava ingenti quantitativi di attività, rivendeva le proprie partecipazioni una volta terminata la crisi. L'esperienza svedese<sup>9)</sup> mostra che una riuscita gestione delle crisi finanziarie richiede, come fattori determinanti: interventi pubblici tempestivi; un quadro giuridico e istituzionale adeguato per le procedure di risoluzione; una completa trasparenza da parte dei soggetti interessati; una politica di risoluzione differenziata, che minimizzi il rischio di comportamenti opportunistici (*moral hazard*) costringendo gli operatori privati ad assorbire le perdite prima che il governo intervenga finanziariamente.

### 3 I COSTI PER LA FINANZA PUBBLICA DEL SOSTEGNO ALLE BANCHE NELL'AREA DELL'EURO

Il piano d'azione concertato dei paesi appartenenti all'area dell'euro reso noto il 12 ottobre 2008 ha spianato la strada per uno sforzo di stabilizzazione del sistema finanziario generalmente coordinato a livello dell'intera UE. I governi hanno fornito un sostegno sotto forma di: (a) garanzie pubbliche per i prestiti interbancari e le nuove emissioni di debito delle banche; (b) ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie in difficoltà; (c) estensione della copertura offerta dall'assicurazione sui depositi; (d) programmi di sostegno agli attivi delle banche. Tali misure si sono aggiunte alla notevole iniezione di liquidità fornita dalla BCE e sono state di norma attuate in linea con le indicazioni specifiche della BCE e della Commissione europea<sup>10)</sup>.

### 3.1 PRINCIPI CONTABILI

L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sui conti delle Amministrazioni pubbliche viene valutato sulla base dei principi contabili contenuti nel Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95)<sup>11)</sup>. Per fare in modo che la compilazione delle statistiche sul disavanzo e il debito pubblico sia coerente e omogenea nei vari Stati membri, Eurostat sta elaborando ulteriori orientamenti metodologici sulle modalità di contabilizzazione delle operazioni effettuate in risposta alla crisi finanziaria conformemente al SEC 95. In questo processo ha consultato il Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti (CMFB)<sup>12)</sup> per definire i termini di applicazione delle regole contabili.

Il CMFB ha compilato una tipologia di interventi e una serie di principi contabili. In attesa della decisione di Eurostat sui principi da applicare, i pareri del CMFB hanno già fornito alcuni orientamenti utili. Gran parte degli Stati membri se ne è già avvalsa al momento di compilare le statistiche sul disavanzo e il debito pubblico per gli anni 2005-08, nel contesto della notifica ad Eurostat della primavera 2009 ai fini della procedura per i disavanzi eccessivi. Non è tuttavia da escludere che alcuni debbano rivedere le loro statistiche una volta che Eurostat avrà adottato la propria decisione in merito. I principi applicabili ai diversi tipi di intervento pubblico sono presentati nella sezione che segue.

9) Cfr. Jonung, L. (2009), *op. cit.*

10) La BCE ha formulato le seguenti serie di raccomandazioni: (i) Raccomandazioni relative a garanzie statali sul debito bancario ([http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations\\_on\\_guaranteesen.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_guaranteesen.pdf)); (ii) Raccomandazioni sulla valutazione delle ricapitalizzazioni ([www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations\\_on\\_pricing\\_for\\_recapitalisation.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisation.pdf)) e Principi guida per i meccanismi di sostegno agli attivi delle banche (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/guidingprinciplesbankassetsupportschemesen.pdf>).

11) Il SEC 95 è stato adottato mediante regolamento (CE) n. 2223/96 del Consiglio ed è disponibile all'indirizzo: <http://circa.europa.eu/irc/dsis/nfaccount/info/data/esa95/en/titelen.htm>.

12) Il CMFB è composto da esponenti dell'alta direzione degli istituti di statistica nazionali e delle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'UE, oltre che da rappresentanti della Commissione europea e della BCE. Cfr. anche: [www.cmfb.org](http://www.cmfb.org).

**PRINCIPI GENERALI**

1. Le garanzie prestate dalle Amministrazioni pubbliche rappresentano passività potenziali e sono registrate fuori bilancio nel quadro del SEC 95, a meno che non siano attivate o esista la forte probabilità che diventino esigibili. L'escussione di una garanzia determina di norma un trasferimento in conto capitale nel bilancio delle Amministrazioni pubbliche, che peggiora il disavanzo.
2. Le ricapitalizzazioni effettuate attraverso l'acquisto di nuove azioni a prezzi di mercato sono registrate come "operazioni finanziarie" senza effetti immediati sul saldo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche. Se il prezzo di acquisto è indiscutibilmente superiore a quello di mercato, si contabilizza un trasferimento in conto capitale per la differenza e questo influisce negativamente sul saldo. L'acquisto di azioni bancarie non quotate (ad esempio, privilegiate) viene registrato come operazione finanziaria se si prevede che generi un rendimento sufficiente ai sensi delle norme dell'UE in materia di aiuti di Stato.
3. I prestiti sono registrati come operazioni finanziarie se l'istituzione beneficiaria è contrattualmente tenuta a versare un interesse e rimborsare il capitale. Ove esistano prove documentate della forte improbabilità di rimborso (totale o parziale), si registra un trasferimento in conto capitale.
4. Gli acquisti di attività riguardano attivi o prestiti deteriorati, il cui valore di mercato è difficile da determinare. Per effettuarli, le Amministrazioni pubbliche possono decidere di creare un'apposita struttura (*defeasance structure*). Quando il prezzo di acquisto è superiore a quello di mercato, si registra un trasferimento in conto capitale pari alla differenza al momento dell'acquisto. Il prezzo di mercato o d'asta, ove non sia noto, può essere adeguatamente approssimato dal valore contabile dell'attività (basato su opportuni principi di contabilità d'impresa) al momento dell'operazione oppure da una valutazione indipendente (fondata su una tecnica di mercato). In caso

di vendita di un'attività l'anno successivo al suo acquisto, se le condizioni di mercato sono considerate analoghe a quelle del momento in cui è stato effettuato l'acquisto originario e il prezzo di vendita è inferiore a quello di acquisto, la differenza può essere registrata come trasferimento in conto capitale.

5. Gli scambi di attività di pari valore e gli accordi standard per il prestito titoli senza garanzia in contanti sono, in linea di principio, operazioni fuori bilancio che non influiscono né sul disavanzo né sul debito delle Amministrazioni pubbliche.
6. Quando le Amministrazioni pubbliche cancellano i crediti che vantano nei confronti di un'istituzione finanziaria o ne assumono i debiti, si determina un trasferimento in conto capitale che fa aumentare il disavanzo.
7. Le commissioni, i dividendi o i pagamenti in conto interessi che le Amministrazioni pubbliche ricevono dalle banche a seguito degli interventi si registrano dal lato delle entrate e migliorano il saldo di bilancio.

**CLASSIFICAZIONE DELLE UNITÀ ISTITUZIONALI E POSSIBILE RICLASSIFICAZIONE DELLE OPERAZIONI**

In alcuni casi le Amministrazioni pubbliche hanno costituito nuove unità istituzionali a sostegno del settore finanziario, per le quali è importante determinare correttamente il settore di appartenenza. Se tali unità rientrano nel settore delle Amministrazioni pubbliche, il loro debito si aggiungerà a quello pubblico.

Il primo passo verso l'individuazione del settore cui appartiene una nuova unità consiste nel valutare se si configura come distinta, vale a dire se gode di autonomia decisionale nell'esercizio della sua funzione principale conformemente ai principi del SEC 95. Questi ultimi si prestano tuttavia a interpretazioni diverse e il CMFB non si è pronunciato a favore di nessuna in particolare. Ha però formulato un parere secondo il quale un nuovo organismo finanziario a capitale prevalentemente privato e consi-

derato un'unità istituzionale distinta dovrebbe comunque essere classificato nel settore delle Amministrazioni pubbliche se queste ultime ne stabiliscono le attività e si assumono *in toto* o in gran parte i rischi connessi alle stesse (ad esempio garantendo la totalità o la maggior parte dei finanziamenti) oppure se offre principalmente beni e servizi non destinabili alla vendita e fruibili dall'intera collettività.

Le società a capitale pubblico non rientrano nel settore delle Amministrazioni pubbliche in base al SEC 95. Le operazioni di salvataggio da esse effettuate possono tuttavia essere registrate nei conti delle Amministrazioni pubbliche quando si ritiene che siano svolte "per conto" di queste ultime. Il CMFB è del parere che tale riclassificazione contabile possa avvenire soltanto alle condizioni specificate nel SEC 95, oppure quando esistano riscontri incontrovertibili (ad esempio istruzioni scritte) del fatto che le Amministrazioni pubbliche hanno incaricato la società di effettuare le suddette operazioni. Le

operazioni di liquidità di banca centrale intese a preservare la stabilità finanziaria sono considerate parte del mandato tradizionale delle banche centrali e non dovrebbero quindi influire sui conti pubblici.

### 3.2 IMPATTO SUL DISAVANZO E SUL DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Sulla base dei principi contabili illustrati nella sezione 3.1, si ritiene che l'impatto diretto delle diverse misure a sostegno del settore finanziario sul disavanzo pubblico sia limitato nel breve-medio periodo e che quello sul debito pubblico dipenda in larga parte dal fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche connesso con la necessità di finanziare le misure adottate. La tavola 2 presenta una panoramica degli interventi posti in essere dai governi dell'area dell'euro nel 2008 e in questa prima parte del 2009, che dovrebbero determinare un aumento del debito pubblico nell'area dell'euro complessivamente pari al 3,3

**Tavola 2 - Interventi cumulati e relativo impatto sui conti pubblici nei paesi dell'area dell'euro**

(2008-09; in percentuale del PIL del 2009)

	Tipologia di intervento							Impatto sui conti pubblici		
	Garanzie	Immissioni di capitale		Acquisto di attività	Scambio/prestito di attività	Assunzione/cancellazione di debiti	Altre misure	Debito	Passività potenziali	
		Acquisto di azioni	Prestiti						concesse	massimo previsto
Belgio	21,0	4,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	21,0	34,6
Germania	6,3	1,3	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	2,9	6,3	18,7
Irlanda	214,8	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	214,8	242,0
Grecia	0,6	1,6	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	1,6	0,6	6,1
Spagna	3,1	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0	1,8	3,1	18,9
Francia	1,1	0,7	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	1,1	16,8
Italia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cipro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lussemburgo	12,8	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3	12,8	0,0
Malta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Paesi Bassi	5,0	6,5	7,6	3,9	0,0	0,0	0,2	18,2	5,0	35,0
Austria	6,6	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	6,6	27,8
Portogallo	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	12,4
Slovenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6	3,6	0,0	33,2
Slovacchia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finlandia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	28,1
<b>Area dell'euro</b>	<b>7,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>3,3</b>	<b>7,5</b>	<b>19,9</b>

Fonte: Eurosystema.

Note: statistiche aggiornate a metà maggio 2009. Non sono incluse le garanzie sui depositi.

per cento del PIL entro la fine del 2009. Belgio, Lussemburgo e Paesi Bassi dovrebbero registrare gli incrementi più elevati (rispettivamente 7,4, 8,3 e 18,2 per cento del PIL).

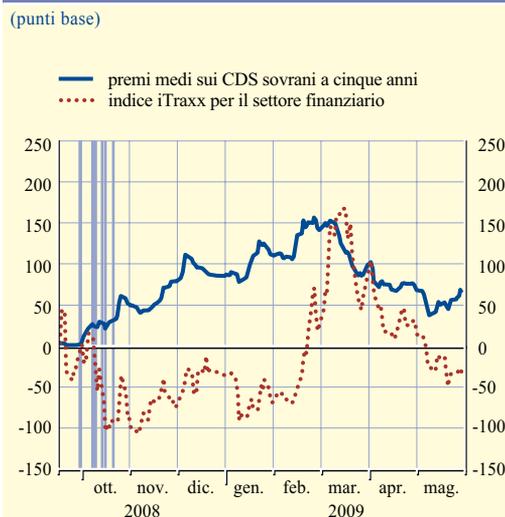
Nel valutare le implicazioni sul bilancio pubblico dei suddetti interventi occorre tener conto non solo dell'impatto diretto sul disavanzo e il debito, ma anche delle passività potenziali delle Amministrazioni pubbliche (ad esempio, delle garanzie prestate). Si prevede che a fine 2009 le passività potenziali connesse agli interventi (escluse le garanzie statali sui depositi) raggiungano il 7,5 per cento circa del PIL nell'insieme dell'area dell'euro, con considerevoli rischi potenziali per i bilanci di tutte le economie che hanno previsto sistemi di garanzia. L'Irlanda è il paese dell'area che presenta le passività potenziali maggiori (circa il 215 per cento del PIL, escluse le garanzie sui depositi).

#### 4 L'IMPATTO SUI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO

Gli interventi pubblici nel settore bancario sono riusciti a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario, un successo il cui prezzo è rappresentato dal fatto che i governi hanno dovuto sostenere considerevoli costi e rischi di credito. L'evoluzione recente dei rendimenti sui titoli di Stato nell'area dell'euro segnala in effetti un cambiamento nella percezione degli investitori circa il merito di credito dei vari paesi.

Tra la fine di settembre e la fine di ottobre del 2008, quando molti governi dell'area hanno annunciato sostanziosi piani di salvataggio bancario, il clima di mercato verso gli emittenti sovrani è peggiorato. Ciò ha fatto salire bruscamente i premi sui *credit default swap* (CDS) riferiti a emissioni sovrane dell'area dell'euro, mentre quelli relativi alle istituzioni finanziarie europee (che rientrano nell'indice iTraxx per il settore finanziario)<sup>13</sup> hanno iniziato a scendere. Tale andamento viene illustrato nella figura 1, che riporta le variazioni cumulate da metà settembre dei premi medi sui CDS sovrani a cinque anni e di quelli sui CDS relativi alle istituzioni finan-

**Figura 1 - Variazioni cumulate dei premi medi sui CDS sovrani a cinque anni per i paesi dell'area dell'euro e dell'indice iTraxx per il settore finanziario**



Fonti: Datastream ed elaborazioni della BCE.

Nota: le barre verticali indicano le date di annuncio dei piani di salvataggio delle banche nei paesi dell'area dell'euro.

ziarie incluse nell'indice iTraxx. Le barre verticali nella figura indicano le date di annuncio dei piani di salvataggio bancario. Dalla figura emerge che, in corrispondenza con gli annunci, i premi sui CDS sovrani sono aumentati mentre quelli sui CDS relativi alle istituzioni finanziarie sono diminuiti. Tale andamento suggerisce che questi piani di salvataggio hanno ridotto in parte il rischio di credito bancario e hanno determinato un trasferimento immediato del rischio di credito dal settore finanziario a quello pubblico<sup>14</sup>.

13) Un *credit default swap* (CDS) è un contratto in virtù del quale un soggetto che intende acquisire copertura dal rischio (*protection buyer*) versa un premio periodico a un soggetto che intende prestarla (*protection seller*) e riceve in cambio un pagamento se si verifica un "evento creditizio", ad esempio se alle scadenze prestabilite l'ente di riferimento (un emittente privato o pubblico) si trova nell'impossibilità di versare gli interessi o effettuare i rimborsi relativi agli strumenti di debito (in genere obbligazioni o prestiti). L'indice iTraxx per il settore finanziario riunisce gli spread sui CDS di 25 istituzioni finanziarie europee, fra cui alcune britanniche e svizzere.

14) Cfr. anche il riquadro *Effetti dei piani di salvataggio delle banche varati dai governi sul rischio di credito percepito dagli investitori* nel numero di marzo 2009 di questo Bollettino.

## DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI PUBBLICHE

Benché generalizzata, l'ascesa dei premi sui CDS sovrani non è stata uniforme in tutti i paesi dell'area dell'euro. Ciò trova riflesso nei rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'area rispetto alla Germania<sup>15)</sup>. La figura 2 riporta i tassi sulle obbligazioni pubbliche a dieci anni per gran parte dei paesi dell'area tra gennaio 2007 e maggio 2009. Piuttosto omogenei prima dell'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nel settembre 2008, hanno successivamente evidenziato notevoli differenze tra paesi che si sono ridotte solo a partire da marzo.

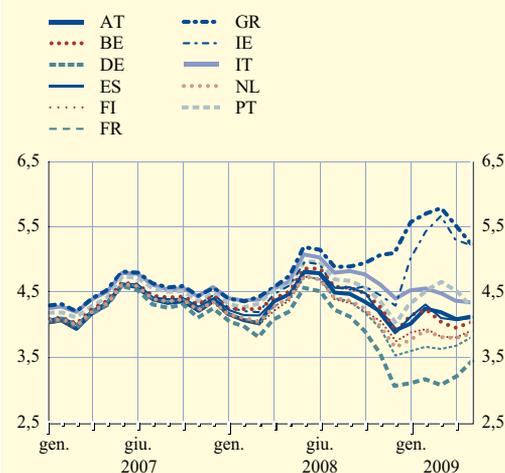
Rispetto a gennaio 2007, i rendimenti sui titoli decennali sono nell'insieme diminuiti in cinque paesi (Germania, Francia, Paesi Bassi, Belgio e Finlandia), rimasti stabili in quattro (Austria, Spagna, Italia e Portogallo) e aumentati in due (Grecia e Irlanda). Ciò sta a indicare che – sebbene tutti i governi abbiano annunciato piani di ampia portata per il salvataggio delle banche – gli investitori hanno operato una differenziazione tra paesi, principalmente sulla base di fattori specifici<sup>16)</sup>. In particolare, la letteratura sulle determinanti dei rendimenti obbligazionari a lungo termine suggerisce che i fondamentali macroeconomici e di

bilancio di un paese influiscono sulle aspettative degli operatori quanto al merito di credito dello stesso ed è probabile che questo incida sugli andamenti nei mercati dei titoli di Stato<sup>17) 18)</sup>.

Nel quarto trimestre del 2008, le prospettive per la crescita economica si sono deteriorate e quelle per i bilanci pubblici dell'area dell'euro hanno quindi registrato un rapido peggioramento. Ciò ha riflesso l'impatto degli stabilizzatori automatici, del minor gettito, dell'espansione della spesa e dei pacchetti di misure discrezionali di stimolo all'economia approvati in alcuni paesi, oltre che l'aumento del rapporto fra il debito e il PIL. Di conseguenza, in diversi paesi dell'area il disavanzo di bilancio ha superato il valore di riferimento del 3 per cento del prodotto. È quindi possibile che le prospettive dei conti pubblici dei singoli paesi abbiano indotto gli investitori a fare maggiore distinzione tra i diversi emittenti sovrani, richiedendo premi per il rischio più elevati ai paesi ritenuti particolarmente vulnerabili (cfr. il riquadro)<sup>19)</sup>.

**Figura 2 Rendimenti dei titoli di Stato decennali nei paesi dell'area dell'euro**

(medie mensili; percentuali annue)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

- 15) L'evoluzione dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane riflette due fattori principali: il rischio di credito e il rischio di liquidità. Per un'analisi approfondita del ruolo di entrambi nell'ampliamento degli spread, cfr. il riquadro *Il recente ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino.
- 16) I differenziali di rendimento delle obbligazioni pubbliche non sono variati soltanto nei paesi dell'area dell'euro. Le turbolenze finanziarie hanno fatto ampliare anche gli spread tra i titoli emessi dai singoli Stati e quelli collocati dal governo federale negli Stati Uniti.
- 17) Inoltre, le dimensioni del settore finanziario in rapporto a quelle dell'economia possono influire sulla percezione degli investitori circa la vulnerabilità di un paese alla crisi finanziaria. Un settore finanziario sviluppato può segnalare un maggior calo di entrate come conseguenza dell'improvvisa caduta dei prezzi delle attività, oltre che un più elevato costo di bilancio iniziale derivante dalle misure di sostegno per le banche.
- 18) Cfr. ad esempio: Schuknecht, L., von Hagen, J. e Wolswijk, G., *Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada*, Working Paper della BCE, n. 879, marzo 2008; Caporale, G. e Williams, G., "Long-term nominal interest rates and domestic fundamentals", *Review of Financial Economics*, vol. 11, pagg. 119-130, 2002.
- 19) Le stime dell'FMI segnalano anche l'importanza delle variabili di finanza pubblica per gli andamenti dei differenziali sulle obbligazioni sovrane durante la crisi attuale. È stato riscontrato che, dal settembre 2008, i differenziali sono sensibili sia alle variazioni previste del debito pubblico sia alla frequenza di insolvenza attesa dell'istituzione finanziaria mediana del paese in questione. Cfr. "Addressing the Crisis", *Regional Economic Outlook: Europe*, FMI, maggio 2009, pag. 40.

## Riquadro

**LE DETERMINANTI DEI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO SULLE OBBLIGAZIONI SOVRANE A LUNGO TERMINE NELL'AREA DELL'EURO**

I differenziali di rendimento tra i titoli pubblici a lungo termine di gran parte dei paesi dell'area dell'euro e quelli tedeschi si sono notevolmente ampliati dal settembre 2008 (cfr. figura 2 nel testo principale dell'articolo). Questo riquadro presenta un modello empirico inteso a individuare le possibili determinanti di tale evoluzione nel recente periodo di turbolenze finanziarie.

Come indicato nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino <sup>1)</sup> e nella letteratura accademica <sup>2)</sup>, è probabile che i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro dipendano da fattori quali: il rischio di credito attribuito dagli investitori ai diversi paesi (rilevato in particolare dalla solidità relativa delle posizioni di bilancio attese o da altri indicatori del merito di credito), il rischio di liquidità di mercato (che può essere connesso alle dimensioni relative dei mercati delle obbligazioni sovrane) e il grado di avversione al rischio mostrato dagli investitori internazionali (che in momenti di particolare incertezza potrebbe essere notevolmente differenziato fra i paesi). Inoltre, data la natura particolare del periodo di turbolenze finanziarie considerato in questa analisi, anche gli annunci pubblici di consistenti piani di salvataggio delle banche possono spiegare l'ampliamento degli *spread* all'interno dell'area.

Per spiegare i differenziali di rendimento tra le obbligazioni pubbliche decennali di dieci paesi dell'area dell'euro <sup>3)</sup> e i corrispondenti titoli tedeschi (*spread*) viene utilizzato il modello empirico descritto qui di seguito.

$$spread_{it} = \alpha + \rho spread_{it-1} + \beta_1 ANN_{it} + \beta_2 FISC_{it} + \beta_3 IntlRisk_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

Nel modello, *ANN* denota gli annunci di piani di salvataggio delle banche effettuati dai vari governi dell'area (questa variabile è posta pari a 1 dopo la data dell'annuncio e a 0 prima); *FISC* indica il livello atteso per il saldo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche e/o il debito lordo in percentuale del PIL rispetto alla Germania nei due anni successivi, come pubblicato con cadenza semestrale dalla Commissione europea; *IntlRisk* costituisce una misura indiretta dell'avversione al rischio degli investitori internazionali, misurata come differenza di rendimento tra le obbligazioni societarie decennali con rating AAA negli Stati Uniti e i titoli del Tesoro statunitensi di pari scadenza; *LIQ* è una *proxy* del grado di liquidità dei mercati delle obbligazioni pubbliche nell'area dell'euro, rappresentata dall'entità delle emissioni sovrane lorde di un determinato paese rispetto alla Germania;  $\varepsilon_{it}$  è il residuo non spiegato.

- 1) Cfr. il riquadro *Il recente ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino.
- 2) Cfr. ad esempio: Codogno, L., Favero, C. e Missale, A., (2003), "Yield Spreads on EMU Government Bonds", *Economic Policy*, ottobre, pagg. 505-532; Lemmen, J. e Goodhart, C., (1999) "Credit risks and European government bond markets: a panel data econometric analysis", *Eastern Economic Journal* 25, pagg. 77-107; Geyer, A., Kossmeier, S. e Pichler, S., (2004), "Measuring Systematic Risk in EMU Government Yield Spreads", *Review of Finance*, 8, pag. 171; Bernoth, K., von Hagen, J. e Schuknecht, L., (2004), *Sovereign Risk Premia in the European Government Bond Market*, Working Paper della BCE, n. 369; Schuknecht, L., von Hagen, J. e Wolswijk, G., (2008), *Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada*, Working Paper della BCE, n. 879; riquadro 3.2 dal titolo "What drives sovereign bond spreads in the euro area?", *Economic Outlook* dell'OCSE, marzo 2009; "Addressing the Crisis", *Regional Economic Outlook: Europe*, FMI, maggio 2009, pag. 40.
- 3) Belgio, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

La tavola mostra le stime giornaliere e le medie mensili per la variabile dipendente <sup>4)</sup> nel periodo compreso tra il 31 luglio 2007 e il 25 marzo 2009.

Secondo questo modello, a parte gli alti livelli di persistenza dei differenziali giornalieri e mensili, *spread* più elevati nell'area dell'euro sono spiegati principalmente da più elevati livelli attesi del disavanzo e del debito dei vari paesi rispetto alla Germania, dalla maggiore avversione al rischio degli investitori internazionali, da un minore spessore dei mercati dei titoli pubblici rispetto al mercato tedesco. Gli annunci di piani di salvataggio delle banche avrebbero fatto aumentare, in media, la percezione di rischiosità del debito pubblico a lungo termine rispetto alla Germania.

Per concludere, l'evidenza empirica presentata mostra che i paesi dell'area dell'euro con posizioni di bilancio attese più favorevoli possono beneficiare di costi di indebitamento relativamente inferiori nei periodi di crisi. Ciò lascia loro un margine di manovra più ampio in termini di costi maggiori delle nuove emissioni e di rischi di bilancio derivanti dalle operazioni di salvataggio delle banche, che si sono dimostrate fondamentali nel salvaguardare la fiducia nel sistema finanziario e la stabilità dello stesso.

4) Ove disponibili, le variabili esplicative sono espresse anche a frequenze giornaliere e mensili. I valori attesi per il saldo di bilancio e il debito lordo delle Amministrazioni pubbliche sono quelli pubblicati (con frequenza per lo più semestrale) dalla Commissione europea; i dati sulla liquidità sono trimestrali. La correzione degli errori standard stimati (mediante *clustering*) per tener conto delle diverse frequenze dei dati non modifica le conclusioni.

#### Risultati delle stime per la variabile dipendente *spread* in un *panel* dinamico

Variabili esplicative	Dati giornalieri	Dati mensili
<i>Spread</i> (t-1)	0,9829***	0,9704***
Annuncio di piani di salvataggio delle banche	0,0046**	0,0582**
Saldo di bilancio atteso	-0,0007**	-
Debito pubblico atteso	0,0001**	0,0008**
Avversione internazionale al rischio	0,0000***	0,0003*
Misura indiretta della liquidità	-0,0037***	-0,0233***
Costante	0,0024*	0,0074
N. di osservazioni dell'Eurosistema	4200	196

Fonti: Commissione europea, Bloomberg, BCE ed elaborazioni della BCE. Note: la variabile dipendente (*spread*) è espressa in punti percentuali. La tavola mostra i coefficienti stimati e il loro livello di significatività (\*10 per cento, \*\*5 per cento, \*\*\*1 per cento). Per la stima è stata utilizzata la tecnica FGLS (*Feasible Generalised Least Squares*), in presenza di autocorrelazione AR(1) all'interno dei *panel* e di eteroschedasticità tra *panel*.

La figura 3, che rappresenta la relazione fra i differenziali tra i titoli di Stato a dieci anni nei paesi dell'area dell'euro rispetto alla Germania e i saldi di bilancio attesi di tali economie in rapporto a quella tedesca, conferma quanto detto. Essa mostra che, nei paesi con saldi di bilancio attesi meno favorevoli rispetto alla Germania, gli *spread* sono stati più elevati. La Francia, dove il differenziale è aumentato solo lievemente malgrado il saldo di bilancio fosse meno favorevole, costituisce un'eccezione che potrebbe spiegarsi con il livello potenzialmente inferiore del premio di liquidità in tale paese rispetto agli altri considerati.

#### IMPATTO SUL COSTO DEL DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

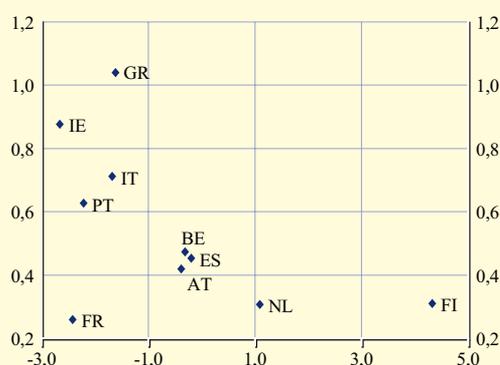
Dal punto di vista delle finanze pubbliche, un aumento dei tassi dei titoli di Stato a lungo

termine desta timore: è infatti potenzialmente indicativo di una minore disponibilità degli investitori a fornire finanziamenti a lungo termine e potrebbe tradursi in un più elevato costo per il servizio del debito, a seconda della struttura per scadenze dei titoli sia in essere sia di nuova emissione. La figura 4 descrive la variazione dei rendimenti sulle obbligazioni sovrane con scadenza a uno, due, cinque e dieci anni tra gennaio 2007 e maggio 2009 nei paesi dell'area dell'euro per i quali sono disponibili informazioni. Se ne evince che i tassi a uno e due anni sono diminuiti notevolmente ovunque, mentre quelli a cinque e dieci anni non hanno evidenziato andamenti uniformi tra paesi. Il calo generalizzato dei rendimenti a breve potrebbe essere in parte connesso alla riduzione dei tassi di riferimento ufficiali. Anche la ridotta propensione degli investitori per le atti-

**Figura 3 Differenziale di rendimento sui titoli di Stato decennali e saldo di bilancio atteso di alcuni paesi dell'area dell'euro rispetto alla Germania**

(punti percentuali)

asse delle ascisse: saldo di bilancio medio atteso (in percentuale del PIL) rispetto alla Germania  
 asse delle ordinate: differenziale di rendimento sui titoli di Stato decennali rispetto alla Germania



Fonti: Bloomberg, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: per ciascun paese il saldo di bilancio atteso per il 2007, 2008 e 2009 viene calcolato utilizzando le previsioni più recenti della Commissione europea disponibili in ciascun dato momento. I differenziali di rendimento costituiscono una media per il periodo compreso tra il 31 luglio 2007 e il 29 maggio 2009.

**Figura 4 Variazioni dei rendimenti sui titoli di Stato nell'area dell'euro**

(maggio 2009 rispetto a gennaio 2007; medie mensili; punti base)

— a un anno  
 ■ a due anni  
 ■ a cinque anni  
 ■ a dieci anni



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

vità finanziarie più rischiose del settore privato potrebbe aver sostenuto la domanda di titoli pubblici meno remunerativi ma più sicuri a tutte le scadenze, tenendo comunque conto delle differenze di merito di credito tra paesi. In tale contesto di minori tassi di interesse, il costo del finanziamento sarà tanto minore quanto maggiore è la quota di debito che le Amministrazioni pubbliche possono e vogliono finanziare a tali tassi.

## 5 IMPLICAZIONI PER LA SOSTENIBILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Con “sostenibilità dei conti pubblici” si intende la capacità di un governo di soddisfare le proprie obbligazioni nel lungo periodo<sup>20</sup>. Ciò richiede che le politiche del governo soddisfino il vincolo di bilancio intertemporale, vale a dire che il valore attuale dei saldi primari attesi (cioè il saldo di bilancio al netto dei pagamenti per interessi) sia quantomeno pari allo stock di debito in essere<sup>21</sup>.

In linea di principio, l'andamento del rapporto debito netto/PIL dipende da tre fattori principali: (a) l'indice di indebitamento corrente, che costituisce un retaggio delle politiche di bilancio passate; (b) il rapporto tra il saldo di bilancio primario e il PIL; (c) la differenza tra il tasso di interesse nominale (implicito) e la crescita del PIL in termini nominali. Se il tasso di interesse nominale è superiore al tasso di crescita del PIL in termini nominali, serve un avanzo primario per mantenere invariato il rapporto debito/PIL (e un avanzo ancora maggiore per ridurlo). Un ulteriore fattore di incremento dell'incidenza del debito sul PIL può essere rappresentato dalle operazioni finanziarie “sotto la riga”, che quindi non influiscono sul disavanzo pubblico (come nel caso dei raccordi tra stock e flussi).

20) Cfr. ad esempio Giammarioli, N., Nickel, C., Rother, P. e Vidal, J.P., *Assessing fiscal soundness – theory and practice*, Occasional Paper della BCE, n. 56, marzo 2007.

21) Cfr. l'articolo *Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2007 di questo Bollettino.

Il sostegno dei governi al settore bancario mediante iniezioni di capitale o acquisti di attività a prezzi di mercato non influisce sul disavanzo pubblico, ma incide sull'indice di indebitamento lordo se viene emesso nuovo debito per finanziare l'operazione. Tuttavia, ove il valore delle attività finanziarie scendesse dopo l'acquisto, aumenterebbe anche l'indice netto. La tavola 2 mostra che nel 2008 e 2009 il rapporto debito/PIL ha evidenziato un aumento complessivo conseguente alle iniezioni di capitale e agli acquisti di attività nel settore bancario finora pari al 3,3 per cento del PIL nell'insieme dei paesi dell'area e notevolmente maggiore in alcuni di questi. In prospettiva, il rischio che l'incidenza del debito sul prodotto cresca ulteriormente non può essere esclusa alla luce sia della possibilità che si renda necessario fornire sostegno addizionale al settore bancario o che siano attivate le garanzie pubbliche sia delle incertezze circa la valutazione futura delle attività finanziarie acquistate. I costi di bilancio degli interventi potrebbero essere in parte compensati da commissioni, dividendi e interessi corrisposti dalle banche ai governi in cambio del sostegno ricevuto. Nel medio periodo, tali costi dipenderanno anche dai proventi che le Amministrazioni pubbliche ricaveranno dalla vendita delle attività finanziarie precedentemente acquistate. Come riportato nella sezione 2, l'esperienza insegna che il tasso di recupero è in genere notevolmente inferiore al 100 per cento.

Le variazioni nei rendimenti delle obbligazioni pubbliche influiscono solo gradualmente sul tasso di interesse (implicito) nominale applicato al debito in essere, poiché incidono soltanto sul costo del debito di nuova emissione e di quello remunerato a tasso variabile. Come già indicato, in gran parte dei paesi appartenenti all'area i rendimenti delle nuove emissioni si sono finora mantenuti relativamente bassi nonostante le condizioni di mercato molto più difficili. In futuro, mano a mano che l'economia si riprende e aumenta la concorrenza sui mercati della raccolta, i tassi applicati ai titoli di Stato potrebbero tornare a crescere.

La crisi finanziaria può influire anche sulla sostenibilità delle finanze pubbliche, attraverso le sue implicazioni per l'economia reale. Il contesto macroeconomico sfavorevole ha concorso alla rapida crescita del disavanzo primario e questo ha determinato un ulteriore accumulo di debito. L'aumento del disavanzo primario va ricondotto al funzionamento degli stabilizzatori automatici e alle minori entrate tributarie conseguenti al ridimensionamento della crescita del PIL in termini reali, all'espansione della spesa e alle misure discrezionali di bilancio adottate in risposta alla recessione economica. Un periodo prolungato di bassa crescita del prodotto in termini reali potrebbe far salire ulteriormente il rapporto debito/PIL. Inoltre, dato il calo di valore delle attività nella componente a capitalizzazione dei sistemi pensionistici privati e pubblici, potrebbero acuirsi le pressioni sulle finanze pubbliche per compensare tali perdite e questo potrebbe ridurre i saldi primari e accrescere i rischi per la sostenibilità dei conti pubblici. Infine, le consistenti passività implicite connesse con l'invecchiamento demografico comportano ulteriori rischi significativi per la sostenibilità delle finanze pubbliche a più lungo termine<sup>22)</sup>.

Le previsioni economiche della Commissione europea rese note nella primavera del 2009 segnalano un marcato peggioramento delle finanze pubbliche nell'area dell'euro, dove l'incidenza sul PIL del disavanzo e del debito delle Amministrazioni pubbliche dovrebbe risultare rispettivamente pari al 5,3 e 77,7 per cento nel 2009 e 6,5 e 83,8 per cento nel 2010. Nei due anni considerati, tredici paesi dell'area su sedici registrerebbero un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Anche il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe aumentare rapidamente in gran parte dell'area<sup>23)</sup>.

22) Secondo il rapporto del 2009 sull'invecchiamento della popolazione (*2009 Ageing Report*) elaborato dalla Commissione europea e dal gruppo di lavoro sugli effetti dell'invecchiamento del Comitato di politica economica dell'UE, l'incidenza della spesa pubblica connessa all'evoluzione demografica sul PIL dovrebbe salire di 5,2 punti percentuali nell'area dell'euro durante il periodo 2007-60.

23) Per un approfondimento, si veda la sezione *La finanza pubblica* nel numero di giugno 2009 di questo Bollettino.

## 6 CONCLUSIONI

In base ai principi contabili degli interventi pubblici, l'impatto delle misure governative a sostegno del settore bancario sul disavanzo pubblico dell'area dell'euro è finora limitato. Gli effetti sul debito e sulle passività potenziali delle Amministrazioni pubbliche sono invece considerevoli e notevolmente diversi tra paesi. Poiché non è da escludersi la possibilità che siano varati nuovi interventi o che si concretizzino i rischi per il bilancio derivanti dalle passività potenziali, in futuro si potrebbe determinare un ulteriore impatto su disavanzo e debito. Tuttavia, i costi netti per le finanze pubbliche saranno anche funzione dei ricavi derivanti dalla successiva vendita delle attività finanziarie acquistate e vanno soppesati alla luce dei benefici sia economici sia sociali risultanti da una stabilizzazione del settore finanziario. I governi affrontano inoltre disavanzi elevati per l'azione degli stabilizzatori automatici e le minori entrate connesse al contesto macroeconomico sfavorevole. Il peggioramento delle posizioni di bilancio è altresì determinato dalle tendenze alla crescita connaturate alla spesa pubblica e dalle misure discrezionali a sostegno dell'economia.

L'analisi dei rendimenti sui titoli pubblici dell'area dell'euro mostra che diversi fattori influiscono sulle percezioni degli investitori e che esistono differenze sia tra paesi sia tra scadenze. A parte l'impatto sui costi di indebitamento sostenuti dalle Amministrazioni pubbliche, finora moderato, il risultato più importante di tale analisi è che nel periodo di accresciute turbolenze i mercati finanziari hanno fatto sempre più distinzione tra le diverse economie in base al merito di credito percepito (un aspetto che dipende, fra l'altro, dalle differenze in termini di fondamentali macroeconomici e di bilancio).

L'impatto dell'aumento dei disavanzi, del debito e delle passività potenziali sulla sostenibilità dei conti pubblici sarà avvertito appieno nel medio-lungo periodo. In questo contesto, è essenziale che i governi si assumano un impegno deciso e credibile a compiere un percorso di risanamento per il ripristino di solide posizioni di bilancio, nel completo rispetto del Patto di stabilità e crescita. Ciò manterrà la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche e sosterrà sia la ripresa sia la crescita economica nel lungo periodo. L'impegno risulterà maggiormente credibile se sarà inserito nel quadro di politiche economiche nazionali orientate al medio periodo.



# L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA DALL'AGOSTO 2007

*Le turbolenze nei mercati finanziari hanno costituito finora il più importante banco di prova per la tenuta dell'assetto operativo dell'Eurosistema. Il presente articolo descrive l'attuazione della politica monetaria da parte dell'Eurosistema in risposta alle tensioni nei mercati finanziari iniziate nell'agosto 2007. In particolare, si analizzano in dettaglio la riformulazione delle procedure d'asta e del corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, nonché il loro impatto sul mercato monetario. L'articolo inoltre descrive la revisione del sistema delle garanzie e le operazioni condotte in collaborazione con altre banche centrali. Infine, vengono menzionate le misure decise più di recente, segnatamente: la conduzione di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine finalizzate all'immissione di liquidità con scadenza a 12 mesi, l'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area e l'inclusione della Banca europea per gli investimenti controparte idonea nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema.*

*L'articolo sostiene che la strutturazione dell'assetto operativo e le importanti misure introdotte nell'ottobre 2008 hanno avuto un ruolo centrale nel ridurre l'impatto della illiquidità dei mercati sulle operazioni delle istituzioni finanziarie solvienti. Inoltre, l'articolo sottolinea che nel periodo in cui le turbolenze finanziarie sono state più gravi l'Eurosistema ha rappresentato una fonte primaria di liquidità per numerose banche, assumendo temporaneamente una funzione più rilevante quale intermediario sul mercato monetario.*

## I INTRODUZIONE

Le turbolenze finanziarie iniziate a metà del 2007 sono state finora il più difficile banco di prova per l'assetto operativo dell'Eurosistema. Anche il mercato monetario in euro ha risentito, a volte in maniera significativa, delle tensioni sui mercati finanziari. Il volume degli scambi è calato in misura consistente e i differenziali fra i tassi sui prestiti garantiti e privi di garanzia sono aumentati a livelli senza precedenti. Di conseguenza, le banche con fabbisogno di liquidità non hanno più avuto la certezza di ottenere fondi sul mercato interbancario, mentre altri istituti creditizi hanno mantenuto consistenti riserve di liquidità nei conti correnti detenuti presso la banca centrale e hanno fatto ricorso ai depositi presso l'Eurosistema. In ogni caso, il corretto funzionamento del mercato monetario è di estrema importanza per l'Eurosistema, in quanto la formazione dei tassi d'interesse nel mercato monetario costituisce il primo passo nella trasmissione della politica monetaria ai mercati finanziari e all'economia reale. Se il mercato monetario non funziona correttamente, la trasmissione delle variazioni dei tassi ufficiali al settore reale diviene più erratica e meno prevedibile. Inoltre, una crisi del mercato monetario porrebbe a rischio la stabilità finanziaria, in

quanto le istituzioni solvienti potrebbero divenire insolventi a causa di carenze di liquidità.

L'assetto operativo dell'Eurosistema si basa normalmente su tre elementi principali: (1) il rifinanziamento del settore bancario attraverso le operazioni di mercato aperto, (2) le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e (3) il regime di riserva obbligatoria. Nel periodo fino a ottobre 2008 la BCE ha utilizzato tale assetto per la gestione della liquidità al fine di indirizzare i tassi di interesse del mercato monetario a breve termine verso un livello prossimo al tasso minimo di offerta che segnala l'orientamento di politica monetaria dell'Eurosistema. Questo tasso è stato applicato alle operazioni di rifinanziamento principali (ORP), che sono state condotte sotto forma di aste a tasso variabile con un tasso minimo di offerta. Attraverso tali operazioni la BCE ha orientato il costo marginale dei rifinanziamenti per le banche. A tal fine, la BCE ha scelto essenzialmente di fornire un livello appropriato di liquidità complessiva al settore bancario, che necessita della liquidità della banca centrale per adempiere agli obblighi di riserva e adeguarsi alle variazioni dei fattori autonomi. La BCE ha fatto ricorso al mercato monetario per distribuire tale liquidità fra gli istituti di credito a tassi di mercato e con l'intento di otte-

nere il regolare adempimento degli obblighi di riserva a livello aggregato in ciascun periodo di mantenimento della riserva. Dopo l'agosto 2007 tale strategia è stata adattata per tenere conto della domanda di liquidità più elevata e variabile proveniente dal settore bancario, ma non è stata modificata in modo significativo.

Con l'acuirsi delle turbolenze nei mercati finanziari, in particolare nei mesi intorno alla fine del 2008, il malfunzionamento dei mercati monetari ha avuto come conseguenza che i tassi di interesse a breve termine sono stati determinati non solo dalla situazione della liquidità netta in termini aggregati, ma anche dalla ripartizione dei fondi fra le singole banche e quindi dalla liquidità erogata complessivamente dalla banca centrale. In tale contesto, l'Eurosistema ha dovuto altresì assumere il ruolo di intermediario nel flusso di finanziamenti fra gli istituti di credito, modificando il proprio assetto operativo al fine di agevolare tale ruolo di intermediazione (cfr. sezione 4).

Nell'assetto operativo dell'Eurosistema le banche sono tenute a depositare un certo livello di riserve nei loro conti correnti presso la banca centrale. Poiché si considera solo la media delle riserve detenute in ciascun periodo di mantenimento (che dura circa un mese), nella fase precedente alle turbolenze le banche erano ampiamente indifferenti riguardo ai giorni in cui tali riserve venivano effettivamente depositate presso la banca centrale, in quanto la liquidità in un dato giorno era un sostituto quasi perfetto della liquidità in un altro giorno. In tal modo la domanda aggregata di liquidità della banca centrale si regolarizzava nel tempo, ottenendo quindi una stabilizzazione automatica dei tassi di interesse nei mercati monetari. Durante il periodo di turbolenza finanziaria, tuttavia, il malfunzionamento del mercato monetario ha impedito questa funzione di stabilizzazione.

Le controparti hanno inoltre accesso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti previste dall'Eurosistema, vale a dire gli enti creditizi possono ottenere finanziamenti *overnight* tramite operazioni di rifinanziamento marginale oppure costituire depositi *overnight* presso le banche cen-

trali nazionali. Tali operazioni consentono di porre un limite superiore e inferiore alle fluttuazioni dei tassi di interesse *overnight* e pertanto contribuiscono a limitare la volatilità di questo tasso.

Infine, tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema, comprese quelle di mercato aperto e di rifinanziamento marginale, richiedono adeguate garanzie. Il concetto di adeguatezza delle garanzie implica, in primo luogo, che l'Eurosistema sia tutelato contro il rischio di perdite nelle sue operazioni di credito e, in secondo luogo, che sufficienti garanzie siano disponibili per un ampio novero di controparti affinché possano ottenere dall'Eurosistema l'importo di liquidità necessario.

La parte restante del presente articolo esamina le modalità con cui l'Eurosistema ha riformulato le sue operazioni in risposta alle turbolenze nei mercati finanziari. La sezione 2 illustra l'andamento del mercato monetario in euro dallo scoppio delle tensioni nell'agosto 2007. La sezione 3 descrive in sintesi le misure adottate dall'Eurosistema fra agosto 2007 e settembre 2008 <sup>1)</sup>. La sezione 4 analizza le misure prese dopo che il fallimento di Lehman Brothers ha peggiorato ulteriormente le condizioni del mercato e copre il periodo fino a maggio 2009 <sup>2)</sup>. La sezione 5 traccia una conclusione.

## 2 IL MERCATO MONETARIO IN EURO DA AGOSTO 2007

Il mercato monetario in euro ha risentito fortemente delle tensioni originate il 9 agosto 2007 nel mercato dei mutui statunitensi di qualità non primaria (*sub-prime*), quando le voci circa le ampie esposizioni di alcune banche europee hanno influito negativamente sulla loro capacità di reperire liquidità sul mercato del dollaro e successivamente hanno fatto impennare i tassi di

1) Gran parte delle misure per la gestione della liquidità adottate in questo periodo sono analizzate più approfonditamente nell'articolo *Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati finanziari*, nel numero di maggio 2008 di questo Bollettino.

2) Il termine ultimo per la ricezione dei dati è stato il 29 maggio 2009.

interesse del mercato monetario in euro. L'attività nei mercati monetari è diminuita bruscamente, specialmente nel mercato dei prestiti con scadenze superiori a una settimana, dove si è arrestata quasi del tutto. Allo stesso tempo, i differenziali fra i tassi di interesse sui prestiti garantiti e privi di garanzia sono aumentati sensibilmente in questi mercati. Mentre le misure di gestione della liquidità adottate dall'Eurosistema hanno contrastato l'estrema volatilità dei tassi di interesse nel segmento a brevissimo termine della curva dei rendimenti del mercato monetario (come discusso nella sezione 3), i tassi di interesse a più lungo termine del mercato delle operazioni non garantite sono rimasti elevati. Nel contempo, c'è stato un netto spostamento nelle transazioni verso i prestiti con scadenze più brevi: gli istituti di credito, infatti, invece di concedere prestiti a lunga scadenza, hanno preferito rinnovare i contratti a breve termine. Inoltre, si è osservato nel mercato monetario uno spostamento delle transazioni dal segmento non garantito a quello garantito.

Le principali ragioni per cui le banche si sono mostrate più riluttanti a concedere prestiti privi di garanzie sembrano riconducibili ai timori circa la liquidità e la solvibilità, determinati dalle informazioni asimmetriche e dal clima di incertezza. Da un lato, nei periodi di elevata volatilità le banche sono incerte riguardo sia i loro fabbisogni di liquidità sia la capacità, in futuro, di reperire i rifinanziamenti sul mercato<sup>3)</sup>. Dall'altro lato, un elevato grado di incertezza sull'esposizione dei singoli istituti creditizi, acuito dalle turbolenze finanziarie e dal conseguente calo di valore delle attività, ha posto in dubbio la solvibilità delle banche mutuarie e quindi la loro capacità di rimborsare i prestiti ottenuti tramite il mercato monetario. Mentre una banca centrale può, applicando i suoi strumenti operativi, affrontare il primo di questi timori, tali strumenti non possono essere utilizzati per fronteggiare direttamente i problemi legati al rischio di credito.

Una misura delle tensioni sui mercati monetari è il differenziale fra il tasso interbancario non garantito (Euribor, *euro interbank offered rate*) a una data scadenza e il tasso OIS (*overnight indexed swap*), ossia il tasso swap sull'Eonia

(*euro overnight index average*) con la corrispondente scadenza. Il tasso *swap* è il tasso fisso che le banche sono disposte a pagare per ricevere il tasso medio *overnight* per la durata dell'accordo di *swap*. Questo tasso presenta gli stessi premi per il rischio di credito e di liquidità del tasso *overnight*, per il quale tali premi sono comunque trascurabili. Il tasso *swap* quindi è relativamente immune da variazioni del rischio di liquidità o di credito. Pertanto, il differenziale fra il tasso OIS e il tasso di deposito alla stessa scadenza costituisce un'indicazione del rischio percepito di credito e di liquidità<sup>4)</sup>. Indicazioni molto simili si ricavano analizzando il differenziale fra i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi con e senza garanzia.

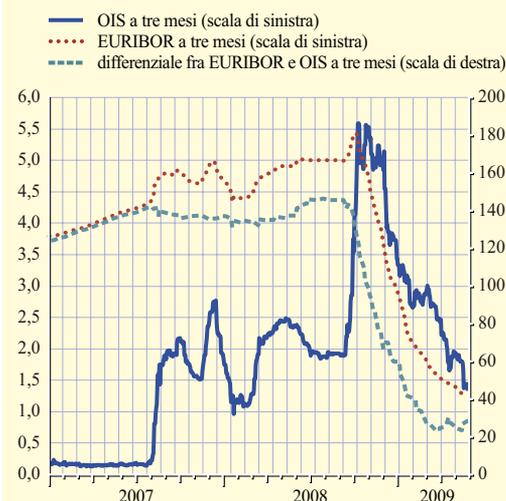
Utilizzando tale indicatore è possibile individuare alcuni periodi in cui le tensioni sul mercato monetario in euro sono state particolarmente pronunciate (cfr. figura 1). In primo luogo, la comparsa delle turbolenze finanziarie nel mercato monetario risulta con chiarezza dall'aumento del differenziale fra Euribor e OIS da circa 5 a oltre 60 punti base nell'agosto 2007. In secondo luogo, fra aprile e settembre 2008 la sostanziale stabilità del differenziale ha rispecchiato una stabilizzazione dei mercati finanziari, anche se i differenziali sono rimasti su valori ragguardevoli. L'acuirsi delle tensioni dopo il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008 ha spinto i differenziali su livelli senza precedenti, fino a un valore massimo superiore a 180 punti base. Nel periodo immediatamente successivo a tale evento, i mercati finanziari sono rimasti estremamente vigili, in quanto il fallimento di un importante protagonista del mercato ha accresciuto i timori di ulteriori fallimenti bancari. Seri dubbi sulla solidità finanziaria di vari altri istituti di credito, sia negli Stati Uniti che in Europa, hanno accresciuto i timori di ulteriori fallimenti.

3) La questione dei timori circa la liquidità quale causa di tesaurizzazione della liquidità è analizzata in J. Eisenschmidt e J. Taping (2009), *Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets*, Working Paper della BCE n. 1025.

4) Per una spiegazione più dettagliata, cfr. il riquadro *Il differenziale tra il tasso sui depositi e il tasso swap come indicatore delle tensioni sul mercato monetario*, nel numero di maggio 2008 di questo Bollettino.

**Figura 1 Differenziale fra Euribor e OIS**

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



Fonte: BCE e Bloomberg.

Il mercato monetario in euro si è quasi fermato completamente alla fine di settembre 2008, quando le banche sono diventate estremamente dipendenti dai finanziamenti ottenuti dall'Eurosistema. In questa fase, l'Eurosistema ha evitato un completo stallo del mercato finanziario modificando in maniera incisiva la propria gestione della liquidità e il Consiglio direttivo ha iniziato una serie di tagli del tasso d'interesse di riferimento della BCE, come appare dalla tendenza al ribasso dei tassi nella figura 1.

La misura più importante è stata l'introduzione delle aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, che hanno dato alle banche la certezza di ottenere dall'Eurosistema la liquidità desiderata al tasso d'interesse ufficiale, peraltro in rapida diminuzione, purché avessero sufficienti attività stanziabili in garanzia.

L'efficacia degli interventi della BCE dall'ottobre 2008 può essere valutata, fra l'altro, dal fatto che l'Eurosistema ha assunto un ruolo primario di intermediazione sul mercato monetario, che si riflette nel forte incremento del ricorso ai depositi presso la banca centrale. Da allora, come verrà analizzato in dettaglio nella sezione 4, la BCE ha accolto in

pieno la domanda di liquidità del settore bancario, che aumenta nei periodi di gravi tensioni.

A quasi due anni dall'inizio della fase di turbolenze, il mercato monetario in euro è rimasto ancora caratterizzato da tensioni eccezionalmente elevate. Le banche hanno continuato a temere che le esposizioni e le perdite del settore non siano state ancora rivelate del tutto. Anche se nei primi mesi del 2009 le tensioni si sono attenuate, come dimostra sia la riduzione del differenziale fra Euribor e OIS (cfr. figura 1) sia la minore provvista di liquidità dell'Eurosistema, i riscontri aneddotici suggeriscono che l'attività sul mercato monetario nel maggio 2009 è rimasta ampiamente al di sotto del livello raggiunto prima delle turbolenze. I tassi a termine del mercato monetario e il segmento privo di garanzie del mercato ne hanno risentito in maniera particolare. Allo stesso tempo, non è chiaro se l'attività nel mercato non garantito recupererà del tutto o se invece si svilupperà una tendenza strutturale verso i prestiti garantiti, in particolar modo per le scadenze più lunghe. In effetti, nel 2008 ci sono stati segnali di uno spostamento verso scadenze più protratte per i prestiti garantiti, vale a dire fra uno e sei mesi<sup>5)</sup>.

### 3 MISURE ADOTTATE FRA AGOSTO 2007 E SETTEMBRE 2008

#### MISURE DI GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ

La risposta immediata della BCE alle tensioni sul mercato monetario nell'area dell'euro insorte nell'agosto 2007 è stata l'offerta temporanea di ulteriore liquidità al fine di contrastare le deviazioni eccessive dei tassi a brevissimo termine dal tasso ufficiale. Dopo questa iniezione di fondi l'Eurosistema ha modificato i tempi di erogazione della liquidità al settore bancario durante i periodi di mantenimento della riserva. Inoltre, la BCE ha fatto ricorso più spesso alle operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning*). Prima dell'agosto 2007, come già menzionato, la BCE immetteva

5) Per un'analisi più approfondita, cfr. *Euro Money Market Study 2008*, febbraio 2009, BCE.

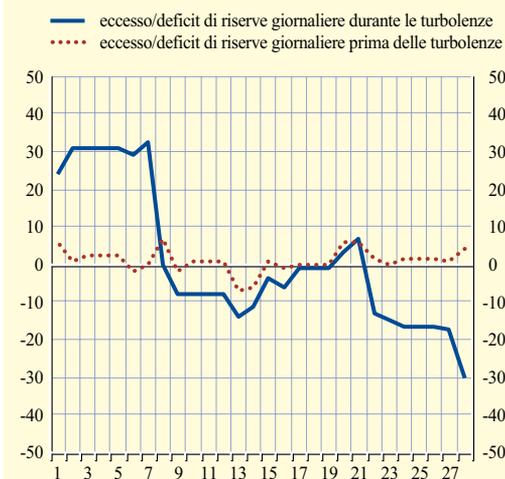
liquidità per consentire al settore bancario di assolvere regolarmente agli obblighi di riserva in ciascun periodo di mantenimento. Durante il primo anno di turbolenze finanziarie le modalità di assegnazione nelle ORP sono state modificate. In generale, all'inizio di ciascun periodo di mantenimento è stata erogata più liquidità, per poi ridurla gradualmente in modo che alla fine di ciascun periodo le banche continuassero ad avere in media un eccesso di liquidità prossimo a zero, come prima dell'agosto 2007. La figura 2 illustra la conseguente "provvista anticipata" (*frontloading*) di liquidità da parte delle controparti. Prima della fase di turbolenze, l'eccedenza giornaliera di riserve delle banche si manteneva piuttosto stabile e prossima al suo valore medio nel periodo di mantenimento. Nella prima fase delle turbolenze, fra agosto 2007 e settembre 2008, indicava livelli superiori all'obbligo di riserva all'inizio di un normale periodo di mantenimento, ma livelli al di sotto di tale obbligo verso la fine del periodo. L'offerta di liquidità in termini aggregati è rimasta invariata nel tempo.

La BCE con questa misura è riuscita a evitare che i tassi d'interesse a breve termine si discostassero eccessivamente dal tasso minimo di offerta. Fra il 7 agosto 2007 e il 12 settembre 2008 (l'ultimo giorno lavorativo prima dell'annuncio del fallimento di Lehman Brothers) l'Eonia si è collocato in media appena 0,7 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta delle ORP. Allo stesso tempo, il differenziale ha mostrato maggiore volatilità che in precedenza: la deviazione standard in questo periodo è stata di 12 punti base, doppia rispetto a quella registrata nel 2007 fino ad agosto. Questo elevato grado di volatilità è stato determinato dall'instabilità del mercato finanziario (caratterizzato dal susseguirsi di fasi di tensione) e dalle risultanti difficoltà incontrate dalla BCE nello stimare il fabbisogno di liquidità del settore bancario.

Come misura aggiuntiva, nell'agosto 2007 l'Eurosistema ha iniziato a condurre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine supplementari (ORLT) con scadenza a tre mesi e successivamente anche a sei mesi. Alla fine di ottobre 2008 le due tipologie di operazioni venivano condotte

**Figura 2 Eccesso/deficit di riserve giornaliero (media)**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: la serie per l'eccesso/deficit di riserve giornaliero durante le turbolenze mostra la media di sette periodi di mantenimento di 28 giorni fra agosto 2007 e settembre 2008, mentre la serie per l'eccesso/deficit di riserve giornaliero prima delle turbolenze mostra la media di quattro periodi di mantenimento di 28 giorni fra aprile e agosto 2007.

regolarmente in ciascun periodo di mantenimento e tutte le operazioni a più lungo termine fornivano complessivamente 600 miliardi di euro di finanziamento al settore bancario. Di conseguenza, la quota di rifinanziamenti a più lungo termine (vale a dire tutte le operazioni con scadenza a tre e a sei mesi) rispetto al totale è quasi raddoppiata, dal 33 per cento in media nella prima metà del 2007 al 61 nella prima metà del 2008. Pertanto, la scadenza media dei rifinanziamenti erogati al settore bancario è aumentata in misura consistente.

La parte finale del 2007 si è dimostrata un periodo particolarmente difficile. Le normali tensioni di fine anno sui mercati monetari si sono acuite alla fine del 2007. In un contesto di estrema incertezza riguardo i singoli rischi di credito e la situazione complessiva dei mercati, la BCE ha rassicurato gli operatori circa la sua disponibilità a erogare abbondante liquidità, principalmente attraverso una ORP con scadenza speciale a due settimane per coprire il periodo natalizio e di fine anno, accogliendo per intero tutte le offerte superiori a un determinato tasso.

Nella prima metà del 2008 la situazione nei mercati monetari è migliorata lievemente. La politica di finanziamento anticipato della BCE è riuscita a orientare i tassi dei mercati monetari vicino al tasso minimo di offerta senza accrescere l'offerta di liquidità al settore bancario. Tale strategia è mutata nel periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers, quando l'Eurosistema ha dovuto adottare misure non convenzionali nella gestione della liquidità al fine di stabilizzare il mercato monetario, come verrà esaminato nella sessione successiva.

#### **MISURE PRESE IN COLLABORAZIONE CON ALTRE BANCHE CENTRALI**

In risposta a un sensibile peggioramento delle difficoltà incontrate dalle banche dell'area dell'euro per accedere ai finanziamenti in dollari statunitensi attraverso sia il mercato delle operazioni non garantite sia il mercato degli *swap* in valuta, la BCE ha introdotto nel dicembre 2007 (di concerto con il Federal Reserve System e altre primarie banche centrali) le operazioni finalizzate all'immissione di liquidità in dollari, a fronte di garanzie idonee per le operazioni di credito dell'Eurosistema, in connessione alle operazioni di anticipazione a termine tramite asta (*Term Auction Facility*, TAF) offerte dal Federal Reserve System. La BCE ha ricevuto i dollari dal Federal Reserve System mediante una linea di *swap* temporanea e l'Eurosistema li ha trasferiti alle sue controparti mediante operazioni di pronti contro termine. In un primo tempo, sono stati erogati 20 miliardi di dollari in totale al settore bancario dell'area dell'euro, con scadenza a 28 giorni, tramite aste a tasso fisso secondo un comune schema tariffario applicato da tutte le banche centrali che utilizzavano la linea di *swap* in dollari del Federal Reserve System. Quando le tensioni sono calate all'inizio del 2008, le operazioni sono state temporaneamente sospese, per poi essere riprese nel marzo dello stesso anno, quando le pressioni sulla provvista di liquidità nei mercati dei fondi sono aumentate di nuovo in seguito al crollo di Bear Stearns. Nel luglio 2008 tale misura è stata rafforzata per rispondere più efficacemente al fabbisogno di finanziamenti in dollari delle banche dell'area dell'euro. Pertanto, le operazioni con scadenza a 28 giorni sono state integrate da quel-

le con scadenza a 84 giorni, mentre sono rimaste invariate a 50 miliardi di dollari le consistenze in essere in quel momento. Nel settembre 2008, con l'acuirsi delle tensioni sui mercati, sono state introdotte anche le aste a tasso variabile *overnight* a scadenza giornaliera e le consistenze in essere sono state ulteriormente aumentate.

#### **4 MISURE ADOTTATE FRA SETTEMBRE 2008 E MAGGIO 2009**

Il brusco deterioramento delle condizioni dei mercati monetari in euro, iniziato nel settembre 2008, ha avuto importanti effetti sui rifinanziamenti erogati dall'Eurosistema al settore bancario dell'area dell'euro. In primo luogo, i tassi d'asta nelle operazioni di mercato aperto sono aumentati fino a toccare livelli senza precedenti. In secondo luogo, gli istituti di credito hanno accresciuto sensibilmente il ricorso a entrambe le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti offerte dalla BCE. In settembre e ottobre 2008 l'Eurosistema è intervenuto annunciando ulteriori misure operative.

#### **29 SETTEMBRE 2008: OPERAZIONE DI RIFINANZIAMENTO CON SCADENZA SPECIALE**

Il 29 settembre è stata annunciata l'introduzione di una operazione di rifinanziamento con scadenza speciale a 38 giorni. Su un totale di offerte di 141 miliardi di euro, sono stati aggiudicati 120 miliardi di euro. Alla scadenza, questa operazione è stata sostituita con una serie di operazioni aventi durata pari a un periodo di mantenimento.

#### **8 OTTOBRE 2008: PROCEDURA D'ASTA A TASSO FISSO CON PIENA AGGIUDICAZIONE DELL'IMPORTO E RESTRINGIMENTO DEL CORRIDOIO**

L'8 ottobre il Consiglio direttivo ha deciso di modificare le procedure d'asta per le ORP e le ORLT e ridurre simmetricamente della metà il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti.

La situazione di stallo in cui versavano i mercati monetari alla fine di settembre 2008 ha acuito enormemente la dipendenza delle banche dai finanziamenti erogati dall'Eurosistema. Ciò trova

conferma nel brusco incremento dei tassi di interesse che gli istituti di credito erano disposti a pagare nelle operazioni di mercato aperto della BCE (cfr. figura 3). In tale contesto, l'Eurosistema ha ritenuto essenziale garantire l'erogazione di abbondante liquidità direttamente a tutte le banche che ne avessero avuto necessità, dato che il normale meccanismo di distribuzione dei fondi attraverso il mercato monetario era seriamente compromesso. L'Eurosistema inoltre ha cercato di eliminare l'incertezza circa il volume di liquidità aggiudicata alle singole banche. A causa del razionamento che si verifica inevitabilmente nelle aste a tasso variabile, una controparte non può mai avere la certezza *ex ante* del volume di liquidità che otterrà nell'asta.

Prima della fase di turbolenze, le incertezze sull'aggiudicazione dell'importo e le relative conseguenze erano limitate. Il tasso marginale delle ORP era prevedibile perché tendeva a rimanere piuttosto stabile nel tempo. Inoltre, le banche che presentavano offerte a un tasso troppo basso potevano facilmente reperire i fondi mancanti sul mercato interbancario. Durante il periodo di turbolenza finanziaria, tuttavia, questi fattori sono mutati: in primo luogo, il tasso marginale delle ORP (vale a dire il tasso di offerta più basso al quale sono stati assegnati fondi nell'asta) ha evidenziato un elevato grado di variabilità, diventando difficilmente prevedibile; in secondo luogo, le banche hanno incontrato serie difficoltà per stimare la liquidità che potevano reperire sul mercato interbancario, data la generale riluttanza degli istituti di credito a prestarsi fondi a vicenda. Ciò ha determinato un effetto a spirale per cui le controparti hanno presentato offerte a tassi crescenti nelle ORP e nelle ORLT. Il differenziale fra il tasso marginale e il tasso minimo di offerta delle ORP, che prima delle turbolenze si aggirava intorno a 7 punti base, ha cominciato ad aumentare all'inizio dell'agosto 2007, oscillando per un anno fra 3 e 27 punti base. A metà settembre 2008, tuttavia, il tasso marginale ha superato i 40 punti base e il tasso medio delle ORP ha raggiunto persino 70 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha annunciato l'8 ottobre 2008 il passaggio, a partire dal

**Figura 3 Differenziali dei tassi d'asta**

(punti base)



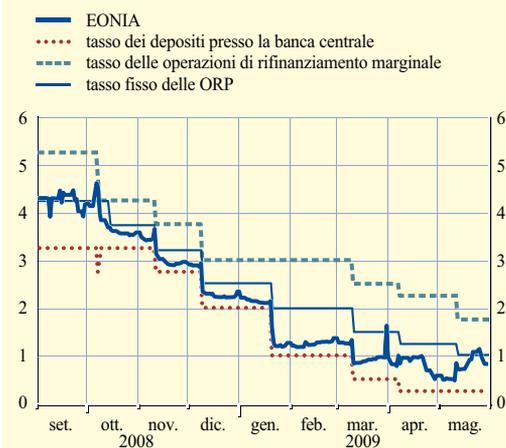
Fonte: BCE.

15 ottobre, alla procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo nelle ORP, per cui le offerte delle banche sarebbero state accolte per intero al tasso fisso delle ORP.

La seconda misura annunciata l'8 ottobre 2008 è stato il restringimento del corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso delle ORP. Dall'inizio del 1999 il corridoio era stato simmetrico intorno al tasso minimo di offerta, con un'ampiezza di 200 punti base. Pertanto, le controparti, pur potendo in qualsiasi momento ottenere rifinanziamenti overnight o depositare i fondi in eccesso overnight presso l'Eurosistema, incorrevano in un tasso di penalizzazione di 100 punti base rispetto al tasso delle ORP. Con l'aggravarsi delle turbolenze, anche le banche solventi hanno incontrato difficoltà nel reperire fondi sul mercato interbancario e il ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti è divenuto sempre più importante per gli istituti di credito. In effetti, nella prima settimana di ottobre, il ricorso giornaliero alle operazioni di rifinanziamento marginale è stato in media di 21 miliardi di euro, da meno di 0,5 miliardi nel periodo fra gennaio e agosto 2008. Nello stesso periodo il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale è aumentato da 1,5 a 43 miliardi di euro. Mentre

**Figura 4 Tassi di interesse di riferimento della BCE ed EONIA**

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE e Bloomberg.

l'ultimo è stato determinato principalmente dall'abbondante liquidità disponibile all'inizio di ottobre, il primo ha rispecchiato le crescenti difficoltà delle banche nel reperire i rifinanziamenti sul mercato interbancario.

Al fine di allineare il costo dei rifinanziamenti delle banche al tasso delle ORP, il Consiglio direttivo ha deciso di restringere simmetricamente il corridoio a 100 punti base. Di conseguenza, a partire dal 9 ottobre 2008, i tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati fissati rispettivamente a 50 punti base al di sopra e al di sotto del tasso sulle ORP (cfr. figura 4).

### 13 E 15 OTTOBRE: AMPLIAMENTO DELLA LISTA DI ATTIVITÀ STANZIABILI IN GARANZIA E ULTERIORE IMMISIONE DI LIQUIDITÀ

Il 13 e 15 ottobre 2009 il Consiglio direttivo ha deciso di integrare i provvedimenti annunciati una settimana prima con un'altra serie di misure. Queste ultime hanno interessato la lista delle attività stanziabili in garanzia nelle operazioni dell'Eurosistema, le procedure d'asta per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e in dollari statunitensi, nonché quelle finalizzate a immettere ulteriore liquidità in dollari e franchi svizzeri.

Poiché l'Eurosistema ha sempre accettato un'ampia gamma di attività in garanzia, la disponibilità di tali garanzie non ha rappresentato un limite per gran parte del 2008. Per assicurare che le garanzie non costituissero un vincolo dopo l'introduzione della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, il primo elemento delle misure annunciate il 15 ottobre è stato il temporaneo ampliamento della lista di attività stanziabili in garanzia.

Dal 22 ottobre la soglia di rating per le attività negoziabili e non negoziabili è stata abbassata da "A-" a "BBB-", ad eccezione delle attività cartolarizzate (ABS), per le quali la soglia "A-" è rimasta invariata. Dallo stesso giorno l'Eurosistema ha accettato gli strumenti di debito emessi dalle istituzioni creditizie non negoziati su mercati regolamentati, ma su determinati mercati non regolamentati considerati ammissibili dalla BCE. Inoltre, anche gli strumenti di debito negoziabili subordinati, che sono protetti da una garanzia ammissibile e che soddisfano tutti gli altri criteri di idoneità, possono essere utilizzati come garanzie. Dal 14 novembre l'Eurosistema ha ammesso anche strumenti di debito negoziabili emessi nell'area dell'euro e denominati in dollari statunitensi, lire sterline e yen giapponesi, a condizioni che gli emittenti abbiano sede nell'Area economica europea.

Al fine di adempiere all'obbligo statutario di garantire che i suoi bilanci rimangano protetti contro il rischio finanziario, la BCE ha applicato misure specifiche di controllo dei rischi, come ulteriori scarti di garanzia.

Il volume delle attività negoziabili aggiunte alla fine del 2008 alla lista delle garanzie idonee era intorno a 870 miliardi di euro, ossia circa il 7 per cento del totale delle attività idonee negoziabili. Tali attività rappresentavano circa il 3 per cento delle garanzie negoziabili presentate dalle controparti. Inoltre, diverse attività non negoziabili, principalmente prestiti bancari, sono divenute idonee quando la soglia di rating è stata abbassata a "BBB-".

Il secondo elemento delle misure annunciate il 15 ottobre è la procedura d'asta a tasso fisso con

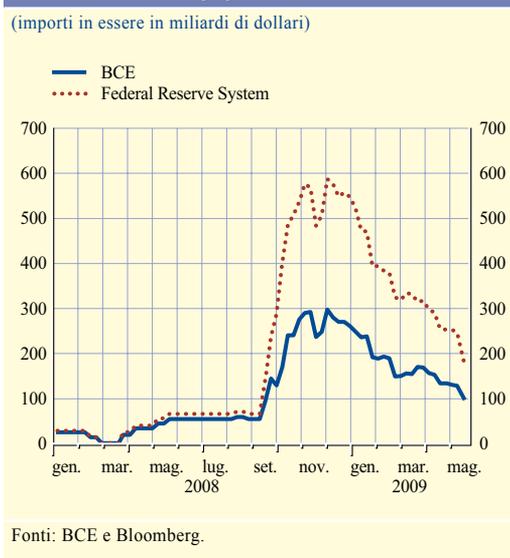
piena aggiudicazione dell'importo, già applicabile alle ORP, che è stata estesa con effetto dal 30 ottobre a tutte le ORLT, regolari e supplementari, nonché alle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale corrispondente a un periodo di mantenimento. Durante il periodo in esame fra ottobre 2008 e maggio 2009, il tasso fisso applicato a tutte le ORLT è stato pari a quello delle ORP, sebbene l'Eurosistema si sia riservato la possibilità di applicare un differenziale a questo tasso in un momento successivo. L'applicazione della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo in tutte le operazioni di mercato aperto è stata essenziale al fine di eliminare qualsiasi incertezza sull'erogazione continua al settore bancario dell'area dell'euro di rifinanziamenti a lungo termine, nonché per mantenere gli indici di liquidità in un periodo in cui il mercato monetario a termine era seriamente compromesso.

Infine, due altre misure annunciate a metà ottobre riguardavano l'immissione di liquidità in valuta estera, in quanto rientravano in uno sforzo coordinato delle principali banche centrali teso ad alleviare le tensioni sui finanziamenti interbancari in quelle valute.

Il 13 ottobre le aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo sono state adottate per le operazioni in dollari statunitensi. Fra dicembre 2007 e maggio 2009 sono state condotte 114 operazioni finalizzate all'immissione di liquidità in dollari, con varie modalità. Come mostra la figura 5, le consistenze in essere di dollari forniti dalla BCE hanno raggiunto il valore massimo di 293 miliardi all'inizio di dicembre 2008, per poi diminuire intorno a 100 miliardi alla fine di maggio 2009. Tale andamento è in linea con l'offerta complessiva in dollari da parte del Federal Reserve System alle banche centrali di tutto il mondo attraverso le sue linee di *swap* (la BCE ha utilizzato in media circa il 50 per cento di tali linee) e riflette l'attenuazione delle tensioni sui finanziamenti in dollari dopo la fine del 2008.

Il 15 ottobre la BCE e la Banca nazionale svizzera hanno annunciato congiuntamente l'intenzione di fornire liquidità in franchi svizzeri alle

**Figura 5** Dollari statunitensi forniti dalla BCE e dal Federal Reserve System per il tramite delle linee di *swap* per le banche centrali



rispettive controparti mediante accordi di *swap* sulle operazioni in cambi. Tale misura era intesa a contrastare le pressioni al rialzo sui tassi a breve termine sul franco svizzero, nonché a soddisfare il fabbisogno di finanziamenti in tale valuta delle banche nell'area dell'euro. Da allora l'Eurosistema ha offerto settimanalmente *swap* sulle operazioni in cambi di una settimana per importi che sono stati portati da 20 milioni di euro a 25 nel febbraio 2009. Inoltre, alla fine del 2008 l'Eurosistema ha condotto quattro operazioni a 84 giorni, ciascuna per un importo massimo di 5 miliardi di euro. Alla fine di maggio 2009 sono state condotte in tutto 36 operazioni finalizzate all'immissione di liquidità in franchi svizzeri.

#### **EFFETTI DELLE MISURE ADOTTATE NELL'OTTOBRE 2008 SUL MERCATO MONETARIO E IL RUOLO DELL'EUROSISTEMA**

Con le aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo sia nelle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) che in quelle di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), le banche hanno avuto la certezza di ottenere tutta la liquidità desiderata nelle aste settimanali della BCE, purché avessero sufficienti attività stanziabili in garanzia nelle operazioni dell'Eurosistema finalizzate a immettere liquidità. In tal

modo è stato possibile eliminare le incertezze sull'aggiudicazione degli importi. Per effetto di tale procedura d'asta, inoltre, la liquidità a livello aggregato fornita dall'Eurosistema al settore bancario non è stata più determinata dalla BCE ma solo dalla domanda. Ciò ha determinato un sensibile incremento della liquidità erogata al settore bancario: il 7 ottobre (l'ultimo giorno del periodo di mantenimento settembre-ottobre), l'offerta di liquidità si è collocata complessivamente a 463 miliardi di euro. L'introduzione nella seconda metà di ottobre della procedura con piena aggiudicazione dell'importo nelle ORP e nelle ORLT ha determinato un consistente aumento dell'offerta di liquidità, che fra il 30 ottobre e il 31 dicembre 2008 è aumentata in media a 802 miliardi di euro, raggiungendo un valore massimo di 860,7 miliardi alla fine dell'anno, come illustrato nella figura 6.

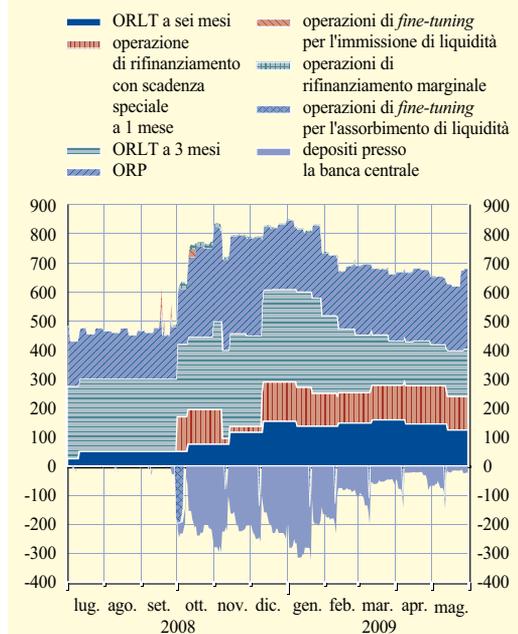
Inoltre, la quota di rifinanziamenti a più lungo termine (vale a dire con scadenza da uno a sei mesi) sul totale è aumentata ulteriormente, dal 61 per cento nella prima metà del 2008 al 64 fra novembre e dicembre 2008 e al 70 fra gennaio e maggio 2009.

L'abbondante liquidità immessa attraverso le operazioni di rifinanziamento ha determinato un eccesso di liquidità in termini aggregati nel settore bancario in tutti i periodi di mantenimento. Di conseguenza, le istituzioni creditizie hanno accumulato elevate eccedenze sui conti correnti costituiti presso l'Eurosistema, che hanno potuto depositare su base *overnight* presso la banca centrale a un tasso inferiore di 50 punti base rispetto a quello delle ORP (nel periodo tra il 9 ottobre 2008 e il 20 gennaio 2009). In effetti, è aumentato sensibilmente l'utilizzo dei depositi presso la banca centrale, riflettendo l'incremento dell'offerta di liquidità (cfr. figura 6): fra il 9 ottobre 2008 e il 20 gennaio 2009 il ricorso a tali depositi da parte delle banche è salito in media a oltre 220 miliardi di euro.

Il ricorso ai depositi presso la banca centrale è aumentato verso la fine di ciascun periodo di mantenimento, quando un numero crescente di controparti ha soddisfatto gli obblighi di riser-

**Figura 6 Rifinanziamenti erogati, disaggregati per scadenza**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

va. Per contro, l'utilizzo dei depositi si è ridotto bruscamente l'ultimo giorno di ogni periodo, in quanto la BCE durante il periodo di turbolenza finanziaria ha continuato ad assorbire parte dell'eccesso di liquidità attraverso operazioni di regolazione puntuale *overnight*.

Fra il 9 ottobre 2008 e il 20 gennaio 2009 è aumentato anche il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale, sebbene in misura nettamente minore, per un importo pari a 6 miliardi di euro al giorno. È da notare che l'utilizzo di tali operazioni è stato particolarmente elevato fra settembre e l'inizio di novembre, quando le tensioni sui mercati finanziari hanno toccato il livello massimo, benché dall'inizio di ottobre le controparti avessero già la possibilità di accedere senza limiti ai rifinanziamenti attraverso le operazioni di mercato aperto. Probabilmente, ciò si spiega con l'elevato grado di incertezza delle controparti riguardo al loro stato di liquidità e con l'impossibilità di reperire e utilizzare abbondante liquidità nel mercato interbancario

nella settimana tra due operazioni dell'Eurosistema.

Con l'introduzione della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo e la riduzione del corridoio, misure senza precedenti nella storia della BCE, l'Eurosistema è entrato in una nuova fase di gestione della liquidità. La piena aggiudicazione nelle operazioni di mercato aperto ha consentito alle controparti di soddisfare il fabbisogno di liquidità rivolgendosi direttamente all'Eurosistema. Allo stesso tempo, il restringimento del corridoio ha reso i depositi presso la banca centrale molto più allettanti, rispetto al mercato interbancario, per le controparti con eccesso di liquidità. Di conseguenza, l'Eurosistema ha assunto un ruolo di primo piano quale intermediario sostituendo le contrattazioni nel mercato monetario, che in quel periodo mostrava gravi disfunzioni. La portata di tale intermediazione trova conferma nel fatto che la dimensione del suo bilancio è quasi raddoppiata, avendo raggiunto il 2 gennaio 2009 il valore massimo di 1.763 miliardi di euro, con un incremento di 850 miliardi dal giugno 2007 <sup>6)</sup>. La domanda delle banche di intermediazione da parte dell'Eurosistema è provata dall'incremento del 27 per cento del numero di controparti che hanno partecipato alle operazioni di mercato aperto. Nell'ottobre e novembre 2008 128 istituti di credito hanno richiesto l'idoneità quali controparti. Nello stesso tempo la partecipazione alle operazioni di mercato aperto è aumentata in maniera consistente. Ad esempio, in ottobre e novembre il numero di partecipanti alle ORP è più che raddoppiato (fino a 720 controparti in media), rispetto al periodo da gennaio fino a metà settembre 2008 (quando le controparti erano state in media 333).

La sostituzione dell'attività sul mercato monetario con l'intermediazione della banca centrale è illustrata anche nella figura 7, da cui risulta che i volumi di prestiti nel segmento *overnight* non garantito effettuati dal *panel* di banche che contribuisce alla formazione dell'Eonia sono diminuiti lievemente dopo la riduzione del corridoio. Mentre durante la fase di turbolenze, ma prima del restringimento del corridoio, il volume Eonia giornaliero si era collocato in media a 52 miliardi di

euro, dopo la riduzione del corridoio è calato a 34 miliardi di euro. Allo stesso tempo, l'immissione di abbondante liquidità ha determinato una flessione dei tassi a breve termine. In seguito all'introduzione della piena aggiudicazione dell'importo nelle ORP, l'Eonia è stato quotato costantemente al di sotto del tasso delle ORP e il differenziale dell'Eonia è sceso a -14 punti base nel periodo fra il 9 ottobre 2008 e il 20 gennaio 2009.

Infine, la portata del ruolo di intermediazione dell'Eurosistema può essere valutata anche analizzando i gruppi di singole controparti che hanno utilizzato le diverse componenti dell'assetto operativo dell'Eurosistema. Fra il 9 ottobre 2008 e il 20 gennaio 2009 gli istituti creditizi ricorrenti ai depositi presso la banca centrale che hanno ottenuto un rifinanziamento nella precedente ORP sono stati in numero limitato, il 15 per cento in media <sup>7)</sup>. Pertanto, il settore di banche che ha ottenuto i rifinanziamenti dall'Eurosistema in una data settimana non è affatto sovrapponibile con quello che vi ha depositato liquidità. Durante il periodo in cui il corridoio era ridotto, tuttavia, tale percentuale ha mostrato una tendenza ad aumentare lievemente. Nel contempo, il ricorso ai depositi presso la banca centrale da parte degli istituti di credito che in precedenza avevano ottenuto un rifinanziamento in una ORLT è rimasto piuttosto stabile nel tempo, quasi al 50 per cento. I depositi presso la banca centrale sono stati utilizzati in media nel 45 per cento dei casi da controparti che non avevano operazioni di rifinanziamento in essere con l'Eurosistema. Questi dati sottolineano la rilevanza del ruolo di intermediazione assunto dall'Eurosistema nell'agevolare il trasferimento di fondi dalle istituzioni con eccesso di liquidità che erano restie a concedere prestiti direttamente a quelle con fabbisogno di liquidità.

Gli effetti delle misure introdotte dall'Eurosistema sull'economia nel suo complesso vengono illustrati nel riquadro.

- 6) Queste cifre si riferiscono allo "bilancio semplificato" dell'Eurosistema.
- 7) Le cifre in questo paragrafo si riferiscono ai ricorsi più consistenti ai depositi presso la banca centrale e coprono in media il 96 per cento del ricorso totale nel periodo in esame.

## 18 DICEMBRE 2008: ANNUNCIO DELL'AMPLIAMENTO DEL CORRIDORIO

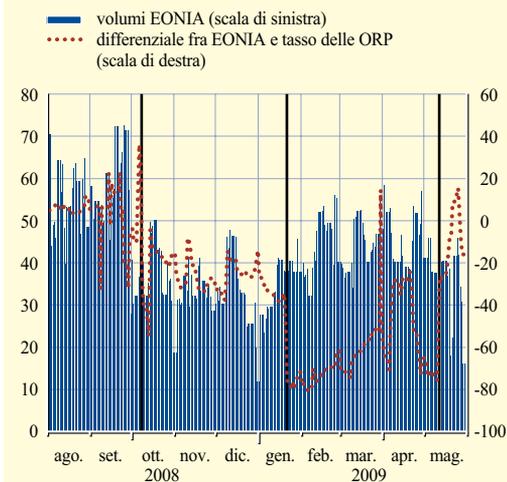
Le misure straordinarie adottate dalla BCE hanno avuto un effetto stabilizzante sul mercato monetario in euro. Verso la fine del 2008 le gravissime tensioni sul mercato monetario sono sembrate attenuarsi e il differenziale fra Euribor e OIS ha iniziato a calare sensibilmente dai suoi livelli massimi, come mostra la figura 1. In tale contesto, e con l'aspettativa che le condizioni del mercato monetario sarebbero migliorate ulteriormente al volgere dell'anno, il Consiglio direttivo ha annunciato il 18 dicembre 2008 che, a partire dal periodo di mantenimento avente inizio il 21 gennaio 2009, il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti sarebbe stato riampliato a 200 punti base, al fine di evitare uno spiazzamento dell'attività sul mercato monetario superiore al necessario. Considerando il miglioramento delle condizioni nel mercato monetario, l'Eurosistema ha potuto ridurre in parte il suo ruolo di primo piano nell'intermediazione.

La figura 6 mostra che dalla fine di gennaio, quando il corridoio è stato riampliato, l'Eurosistema ha cominciato a ridurre le proprie attività di intermediazione: nei mesi successivi il volume complessivo delle operazioni di rifinanziamento si è stabilizzato al di sotto di 700 miliardi di euro e fra il 21 gennaio e il 12 maggio 2009 il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale, divenuti molto meno allettanti, è sceso a 84 miliardi di euro. Anche i volumi dell'Eonia hanno ripreso ad aumentare (cfr. figura 7). Nello stesso periodo il volume Eonia medio giornaliero si è collocato in media a 44 miliardi di euro, in crescita dai 34 miliardi nel periodo in cui il corridoio era stato ridotto. Ciò potrebbe costituire un'indicazione che la maggiore ampiezza del corridoio ha lasciato più spazio per consentire l'incontro fra domanda e offerta nel mercato monetario a breve termine, pur in un contesto caratterizzato dal permanere di un elevato rischio di credito.

Allo stesso tempo, il corridoio più ampio ha permesso un ulteriore incremento del differenziale fra l'Eonia e il tasso fisso delle ORP, che era stato determinato dal protrarsi dell'offerta di abbondante liquidità. Fra il 9 ottobre 2008 e

Figura 7 EONIA: volumi e differenziale

(miliardi di euro; punti base)



Nota: le linee verticali indicano la riduzione del corridoio il 9 ottobre 2008 e il successivo ampliamento il 21 gennaio 2009.

il 20 gennaio 2009, con il corridoio ridotto, il differenziale dell'Eonia si è collocato a 27 punti base, per poi salire a 62 nel periodo fra il 21 gennaio e il 12 maggio 2009. Questo sostanziale scollamento dei tassi a breve termine dal tasso ufficiale illustra ulteriormente la segmentazione del mercato monetario, in quanto il costo di rifinanziamento per le banche che si rivolgevano al mercato (prossimo al tasso Eonia) era notevolmente inferiore al costo di rifinanziamento sostenuto dalle banche che dovevano contare sull'Eurosistema (il tasso delle ORP).

## 7 MAGGIO 2009: ACCRESCIUTO SOSTEGNO AL CREDITO

Più di recente, l'Eurosistema ha deciso di rafforzare ulteriormente le misure non convenzionali. Specificamente, in linea con le nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine condotte dall'ottobre 2008, l'Eurosistema ha deciso di porre in atto dal 23 giugno 2009 una serie di operazioni di rifinanziamento con scadenza a un anno mediante procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. Inoltre, è stato deciso l'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area e che la Banca europea per gli investimenti diventerà una

controparte idonea nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Tali decisioni sono state adottate per favorire la flessione dei tassi a termine del mercato monetario, incoraggiare le banche a mantenere e accrescere i prestiti alla clientela, contribuire a migliorare la situazione di liquidità in segmenti importanti del mercato dei titoli di debito del settore privato, nonché allentare le condizioni di finanziamento per banche e imprese. In

tale contesto e alla luce dei segnali di crescente fiducia nel mercato monetario a breve termine, la riduzione da 100 a 75 punti base del corridoio fra il tasso delle ORP e quello sui depositi presso la banca centrale, avvenuta in concomitanza con la riduzione del tasso delle ORP dall'1,25 all'1,00 per cento il 13 maggio 2009, non avrebbe comportato un significativo rischio di contrazione dell'attività sul mercato monetario.

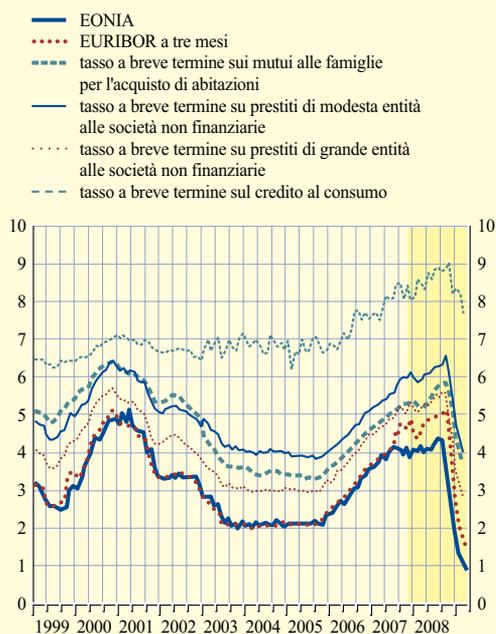
**Riquadro**

**EFFETTI ECONOMICI GENERALI DELLE MISURE APPLICATE DALL'OTTOBRE 2008**

Le variazioni dell'assetto operativo introdotte dall'ottobre 2008, insieme al calo dei tassi di interesse di riferimento della BCE, hanno contribuito a ridurre il costo dei finanziamenti per l'economia nel suo complesso. Come mostra la figura A, la recente e significativa flessione dell'Eonia (*euro overnight index average*), che è stata determinata soprattutto dalla riduzione senza precedenti dei tassi nelle operazioni di rifinanziamento principali (una riduzione di 325 punti base fra ottobre 2008 e maggio 2009), ma in parte anche dalla procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, si è riflessa su vari tassi del mercato monetario a breve termine, che hanno evidenziato anch'essi una forte flessione da ottobre.

**Figura A EONIA, EURIBOR (*euro interbank offered rate*) e tassi a breve termine delle IFM**

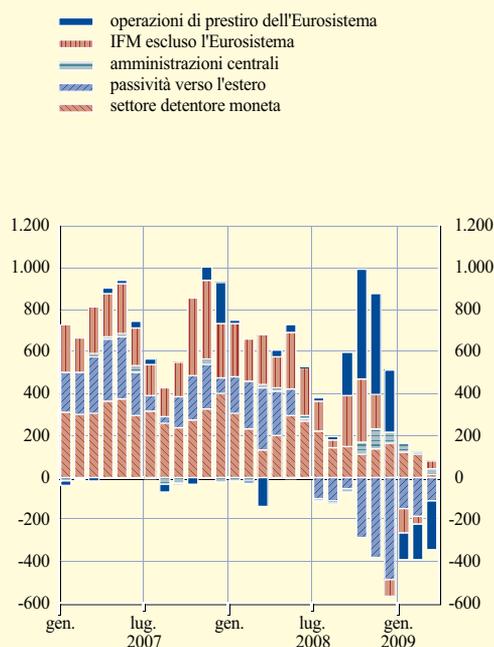
(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE e Reuters.

**Figura B Fonti di finanziamento delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro per settore della controparte**

(flussi a tre mesi; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

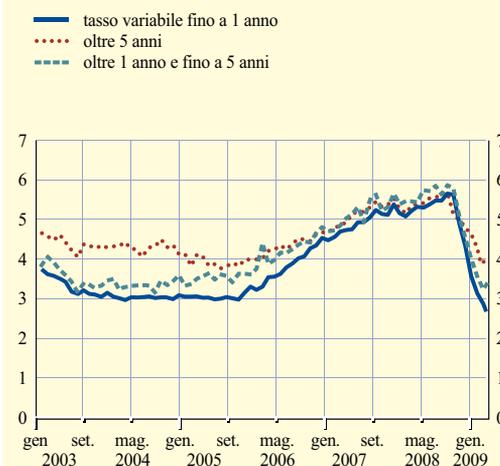
Inoltre, l'introduzione della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo ha consentito di preservare alcune condizioni necessarie per mantenere il flusso di prestiti dalle istituzioni creditizie al settore privato nell'area dell'euro. A tale riguardo, l'Eurosistema ha attenuato le pressioni finanziarie immediate sulle banche con fabbisogni di liquidità, di fatto sostituendo il ricorso ai prestiti sul mercato interbancario. In sintesi, tali misure di gestione della liquidità hanno contribuito a interrompere la "spirale di feedback negativo" originata dalle tensioni sui mercati finanziari.

L'accresciuto ricorso delle banche ai prestiti delle banche centrali in tutto il quarto trimestre del 2008, come mostra la figura B, ha consentito agli istituti di credito nell'area dell'euro di resistere allo shock provocato dalla riduzione dei fondi provenienti dai mercati finanziari internazionali e da altre istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Insieme alle attività di cartolarizzazione "trattenute", tale misura quindi ha consentito anche alle banche con vincoli di liquidità di continuare a rifinanziare i loro portafogli di prestiti e quindi di soddisfare i loro fabbisogni di finanziamenti a breve termine. Di conseguenza, gli istituti creditizi hanno potuto mantenere il flusso di prestiti o, almeno, subire in misura minore le pressioni a rinunciare a tali prestiti.

Per quanto concerne la trasmissione dei tagli ai tassi di interesse nell'area dell'euro, i tassi bancari attivi sono diminuiti rapidamente da novembre 2008, di pari passo con la flessione dei tassi nel mercato monetario. Ad esempio, fra ottobre 2008 e aprile 2009 i tassi bancari attivi nominali a breve termine (ossia per prestiti con scadenza inferiore a un anno) su prestiti di ammontare elevato a società non finanziarie sono diminuiti di circa 300 punti base, mentre i corrispondenti tassi a lungo termine (ossia per prestiti con scadenza superiore a cinque anni) sono scesi di circa 190 punti base (cfr. figura C). In termini reali, pur tenendo conto del rapido calo delle aspettative di inflazione, i tassi bancari attivi a breve termine equivalenti sono calati di circa 90 punti base (sia a breve che a lungo termine) <sup>1)</sup>. Inoltre, l'ampliamento dei differenziali dei tassi dei prestiti e

**Figura C Tassi nominali sui prestiti bancari superiori a 1 miliardo di euro alle società non finanziarie**

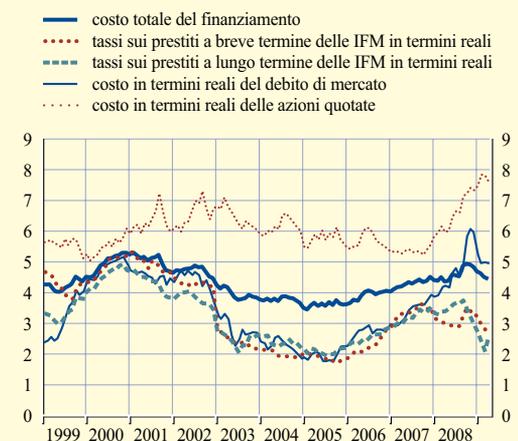
(punti base; da gennaio 2003 ad aprile 2009)



Fonte: BCE.

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



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

1) Per un raffronto fra i recenti andamenti dei tassi d'interesse bancari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr. il riquadro 10 in questo numero del Bollettino.

dei depositi a breve termine delle IFM rispetto ai tassi di mercato a breve termine si è recentemente stabilizzato e in alcuni casi è persino tornato sui livelli di aprile 2009. Nel complesso, il costo medio nominale dei finanziamenti esterni è calato di oltre 140 punti base da ottobre 2008. In termini reali, come mostra la figura D, il costo del finanziamento tramite l'emissione di obbligazioni è chiaramente calato rispetto ai massimi storici raggiunti alla fine del 2008 e il costo del capitale di rischio, pur ancora elevato, ultimamente sembra essere diminuito.

Tutto ciò indica che le misure non convenzionali sulla liquidità adottate dall'Eurosistema dall'ottobre 2008 hanno limitato un potenziale ostacolo alla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro collegato alle turbolenze nei mercati finanziari.

## 5 CONCLUSIONI

In seguito all'intensificarsi delle tensioni finanziarie sul mercato monetario in euro alla fine di settembre e all'inizio di ottobre 2008, l'Eurosistema ha reagito con decisione attuando varie misure non convenzionali nella gestione della liquidità. In particolare, l'Eurosistema ha introdotto procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni di mercato aperto, ha ridotto temporaneamente il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, ha ampliato l'elenco delle attività stanziabili in garanzia (contemporaneamente alle misure per attenuare i rischi) e ha fornito liquidità in valuta estera in collaborazione con altri istituti centrali.

Tali misure, non convenzionali per loro natura, hanno rassicurato gli operatori circa la disponibilità della banca centrale a erogare liquidità e hanno contribuito a riportare condizioni di stabilità nei mercati monetari. In tale contesto, nel

gennaio 2009 l'Eurosistema ha potuto ridurre il suo ruolo di intermediazione e quindi ha ampliato il corridoio fra i tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti.

Più di recente, l'Eurosistema ha deciso di accrescere il sostegno al credito conducendo una serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a 12 mesi (procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo), acquistando obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area e considerando la Banca europea per gli investimenti controparte idonea nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Tali misure mirano a favorire la flessione dei tassi a termine del mercato monetario, incoraggiare le banche a mantenere e accrescere i prestiti alla clientela, contribuire a migliorare la situazione di liquidità in segmenti importanti del mercato dei titoli di debito del settore privato, nonché allentare le condizioni di finanziamento per banche e imprese.



# LA ROTAZIONE DEI DIRITTI DI VOTO NEL CONSIGLIO DIRETTIVO DELLA BCE

*Il 19 marzo 2009 il Consiglio direttivo ha adottato una decisione sull'attuazione del sistema di rotazione dei diritti di voto al proprio interno<sup>1)</sup>, che segue la sua precedente decisione, del 18 dicembre 2008, di prorogare l'attuale sistema di voto fino al momento in cui il numero dei governatori delle BCN nel Consiglio direttivo non sia superiore a 18<sup>2)</sup>. Il presente articolo ripercorre dapprima i principi guida sottostanti all'adeguamento delle modalità di voto e le principali caratteristiche del sistema di rotazione. Spiega poi le disposizioni attuative relative all'ordine, al tasso e al periodo di rotazione. Infine, tratta gli aspetti procedurali e i parametri statistici alla base dell'assegnazione dei governatori delle BCN ai gruppi di voto. Il modello di attuazione prescelto trova l'equilibrio appropriato fra continuità, efficienza e rappresentatività, preservando al contempo il carattere collegiale del Consiglio direttivo.*

## I CONTESTO

Al fine di salvaguardare l'efficienza e la tempestività del processo decisionale del Consiglio direttivo anche in un'area dell'euro allargata, il Consiglio dell'Unione europea ha adottato una decisione nel 2003 in merito all'adeguamento delle modalità di voto nel Consiglio direttivo, sulla base di una raccomandazione della BCE<sup>3)</sup>. Tale decisione, che ha introdotto un sistema di rotazione per i diritti di voto dei governatori delle BCN (in prosieguo "governatori") nel Consiglio direttivo all'aumentare del numero dei suoi membri, si riflette nell'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC e della BCE (in prosieguo "lo Statuto del SEBC")<sup>4)</sup>.

Il sistema di rotazione si fonda su una serie di principi fondamentali. In primo luogo, e soprattutto, continuerà a essere applicato a tutti i membri del Consiglio direttivo aventi diritto di voto il principio di "un membro, un voto", che costituisce il principio fondamentale del processo decisionale del Consiglio direttivo<sup>5)</sup>. In secondo luogo, tutti i membri del Consiglio direttivo continueranno a partecipare alle riunioni a titolo personale e indipendente (c.d. "partecipazione *ad personam*") e manterranno il diritto di intervenire oralmente, a prescindere dal fatto che abbiano o meno diritto di voto. In terzo luogo, per evitare situazioni in cui i governatori con diritto di voto possano essere percepiti come non sufficientemente rappresentativi dell'economia dell'area dell'euro nel suo complesso, si introduce un elemento di "rappresentatività". Questa sarà conseguita ripartendo in gruppi i governatori secondo una graduatoria basata su

un indicatore composito del peso economico e finanziario dei rispettivi paesi (cfr. sezione 2.5). Il paese di provenienza, tuttavia, rileva solo per stabilire la frequenza con cui un governatore esercita il diritto di voto. In questo modo, pertanto, non viene disatteso il principio "un membro, un voto", che continuerà a essere applicato a tutti i membri aventi diritto di voto. In quarto luogo, il sistema di rotazione è solido nel senso che sarà in grado di adattarsi automaticamente a qualsiasi allargamento dell'area dell'euro e, dunque, all'aggiunta di nuovi governatori quali membri del Consiglio direttivo<sup>6)</sup>. Infine, il nuovo sistema di voto è stato reso il più possibile trasparente in modo che le principali caratteristiche e procedure possano essere comunicate con relativa semplicità.

- 1) Decisione della Banca centrale europea, del 19 marzo 2009, che modifica la decisione BCE/2004/2 del 19 febbraio 2004 che adotta il regolamento interno della Banca centrale europea, (BCE/2009/5) (2009/328/CE), GU L 100 del 18.4.2009, pag. 10.
- 2) Decisione della Banca centrale europea, del 18 dicembre 2008, sulla proroga dell'avvio del sistema di rotazione nel Consiglio direttivo della Banca centrale europea, (BCE/2008/29) (2009/5/CE), GU L 3 del 7.1.2009, pag. 4.
- 3) Decisione del Consiglio, riunito nella composizione dei capi di Stato o di governo, del 21 marzo 2003, concernente una modifica dell'articolo 10.2 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (2003/223/CE), basata sulla Raccomandazione della Banca centrale europea BCE/2003/1, GU L 83 dell'1.4.2003, pag. 66.
- 4) Per una descrizione dettagliata del sistema di rotazione e della sua genesi, cfr. l'articolo *L'adeguamento delle modalità di voto del Consiglio direttivo* nel numero di maggio 2003 di questo Bollettino.
- 5) Fanno eccezione le decisioni adottate ai sensi dell'articolo 10.3 dello Statuto del SEBC, che istituisce una votazione ponderata, in cui i voti dei governatori sono ponderati in base alle quote di capitale delle rispettive BCN e la ponderazione dei voti dei membri del Comitato esecutivo pari a zero.
- 6) Questa solidità consente anche l'adattamento a ogni ulteriore allargamento dell'UE e al successivo allargamento dell'area dell'euro.

**Tavola 1 Sistema di rotazione a due gruppi (prima fase)**

Numero totale di governatori	Primo gruppo			Secondo gruppo		
	Governatori	Voti	Frequenza di voto	Governatori	Voti	Frequenza di voto
19	5	4	80%	14	11	79%
20	5	4	80%	15	11	73%
21	5	4	80%	16	11	69%

Sulla base di questi principi, non appena il numero dei governatori sarà superiore a 18, il numero dei membri del Consiglio direttivo aventi diritto di voto sarà sempre limitato a 21. Quindi, il numero di governatori aventi diritto di voto in un dato momento non sarà superiore a 15. I sei membri del Comitato esecutivo non sono soggetti al sistema di rotazione e manterranno costantemente il diritto di voto.

Il sistema di voto si applica a tutte le decisioni adottate a maggioranza semplice ai sensi dell'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC, ossia la maggior parte delle decisioni del Consiglio direttivo, comprese quelle di politica monetaria. Non riguarda le decisioni adottate ai sensi dell'articolo 10.3 dello Statuto del SEBC (ossia decisioni relative a questioni finanziarie dell'Eurosistema come il versamento e l'aumento del capitale della BCE, le modifiche allo schema di sottoscrizione del capitale della BCE, il trasferimento alla BCE di attività di riserva in valuta, la distribuzione del reddito monetario e la ripartizione dei profitti e delle perdite netti della BCE), per le quali si applicano voti ponderati (cfr. nota 5).

Come stabilito dall'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC, il 18 dicembre 2008 il Consiglio

direttivo ha deciso di avviare il sistema di rotazione quando il numero di governatori nel Consiglio direttivo sarà superiore a 18, momento in cui i governatori saranno assegnati a due gruppi in base alla graduatoria determinata dall'indicatore composito già menzionato. In conformità all'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC, il primo gruppo sarà costituito dai primi cinque governatori della graduatoria, mentre il secondo da tutti gli altri. I cinque governatori del primo gruppo si ripartiranno quattro voti e quelli del secondo gruppo undici voti. In seno a ciascun gruppo, i governatori avranno la medesima frequenza di voto. La tavola 1 sintetizza il sistema, precisando le frequenze di voto che ne conseguono.

Dalla data in cui il numero di governatori sarà superiore a 21, i governatori saranno assegnati a tre gruppi secondo la graduatoria. Il numero nel primo gruppo resterà invariato, mentre il secondo sarà costituito dalla metà del numero complessivo dei governatori, arrotondata per eccesso al primo numero intero. Il terzo gruppo sarà composto dai rimanenti governatori. Al primo gruppo spetteranno quattro voti, al secondo otto e al terzo tre. La tavola 2 sintetizza il sistema, precisando le frequenze di voto che ne conseguono.

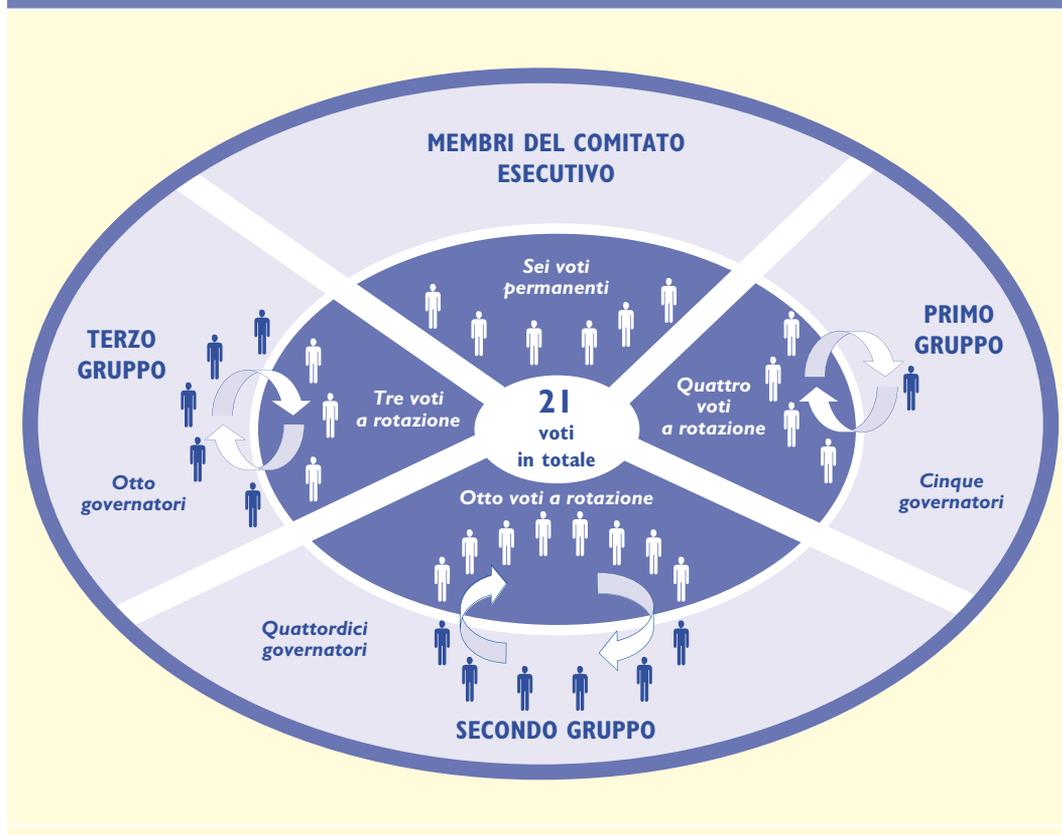
**Tavola 2 Sistema di rotazione a tre gruppi (seconda fase)**

Numero totale di governatori	Primo gruppo			Secondo gruppo			Terzo gruppo		
	Governatori	Voti	Frequenza di voto	Governatori	Voti	Frequenza di voto	Governatori	Voti	Frequenza di voto
22	5	4	80%	11	8	73%	6	3	50%
23	5	4	80%	12	8	67%	6	3	50%
24	5	4	80%	12	8	67%	7	3	43%
25	5	4	80%	13	8	62%	7	3	43%
26	5	4	80%	13	8	62%	8	3	38%
27	5	4	80%	14	8	57%	8	3	38%

## ARTICOLI

La rotazione dei diritti di voto nel Consiglio direttivo della BCE

Figura A Sistema di rotazione a tre gruppi per il Consiglio direttivo della BCE con 27 paesi nell'area dell'euro



La composizione dei gruppi sarà modificata ogniqualvolta una variazione della graduatoria<sup>7)</sup> determini la revisione dei gruppi oppure laddove il numero dei governatori aumenti a seguito dell'allargamento dell'area dell'euro.

A titolo illustrativo, la precedente figura A mostra il sistema di rotazione a tre gruppi con 27 paesi nell'area dell'euro.

## 2 LA DECISIONE DI ATTUAZIONE

Il 19 marzo 2009 il Consiglio direttivo ha adottato la Decisione BCE/2009/5 che modifica la Decisione BCE/2004/2 del 19 febbraio 2004 che adotta il regolamento interno della Banca centrale europea (decisione di attuazione), in cui si stabiliscono le regole che istituiscono il sistema di rotazione dei diritti di voto nel Consiglio direttivo.

In osservanza all'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC, il Consiglio direttivo ha deciso le misure di attuazione con una maggioranza dei due terzi. Anche le variazioni alle misure di attuazione, nonché le ulteriori misure che si rendessero necessarie nel tempo, dovranno essere approvate con una maggioranza dei due terzi di tutti i membri del Consiglio direttivo (ossia membri con o senza il diritto di voto).

Come evidenziato nei considerando della decisione di attuazione, le misure di attuazione si basano su altri tre principi: (a) parità di trattamento, per cui le conseguenze dell'allargamento dell'area dell'euro per quanto concerne l'esercizio del diritto di voto saranno le medesime,

7) Ciò si verifica quando si rivedono i dati sottostanti alla graduatoria, ossia in occasione della revisione quinquennale dello schema di sottoscrizione del capitale e quando occorre adeguare tale schema per tener conto dell'adesione di nuovi paesi all'UE (cfr. anche la sezione 2.5).

a priori, per tutti i governatori; (b) trasparenza; (c) semplicità. Di seguito sono illustrati i punti principali della decisione di attuazione.

## 2.1 ORDINE DI ROTAZIONE

I governatori saranno elencati nei rispettivi gruppi seguendo la convenzione dell'UE per l'elenco dei paesi<sup>8)</sup>. La rotazione inizierà da un punto casuale dell'elenco, per evitare che un governatore risulti favorito o svantaggiato in conseguenza del posizionamento alfabetico del proprio paese. Una volta giunti alla fine dell'elenco, la rotazione continuerà dall'inizio dello stesso.

La composizione dei gruppi può variare: (a) a seguito dell'ingresso di nuovi paesi nell'area dell'euro oppure (b) perché i dati sottostanti all'indicatore cambiano, determinando una diversa graduatoria dei governatori (per ulteriori informazioni cfr. la sezione 2.5). Inoltre, quando il numero dei governatori sarà superiore a 21, sarà costituito un terzo gruppo. In tutti questi casi, il governatore che entra in un gruppo o che cambia gruppo sarà collocato nel nuovo gruppo in conformità alla regola sopra descritta. La rotazione quindi continuerà, senza interruzioni, seguendo l'elenco dei governatori nel gruppo.

## 2.2 PERIODO DI ROTAZIONE

Il periodo di rotazione corrisponde al periodo durante il quale la composizione dei governatori aventi diritto di voto nei vari gruppi rimane invariato.

Il periodo di rotazione è fissato a un mese e la rotazione ha luogo all'inizio del mese. Di norma, si tengono due riunioni fisiche del Consiglio al mese. La prima è dedicata esclusivamente alle decisioni di politica monetaria, mentre nella seconda si trattano in genere tutte le altre questioni soggette alla decisione del Consiglio direttivo<sup>9)</sup>. Il periodo di rotazione di un mese consente ai governatori di esercitare il proprio diritto di voto in entrambe le tipologie di riunione.

## 2.3 TASSO DI ROTAZIONE

Il tasso di rotazione equivale al numero di governatori che acquisiscono e perdono il diritto di voto contestualmente in ciascun gruppo all'inizio di ogni nuovo periodo di rotazione (cioè ogni mese).

Il tasso di rotazione del primo gruppo è fisso, poiché le dimensioni del gruppo non risentono delle variazioni nel numero di governatori. Esso è sempre costituito da cinque governatori con quattro voti: ogni mese, pertanto, un governatore non ha diritto di voto.

Per il secondo e il terzo gruppo occorre una regola discrezionale per decidere quanti governatori acquisiscono e perdono il diritto di voto all'inizio di ogni mese. A questo riguardo, il Consiglio direttivo ha deciso che il numero di governatori che acquisiscono diritto di voto all'inizio di ciascun mese sarà pari alla differenza fra il numero di governatori assegnati al gruppo e il numero di diritti di voto a esso attribuiti, meno due. Ciò significa che non tutti i governatori senza diritto di voto in un dato mese riacquisiranno tale diritto nel periodo di rotazione successivo. Si sarebbe potuto adottare un sistema di rotazione più rapido, con un numero più elevato di governatori che acquisiscono e perdono il diritto di voto contestualmente, ma ciò avrebbe comportato una maggiore discontinuità in termini di membri votanti. Si è ritenuto che l'opzione "meno due" contribuisca a una maggiore stabilità nella composizione dei membri votanti.

A fini illustrativi, la figura B mostra i periodi con e senza diritto di voto per il primo e secondo gruppo di un Consiglio direttivo con 19 governatori (ossia immediatamente dopo l'inizio del sistema di rotazione). Analogamente, la figura C riporta i periodi con e senza diritto

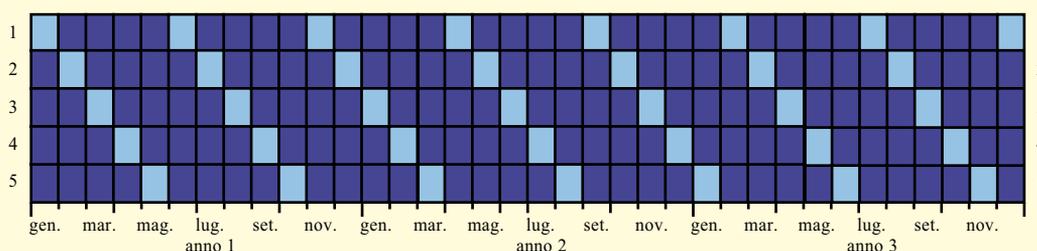
8) I paesi compariranno in ordine alfabetico, in base alla loro denominazione nella rispettiva lingua nazionale secondo l'alfabeto latino.

9) Di norma, in gennaio e agosto è programmata solo una riunione fisica del Consiglio direttivo, dedicata alle decisioni di politica monetaria. In questi mesi, le altre decisioni sono adottate mediante procedura scritta.

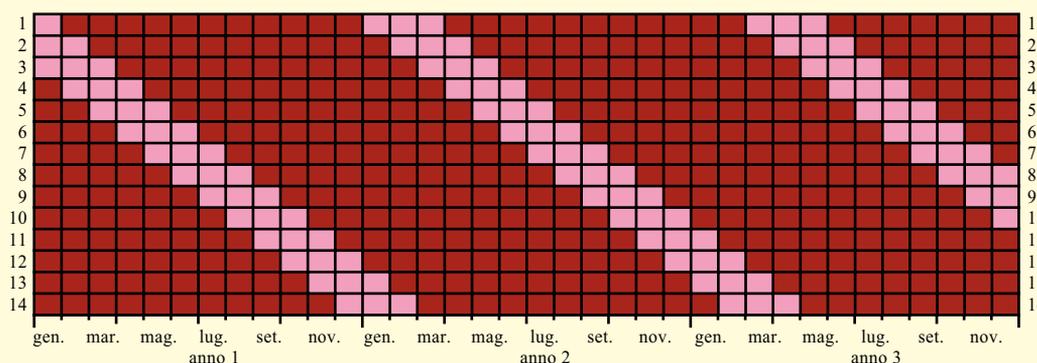
Figura B Sistema di rotazione a due gruppi per il Consiglio direttivo della BCE

## a) 19 governatori

## Gruppo 1: 5 membri/4 voti



## Gruppo 2: 14 membri/11 voti



Fonte: BCE.

Note: il colore scuro indica i periodi con diritto di voto, mentre quello chiaro i periodi senza diritto di voto.

di voto per il primo, secondo e terzo gruppo di un Consiglio direttivo con 27 governatori (cioè nella situazione in cui entrassero a far parte dell'area dell'euro tutti gli attuali Stati membri dell'UE, compresi quelli con clausola di esenzione). L'asse orizzontale rappresenta il tempo, mentre sull'asse verticale sono indicati i governatori. Il primo gruppo è sempre costituito da cinque governatori con quattro voti, per cui il primo governatore non avrà diritto di voto in gennaio, giugno e novembre del primo anno (ipotizzando che la rotazione inizi con il primo governatore).

Con 19 governatori nel Consiglio direttivo, il secondo gruppo comprende 14 governatori con 11 voti, per cui in ogni momento non hanno diritto di voto tre governatori. L'applicazione della regola citata per il tasso di rotazione (il numero

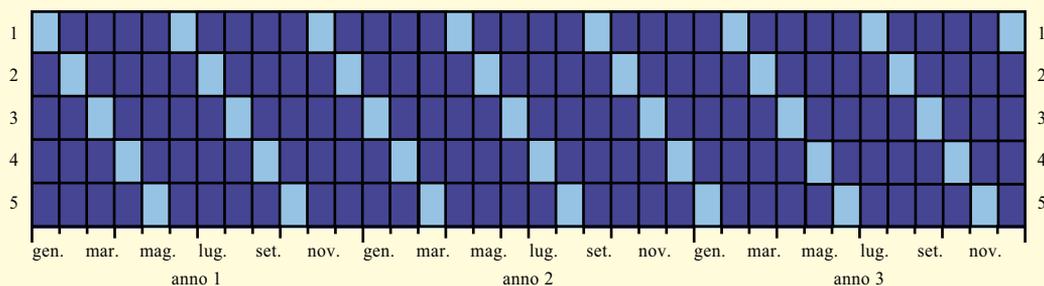
di governatori senza diritto di voto, meno due) fa sì che alla fine di ciascun periodo di rotazione (ossia alla fine di ogni mese) un governatore trasmetta il proprio diritto di voto a un altro governatore. Come illustra la figura B, il primo, secondo e terzo governatore non hanno diritto di voto in gennaio. In febbraio, il primo governatore riacquista il diritto di voto e il quarto lo perde, ossia ora sono privi di voto il secondo, terzo e quarto governatore. Pertanto, il blocco di tre governatori senza diritto di voto segue l'elenco dei governatori nel gruppo, scendendo di una posizione ogni mese.

La figura C illustra il sistema per un Consiglio direttivo con 27 governatori. In questo caso, il secondo gruppo è costituito da 14 governatori con otto voti, per cui in ogni momento sei governatori non hanno diritto di voto. Il tasso di

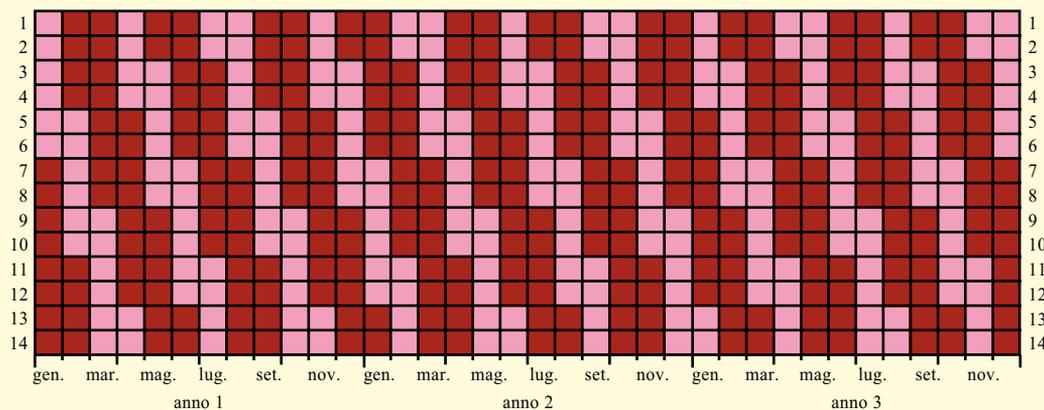
**Figura C Sistema di rotazione a tre gruppi per il Consiglio direttivo della BCE**

**b) 27 governatori**

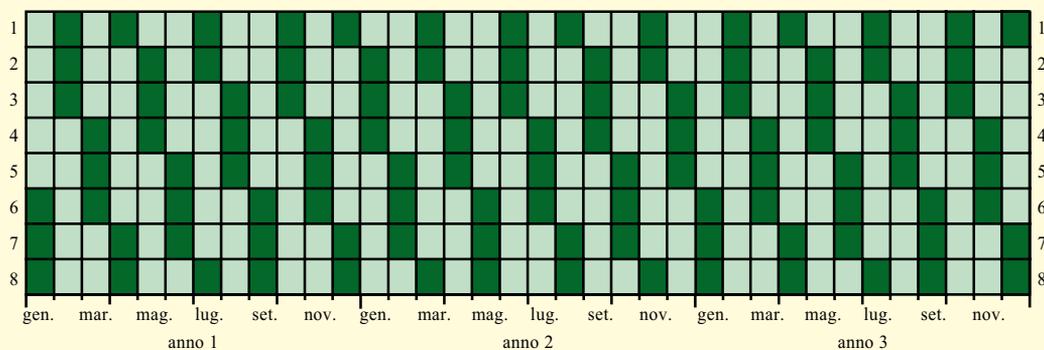
**Gruppo 1: 5 membri/4 voti**



**Gruppo 2: 14 membri/8 voti**



**Gruppo 3: 8 membri/3 voti**



Fonte: BCE.  
 Note: il colore scuro indica i periodi con diritto di voto, mentre quello chiaro i periodi senza diritto di voto.

rotazione in questo caso sarà pari a quattro (ossia sei governatori senza diritto di voto, meno due), per cui il blocco di sei governatori senza

diritto di voto percorre l'elenco dei governatori del gruppo, scendendo di quattro posizioni alla fine di ciascun mese in un ciclo continuo. Il ter-

zo gruppo comprende otto governatori, di cui in ogni momento tre con diritto di voto e cinque senza. In questo caso, il tasso di rotazione è tre (ossia cinque governatori senza diritto di voto, meno due), per cui il blocco di cinque governatori senza il diritto di voto scende lungo l'elenco dei governatori del gruppo, spostandosi di tre posizioni alla fine di ogni mese<sup>10</sup>.

#### 2.4 REGOLAMENTO INTERNO DELLA BCE

La decisione di attuazione introduce le modifiche in esame inserendo nel Regolamento interno della BCE un nuovo articolo (l'articolo 3 bis), riportato nel riquadro sottostante. La

decisione di attuazione, e quindi le modifiche al Regolamento interno vigente, entreranno in vigore all'avvio del sistema di rotazione, ossia quando il numero di governatori sarà superiore a 18.

10) Succede talvolta che, nella fase a tre gruppi, alcuni governatori siano sistematicamente con o senza voto in un determinato periodo dell'anno. Poiché alcune questioni esaminate dal Consiglio direttivo sorgono con frequenza stagionale (ad esempio le questioni di bilancio alla fine dell'anno), questo effetto dovrà essere attenuato per assicurare che i governatori abbiano parità di trattamento. A tal fine, una disposizione dell'articolo 1, punto 1, della decisione di attuazione prevede che: "Il Consiglio direttivo può decidere di variare l'ordine di rotazione per il secondo e terzo gruppo al fine di evitare la situazione per cui taluni governatori sono sempre privi del diritto di voto nello stesso periodo dell'anno".

#### Articolo 3 bis del Regolamento interno della BCE: Sistema di rotazione

1. I governatori sono assegnati ai gruppi come disposto dal primo e secondo trattino dell'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC.
2. I governatori sono collocati in ciascun gruppo, seguendo la convenzione UE, sulla base di un elenco delle loro banche centrali nazionali, che segue l'ordine alfabetico dei nomi degli Stati membri nelle lingue nazionali. La rotazione dei diritti di voto all'interno di ciascun gruppo seguirà tale ordine. La rotazione inizierà da un punto casuale dell'elenco.
3. I diritti di voto all'interno di ciascun gruppo ruotano ogni mese, con inizio il primo giorno del primo mese di attuazione del sistema di rotazione.
4. Per il primo gruppo, il numero dei diritti di voto che ruotano in ogni periodo mensile sarà uno; per il secondo e il terzo gruppo, il numero dei diritti di voto che ruotano in ogni periodo mensile sarà uguale alla differenza tra il numero di governatori allocati nel gruppo e il numero di diritti di voto ad esso assegnati, meno due.
5. Quando la composizione dei gruppi sia adeguata in conformità a quanto previsto dal quinto trattino dell'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC, la rotazione dei diritti di voto in ciascun gruppo continuerà a seguire l'elenco di cui al paragrafo 2. Dal momento in cui il numero di governatori raggiunge i 22, la rotazione all'interno del terzo gruppo inizia da un punto casuale dell'elenco. Il Consiglio direttivo può decidere di variare l'ordine di rotazione per il secondo e terzo gruppo al fine di evitare la situazione per cui taluni governatori sono sempre privi del diritto di voto nello stesso periodo dell'anno.
6. La BCE pubblica in anticipo un elenco dei membri del Consiglio direttivo aventi diritto di voto sul sito Internet della BCE.
7. La quota della banca centrale nazionale di ciascuno Stato membro nel bilancio totale aggregato delle istituzioni finanziarie monetarie è calcolata sulla base della media annuale sui dati medi mensili dell'anno più recente per cui i dati sono disponibili. Quando il prodotto interno

loro aggregato a prezzi di mercato è adeguato ai sensi dell'articolo 29.3 dello Statuto del SEBC o quando un paese diventa Stato membro e la sua banca centrale nazionale diventa parte del Sistema europeo di banche centrali, il bilancio totale aggregato delle istituzioni finanziarie monetarie degli Stati membri che hanno adottato l'euro viene ricalcolato sulla base dei dati relativi al più recente anno di calendario per cui i dati sono disponibili.

La decisione di attuazione apporta altresì alcune ulteriori modifiche del Regolamento interno della BCE per tener conto della differenziazione fra governatori votanti e non. Le uniche disposizioni modificate sono quelle in cui l'esercizio dei diritti è direttamente connesso al processo decisionale. Innanzitutto, affinché il Consiglio direttivo sia in grado di votare, deve essere raggiunto un quorum pari a due terzi dei membri *aventi diritto di voto*<sup>11)</sup>. In secondo luogo, la cancellazione dall'ordine del giorno di una voce, se la relativa documentazione non è stata inviata a tempo debito ai membri del Consiglio direttivo, è disposta su richiesta di almeno tre membri del Consiglio direttivo *con diritto di voto*<sup>12)</sup>. Inoltre, le decisioni prese mediante procedura scritta devono essere approvate dai *membri del Consiglio direttivo aventi diritto di voto al momento dell'approvazione*<sup>13)</sup>. Infine, i verbali dei lavori del Consiglio direttivo sono approvati dai *membri del Consiglio direttivo che avevano diritto di voto al momento della riunione in questione*<sup>14)</sup>. Queste modifiche riguardano rispettivamente gli articoli 4.1, 5.1, 4.7 e 5.2 del Regolamento interno della BCE.

Tutte le altre disposizioni sono rimaste invariate. Pertanto, tutti i governatori (con o senza diritto di voto) potranno ancora, ad esempio, chiedere la convocazione di una riunione oppure opporsi all'organizzazione di una riunione in teleconferenza o all'adozione di una decisione mediante procedura scritta. Tutti i governatori manterranno inoltre il diritto a essere accompagnati alle riunioni da una persona, a nominare un supplente in caso di breve assenza o a essere sostituito quale membro del Consiglio direttivo nel caso di assenza superiore a un mese.

È stato anche stabilito, a fini di trasparenza, che oltre a pubblicare le disposizioni attuative in una decisione della BCE, sarà messo a disposizione

in anticipo sul sito Internet della BCE il dettaglio dei membri votanti e non votanti, con ogni probabilità congiuntamente alla pubblicazione del calendario delle riunioni del Consiglio direttivo. Tale elenco sarà regolarmente aggiornato.

## 2.5 PARAMETRI STATISTICI PER LA GRADUATORIA

La graduatoria dei governatori sarà modificata solo quando sarà corretto lo schema di sottoscrizione del capitale della BCE (ossia ogni cinque anni oppure quando un nuovo Stato membro aderisce all'UE, in quanto ciò comporta che alla relativa BCN sia attribuita una quota di capitale della BCE)<sup>15)</sup>. La graduatoria si basa su due parametri: (a) la quota di un paese nel PIL aggregato ai prezzi di mercato, che ha una ponderazione di cinque sestimi; (b) la quota di un paese nel bilancio totale aggregato delle IFM, che ha una ponderazione di un sesto.

I dati relativi al PIL impiegati sono quelli forniti dalla Commissione europea per determinare lo schema di sottoscrizione del capitale della BCE. I dati sul PIL utilizzati per la graduatoria sono aggiornati ogniqualvolta è adeguato lo schema di sottoscrizione del capitale della BCE. L'allargamento dell'area dell'euro non comporta un aggiornamento dei dati sottostanti, in quanto tutte le BCN dell'UE diventano detentrici di capitale

- 11) Articolo 1, punto 2, della decisione di attuazione.
- 12) Articolo 1, punto 4, della decisione di attuazione.
- 13) Articolo 1, punto 3, della decisione di attuazione.
- 14) Articolo 1, punto 5, della decisione di attuazione.
- 15) Le BCN non appartenenti all'area dell'euro versano però solo il 7% della rispettiva quota di capitale.
- 16) Questo regolamento è stato oggetto di aggiornamento e rifusione mediante il Regolamento (CE) n. 25/2009 della BCE, entrato in vigore nel febbraio 2009.
- 17) I dati sono calcolati su base territoriale, ossia comprendendo filiali e controllate di IFM estere stabilite negli Stati membri ed escludendo filiali e controllate di IFM nazionali stabilite all'estero.

della BCE al momento dell'adesione all'UE e i dati sul PIL utilizzati a tale scopo sono gli stessi di quelli utilizzati per la graduatoria.

I dati relativi al bilancio totale aggregato delle IFM sono forniti dall'Eurosistema e sono compilati in base al quadro di riferimento armonizzato della BCE per le statistiche monetarie ai sensi del Regolamento (CE) n. 2423/2001 della BCE<sup>16</sup>. L'articolo 10.2 dello Statuto del SEBC prevede che si impieghi il bilancio totale aggregato delle IFM, compreso il bilancio della BCN in questione, ma escluso quello della BCE<sup>17</sup>. Poiché le statistiche definitive sui bilanci delle IFM sono disponibili con un breve ritardo e poiché non vi sono garanzie che, per i nuovi Stati membri, siano disponibili dati armonizzati sul bilancio totale aggregato delle IFM per i medesimi periodi storici dei dati del PIL, il calcolo sarà effettuato utilizzando l'anno solare più recente per cui sono disponibili i dati. Per evitare gli effetti di anomalie e stagionalità, si ricorrerà a una media annuale dei dati mensili. I dati sul bilancio totale aggregato delle IFM sono aggiornati con la stessa frequenza dei dati sul PIL (ossia ogni cinque anni e in occasione di un allargamento dell'UE).

### 3 CONCLUSIONI

L'attuazione del sistema di rotazione si propone di rispettare i principi "un membro, un voto", di "partecipazione *ad personam*", "rappresentatività", automaticità e solidità, parità di trattamento, trasparenza e semplicità.

Nel concepire il sistema di rotazione, occorre trovare un equilibrio fra: (a) la difficoltà di doversi adeguare automaticamente a futuri ampliamenti dell'area dell'euro, la cui tempistica

e dimensione sono incerte; (b) la struttura organizzativa unica dell'Eurosistema; (c) l'aspirazione alla semplicità. Utilizzando parametri che possono essere spiegati facilmente o che sono ampiamente collaudati, le misure attuative renderanno agevole l'applicazione nella pratica delle disposizioni sul sistema di voto. Ciò contribuisce anche alla sua stabilità e prevedibilità.

Mediante la combinazione del tasso di rotazione prescelto e di un breve periodo di rotazione pari a un mese, il modello trova un equilibrio fra la continuità nella composizione dei membri votanti e l'esigenza di assicurare che nessun governatore rimanga senza diritto di voto per un periodo di tempo eccessivo. Entrambi gli aspetti sono importanti per il corretto funzionamento del processo decisionale. La solidità del sistema di rotazione, che si adegua automaticamente a ogni allargamento dell'area dell'euro semplicemente collocando i nuovi governatori all'interno dei gruppi nell'ordine prestabilito, assicurerà che esso continui a funzionare nel tempo senza criticità.

Con l'adozione delle decisioni del Consiglio direttivo relative alle norme attuative per il sistema di rotazione dei diritti di voto, sono state ora assunte tutte le misure necessarie per adeguarsi al futuro ampliamento dell'area dell'euro. Le modifiche necessarie al Regolamento interno della BCE sono già deliberate e pronte a entrare in vigore quando il numero dei paesi dell'area dell'euro sarà superiore a 18.

Le disposizioni attuative assicurano che tutti i governatori partecipino regolarmente al processo decisionale, accentuando così il carattere collegiale del Consiglio direttivo e assicurandone la costante coesione e rappresentatività, preservandone allo stesso tempo l'efficienza operativa.



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

### 1 STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante 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](mailto: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](http://sdw.ecb.europa.eu)).

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

#### **ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2009 PER L'INGRESSO DELLA SLOVACCHIA**

Tutti i dati relativi al 2009 si riferiscono agli Euro 16 (area dell'euro, inclusa la Slovacchia) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovacchia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

#### **Segni convenzionali nelle tavole**

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

# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2,3)</sup>	M3 <sup>2,3)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>2)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno di fine periodo) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,5	9,9	11,2	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,4	9,7	9,7	-	9,5	18,9	4,64	3,69
2008 3° trim.	0,7	9,2	9,1	-	9,1	18,5	4,98	4,34
4° trim.	2,7	8,9	8,2	-	7,4	20,1	4,24	3,69
2009 1° trim.	5,3	7,2	6,0	-	4,6	25,4	2,01	3,77
2° trim.	.	.	.	.	.	.	1,31	3,99
2009 gen.	5,1	7,5	5,9	6,4	5,1	24,6	2,46	4,02
feb.	6,2	7,0	5,8	5,6	4,3	26,1	1,94	3,85
mar.	5,9	6,1	5,0	5,2	3,2	27,0	1,64	3,77
apr.	8,4	5,9	4,9	4,5	2,3	26,9	1,42	3,79
mag.	7,9	5,0	3,7	.	1,8	.	1,28	4,18
giu.	.	.	.	.	.	.	1,23	3,99

### 2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro <sup>5)</sup>

	IAPC <sup>1)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	2,1	2,7	2,7	2,7	3,8	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	5,9	3,3	0,7	-1,7	81,8	0,8	7,5
2008 4° trim.	2,3	3,3	4,0	-1,7	-9,0	78,1	0,0	8,0
2009 1° trim.	1,0	-1,7	3,7	-4,8	-18,3	72,6	-1,2	8,7
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 gen.	1,1	-0,6	-	-	-16,5	74,7	-	8,4
feb.	1,2	-1,6	-	-	-19,2	-	-	8,7
mar.	0,6	-2,9	-	-	-19,1	-	-	8,9
apr.	0,6	-4,6	-	-	-20,7	70,5	-	9,2
mag.	0,0	.	.	.	.	.	.	.
giu.	-0,1	.	.	.	.	.	.	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-21 <sup>6)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2007	24,8	46,4	-92,5	159,7	347,2	107,9	109,0	1,3705
2008	-81,2	-6,1	-251,3	439,2	374,2	113,0	113,6	1,4708
2008 3° trim.	-21,2	-9,0	-35,9	121,5	372,5	114,1	114,3	1,5050
4° trim.	-20,7	-0,7	-86,7	201,8	374,2	109,1	109,6	1,3180
2009 1° trim.	-22,9	-6,3	-46,6	134,7	395,7	111,9	112,2	1,3029
2° trim.	.	.	.	.	.	113,2	113,4	1,3632
2009 gen.	-19,2	-10,1	-15,9	-7,4	413,0	111,9	112,3	1,3239
feb.	-1,1	1,0	-11,8	56,1	423,1	110,4	110,6	1,2785
mar.	-2,6	2,8	-18,9	85,9	395,7	113,3	113,4	1,3050
apr.	-7,2	4,0	-1,2	-6,0	386,3	112,5	112,8	1,3190
mag.	.	.	.	.	392,2	113,0	113,3	1,3650
giu.	.	.	.	.	.	114,0	114,2	1,4016

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

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

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Le variazioni 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.
- 3) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.
- 4) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la Tavola 4.7 per i dettagli.
- 5) Salvo diversa indicazione, i dati si riferiscono agli Euro 16.
- 6) 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

	5 giugno 2009	12 giugno 2009	19 giugno 2009	26 giugno 2009
<b>Oro e crediti in oro</b>	240.766	240.746	240.725	240.629
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	156.586	162.272	161.689	159.737
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	99.574	90.851	74.499	75.110
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	18.757	18.431	17.504	17.801
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	632.881	611.020	618.887	896.839
Operazioni di rifinanziamento principali	227.576	302.077	309.621	167.902
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	403.555	308.701	308.703	728.598
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	1.739	241	549	326
Crediti connessi a scarti di garanzia	11	0	13	12
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	24.081	23.876	24.031	24.478
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	298.168	300.606	300.950	301.585
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	36.788	36.788	36.769	36.769
<b>Altre attività</b>	240.238	242.035	244.664	244.372
<b>Attività totali</b>	<b>1.747.838</b>	<b>1.726.624</b>	<b>1.719.718</b>	<b>1.997.319</b>

#### 2. Passività

	5 giugno 2009	12 giugno 2009	19 giugno 2009	26 giugno 2009
<b>Banconote in circolazione</b>	763.494	762.798	760.817	762.146
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	235.788	224.940	226.268	504.516
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	206.936	213.491	213.515	268.244
Depositi overnight	28.841	11.334	12.717	236.235
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	11	116	36	37
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	235	221	213	224
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	145.038	152.896	159.802	161.278
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	152.191	131.799	118.705	117.876
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	5.140	3.204	3.490	5.350
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	8.461	11.237	10.154	7.300
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.551	5.551	5.551	5.551
<b>Altre passività</b>	156.008	158.052	158.797	157.163
<b>Rivalutazioni</b>	202.952	202.952	202.952	202.952
<b>Capitale e riserve</b>	72.981	72.976	72.968	72.963
<b>Passività totali</b>	<b>1.747.838</b>	<b>1.726.624</b>	<b>1.719.718</b>	<b>1.997.319</b>

Fonte: BCE.

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

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

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

Fonte: BCE.

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

### 1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta <sup>1), 2)</sup>

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)	
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>5)</sup>		Tasso medio ponderato
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operazioni di rifinanziamento principali									
2009	4 mar.	244.147	481	244.147	2,00	-	-	-	7
	11	227.701	503	227.701	1,50	-	-	-	7
	18	226.066	537	226.066	1,50	-	-	-	7
	25	229.979	538	229.979	1,50	-	-	-	7
	1 apr.	238.071	522	238.071	1,50	-	-	-	7
	8	233.234	535	233.234	1,25	-	-	-	7
	15	249.411	557	249.411	1,25	-	-	-	7
	22	244.126	563	244.126	1,25	-	-	-	7
	29	233.157	526	233.157	1,25	-	-	-	7
	6 mag.	234.197	503	234.197	1,25	-	-	-	7
	13	229.565	512	229.565	1,00	-	-	-	7
	20	221.324	558	221.324	1,00	-	-	-	7
	27	276.814	709	276.814	1,00	-	-	-	7
	3 giu.	227.576	620	227.576	1,00	-	-	-	7
	10	302.077	604	302.077	1,00	-	-	-	7
	17	309.621	670	309.621	1,00	-	-	-	7
	24	167.902	530	167.902	1,00	-	-	-	7
	1 lug.	105.905	405	105.905	1,00	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2009	8 apr.	131.839	119	131.839	1,25	-	-	-	35
	9	36.087	75	36.087	1,25	-	-	-	182
	16	13.152	37	13.152	1,25	-	-	-	84
	30	30.170	90	30.170	1,25	-	-	-	91
	13 mag.	116.063	113	116.063	1,00	-	-	-	28
	14	33.666	56	33.666	1,00	-	-	-	91
	14	20.695	97	20.695	1,00	-	-	-	182
	28	27.541	104	27.541	1,00	-	-	-	91
	10 giu.	56.780	147	56.780	1,00	-	-	-	28
	11	14.536	44	14.536	1,00	-	-	-	91
	11	18.202	110	18.202	1,00	-	-	-	182
	25	442.241	1.121	442.241	1,00	-	-	-	371
	25	6.432	70	6.432	1,00	-	-	-	98

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)	
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale <sup>5)</sup>		Tasso medio ponderato
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008	24 set.	Operazione temporanea	50.335	36	40.000	-	4,25	-	4,25	4,35	1
	1 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	173.047	52	173.047	4,25	-	-	-	-	1
	2	Raccolta di depositi a tempo determinato	216.051	65	200.000	4,25	-	-	-	-	1
	3	Raccolta di depositi a tempo determinato	193.844	54	193.844	4,25	-	-	-	-	3
	6	Raccolta di depositi a tempo determinato	171.947	111	171.947	4,25	-	-	-	-	1
	7	Raccolta di depositi a tempo determinato	147.491	97	147.491	4,25	-	-	-	-	1
	9	Operazione temporanea	24.682	99	24.682	3,75	-	-	-	-	6
	11 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	149.656	117	79.940	-	-	3,75	3,60	3,51	1
	9 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	2,94	1
2009	20 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1
	10 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1
	10 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1
	7 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	1
	12 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	109.091	128	108.056	-	-	1,25	1,05	0,93	1
	9 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	91.551	101	57.912	-	-	1,00	0,80	0,77	1

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) L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali.
- 5) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.

**1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità**

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

**1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva**

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; 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	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2008 2° trim.	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1	
3° trim.	18.231,2	9.968,9	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5	
4° trim. <sup>2)</sup>	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009 gen.	18.510,3	10.186,3	879,8	2.424,3	1.315,3	3.704,7	
feb.	18.466,6	10.142,2	870,3	2.438,4	1.272,4	3.743,2	
mar.	18.269,2	10.015,6	845,4	2.443,0	1.203,2	3.761,9	
apr.	18.447,1	10.085,4	846,1	2.452,5	1.253,3	3.809,8	

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

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009 20 gen. <sup>3)</sup>	220,2	221,5	1,2	0,0	2,50
10 feb.	221,1	222,1	1,0	0,0	2,00
10 mar.	217,6	218,6	1,0	0,0	2,00
7 apr.	220,8	221,6	0,8	0,0	1,50
12 mag.	219,7	220,8	1,1	0,0	1,25
9 giu.	216,7	217,9	1,2	0,0	1,00
7 lug.	218,1	.	.	.	.

**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	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto) <sup>4)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2007	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009 20 gen.	581,3	219,2	613,6	2,9	0,0	238,5	3,3	753,1	99,9	100,6	221,5	1.213,1
10 feb.	547,4	224,9	551,4	2,1	0,0	175,4	6,1	740,2	102,7	79,3	222,1	1.137,7
10 mar.	512,7	224,3	472,4	1,6	0,0	95,5	4,0	741,5	110,1	41,4	218,6	1.055,5
7 apr.	508,0	230,5	443,1	1,1	0,0	57,8	3,7	747,3	139,0	13,3	221,6	1.026,6
12 mag.	512,4	239,7	426,9	0,7	0,0	42,7	3,1	757,5	141,9	13,7	220,8	1.021,0
9 giu.	487,9	238,8	400,6	0,7	0,0	22,3	2,1	759,8	141,7	-15,8	217,9	1.000,0

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) L'aggregato soggetto a riserva a fine ottobre 2008 è utilizzato per il calcolo dell'obbligo di riserva delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro per il periodo di mantenimento delle riserve che termina a fine gennaio 2009 e quindi include l'aggregato delle istituzioni creditizie della Slovacchia. Per quanto concerne l'ammontare dell'aggregato a fine ottobre 2008, le istituzioni creditizie site in altri paesi dell'area dell'euro potrebbero aver deciso di dedurre dai propri aggregati soggetti a riserva eventuali passività nei confronti di istituzioni creditizie con sede in Slovacchia.

3) In conseguenza dell'adozione dell'euro da parte della Slovacchia dal 1° gennaio 2009 l'aggregato soggetto a riserva è una media ponderata per il numero di giorni di calendario degli aggregati dei 15 paesi dell'area dell'euro per il periodo 10-31 dicembre 2008 e di quelli dei 16 paesi attualmente nell'area per il periodo dal 1° al 20 gennaio 2009.

 4) A partire dal 1° gennaio 2009 include le operazioni di politica monetaria in forma di operazioni temporanee di *fine tuning* condotte dalla Národná Banka Slovenska prima di tale data e ancora in essere successivamente ad essa.

# 2

## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

### 2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
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	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 3° trim.	2.473,4	1.342,5	18,5	0,7	1.323,3	278,9	237,4	2,4	39,1	-	14,7	482,4	16,0	338,9
4° trim.	2.983,0	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	307,9	2,4	40,4	-	14,4	479,8	15,7	313,0
2009 gen.	2.830,2	1.606,0	18,6	0,7	1.586,8	362,5	314,6	2,5	45,4	-	14,2	523,8	16,0	307,7
feb.	2.772,6	1.537,1	18,6	0,7	1.517,8	366,5	318,3	2,7	45,6	-	13,6	530,5	15,9	309,0
mar.	2.783,6	1.555,3	18,7	0,7	1.535,9	374,1	322,7	2,5	48,9	-	13,9	491,0	15,7	333,5
apr.	2.710,2	1.479,4	18,1	0,7	1.460,7	378,1	326,5	2,4	49,2	-	14,7	487,5	15,8	334,7
mag. <sup>(p)</sup>	2.678,1	1.452,0	18,1	0,7	1.433,2	375,8	322,9	2,5	50,4	-	15,0	488,6	15,8	331,0
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
2006	25.944,6	14.881,7	809,0	9.134,7	4.938,0	3.561,5	1.278,8	645,8	1.636,9	83,5	1.171,4	4.336,6	172,6	1.737,4
2007	29.448,1	16.894,2	954,5	10.139,0	5.800,8	3.890,1	1.196,9	952,9	1.740,3	93,5	1.293,8	4.886,1	205,7	2.184,7
2008 3° trim.	31.534,6	18.134,4	978,8	10.800,1	6.355,5	4.207,8	1.195,4	1.106,8	1.905,6	101,8	1.316,1	5.125,7	203,2	2.445,5
4° trim.	31.840,7	18.053,5	967,6	10.768,2	6.317,6	4.630,8	1.244,7	1.406,3	1.979,8	98,7	1.199,7	4.756,6	211,6	2.889,8
2009 gen.	32.297,9	18.205,2	984,5	10.856,9	6.363,8	4.766,3	1.308,3	1.406,8	2.051,2	101,6	1.205,1	4.871,4	210,6	2.937,6
feb.	32.144,3	18.074,9	981,1	10.833,6	6.260,3	4.846,9	1.342,5	1.427,5	2.076,9	102,8	1.189,0	4.779,2	215,0	2.936,4
mar.	31.745,3	17.902,4	970,1	10.812,9	6.119,5	4.928,3	1.388,9	1.450,4	2.089,1	104,1	1.186,5	4.545,6	214,0	2.864,4
apr.	31.857,5	17.898,8	982,2	10.808,5	6.108,1	4.999,5	1.406,6	1.473,6	2.119,2	103,8	1.218,8	4.611,0	212,9	2.812,8
mag. <sup>(p)</sup>	31.534,3	17.854,9	974,6	10.805,2	6.075,1	5.044,7	1.423,1	1.470,7	2.150,8	102,5	1.215,8	4.470,5	213,4	2.632,4

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 3° trim.	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	288,1	283,1
4° trim.	2.983,0	784,8	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	274,0	383,3	323,4
2009 gen.	2.830,2	761,9	1.093,1	102,5	19,1	971,6	-	0,1	302,6	329,1	343,3
feb.	2.772,6	763,8	1.075,8	110,9	22,3	942,6	-	0,1	313,8	301,5	317,7
mar.	2.783,6	768,9	1.114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	301,6	301,8
apr.	2.710,2	781,0	1.046,9	140,3	21,5	885,1	-	0,1	293,1	274,9	314,1
mag. <sup>(p)</sup>	2.678,1	783,4	1.053,1	137,2	19,0	897,0	-	0,1	291,5	249,0	300,9
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
2006	25.944,6	-	13.265,1	124,1	7.901,8	5.239,3	698,3	4.233,6	1.454,1	3.991,4	2.302,2
2007	29.448,1	-	15.098,2	126,9	8.885,4	6.085,8	754,1	4.631,4	1.683,6	4.533,4	2.747,4
2008 3° trim.	31.534,6	-	16.234,4	139,9	9.347,6	6.746,8	833,2	4.851,4	1.756,1	4.890,5	2.968,9
4° trim.	31.840,7	-	16.759,8	190,8	9.710,5	6.858,5	825,4	4.848,3	1.767,5	4.396,0	3.243,8
2009 gen.	32.297,9	-	16.815,6	222,6	9.755,0	6.838,0	861,9	4.920,9	1.786,3	4.680,4	3.232,8
feb.	32.144,3	-	16.706,3	228,2	9.760,0	6.718,1	883,1	4.971,3	1.781,9	4.569,1	3.232,5
mar.	31.745,3	-	16.605,7	216,1	9.785,2	6.604,4	885,2	4.932,3	1.793,2	4.346,5	3.182,3
apr.	31.857,5	-	16.638,7	197,9	9.868,0	6.572,9	886,1	4.970,6	1.806,6	4.402,0	3.153,5
mag. <sup>(p)</sup>	31.534,3	-	16.598,4	193,9	9.874,7	6.529,7	874,6	4.995,8	1.823,7	4.229,4	3.012,3

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 <sup>1)</sup>**

(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2006	19.710,1	9.964,0	828,7	9.135,3	2.114,5	1.466,3	648,2	811,4	4.687,9	187,3	1.945,0
2007	22.317,5	11.111,9	972,3	10.139,6	2.376,9	1.422,0	954,9	882,2	5.259,8	220,9	2.465,9
2008 3° trim.	23.777,8	11.798,0	997,3	10.800,7	2.542,0	1.432,8	1.109,2	874,3	5.608,1	219,2	2.736,2
4° trim.	24.107,5	11.755,1	986,2	10.768,9	2.961,4	1.552,6	1.408,8	786,3	5.236,4	227,3	3.141,1
2009 gen.	24.499,6	11.860,7	1.003,1	10.857,6	3.032,2	1.622,9	1.409,2	789,3	5.395,2	226,6	3.195,7
feb.	24.440,2	11.833,9	999,7	10.834,2	3.090,9	1.660,7	1.430,2	777,1	5.309,8	230,9	3.197,6
mar.	24.155,7	11.802,4	988,8	10.813,5	3.164,5	1.711,6	1.452,9	773,6	5.036,6	229,7	3.149,0
apr.	24.240,4	11.809,5	1.000,3	10.809,1	3.209,1	1.733,1	1.476,0	798,9	5.098,4	228,7	3.095,8
mag. <sup>(p)</sup>	23.914,5	11.798,5	992,6	10.805,9	3.219,3	1.746,0	1.473,2	796,4	4.959,2	229,2	2.911,9
<b>Transazioni</b>											
2006	1.999,3	874,8	-14,2	889,0	13,0	-94,0	107,1	97,9	805,5	6,4	201,7
2007	2.573,3	1.014,8	-9,9	1.024,7	232,2	-46,3	278,5	55,5	781,3	-0,5	490,0
2008	1.611,0	601,2	12,5	588,7	373,0	58,1	314,9	-56,0	-71,2	-2,1	766,1
2008 4° trim.	223,2	-43,9	-9,3	-34,6	207,5	52,4	155,1	-70,9	-318,8	0,9	448,3
2009 1° trim.	-136,0	8,2	1,6	6,6	185,2	143,5	41,7	-0,8	-279,2	0,9	-50,4
2009 gen.	98,5	41,5	15,4	26,2	49,3	56,0	-6,7	11,1	-34,5	-2,2	33,3
feb.	-90,2	-25,5	-3,3	-22,2	59,0	37,1	21,9	-7,6	-106,3	4,4	-14,2
mar.	-144,3	-7,8	-10,4	2,6	76,8	50,4	26,5	-4,3	-138,3	-1,2	-69,5
apr.	59,3	6,5	11,6	-5,1	45,4	21,3	24,1	21,8	40,6	-1,0	-54,1
mag. <sup>(p)</sup>	-210,1	6,2	-7,4	13,6	21,9	19,8	2,1	-3,0	-52,0	0,4	-184,6

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
2006	19.710,1	592,3	157,8	7.917,7	614,6	2.569,8	1.285,5	4.026,7	2.537,7	7,9
2007	22.317,5	638,6	150,8	8.904,5	660,4	2.849,6	1.492,7	4.599,4	3.077,7	-56,5
2008 3° trim.	23.777,8	657,2	191,2	9.365,3	731,1	2.906,9	1.563,9	5.178,6	3.252,1	-68,7
4° trim.	24.107,5	723,0	259,6	9.727,1	726,3	2.828,2	1.613,6	4.779,3	3.567,2	-117,1
2009 gen.	24.499,6	712,3	325,1	9.774,1	759,9	2.824,3	1.658,9	5.009,5	3.576,2	-140,9
feb.	24.440,2	716,0	339,1	9.782,3	779,9	2.848,9	1.670,3	4.870,6	3.550,1	-117,3
mar.	24.155,7	720,0	351,7	9.808,5	780,9	2.794,4	1.662,8	4.648,1	3.484,1	-95,0
apr.	24.240,4	729,2	338,1	9.889,5	782,1	2.802,2	1.665,2	4.676,9	3.467,6	-110,8
mag. <sup>(p)</sup>	23.914,5	732,0	331,1	9.893,7	771,8	2.794,7	1.680,8	4.478,4	3.313,2	-81,6
<b>Transazioni</b>										
2006	1.999,3	59,4	-15,2	681,4	27,6	284,3	59,7	600,6	253,6	48,0
2007	2.573,3	45,8	-13,4	838,8	54,5	270,0	150,1	774,5	465,7	-13,1
2008	1.611,0	83,3	106,1	606,7	29,8	-27,8	142,5	64,8	664,7	-59,2
2008 4° trim.	223,2	65,8	68,4	204,7	-10,4	-79,7	44,9	-393,8	372,2	-48,9
2009 1° trim.	-136,0	-4,4	89,2	25,3	55,9	-44,5	36,5	-195,4	-96,2	-2,4
2009 gen.	98,5	-12,0	62,5	-21,4	34,8	-39,1	21,2	86,1	37,8	-71,3
feb.	-90,2	3,6	14,0	8,8	20,2	22,4	8,7	-150,9	-36,2	19,1
mar.	-144,3	4,0	12,7	37,9	1,0	-27,8	6,6	-130,7	-97,9	49,8
apr.	59,3	9,3	-13,2	77,9	2,5	3,1	5,7	7,8	-14,0	-19,6
mag. <sup>(p)</sup>	-210,1	2,8	-7,1	14,9	0,5	16,6	18,0	-86,6	-179,7	10,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

	M1		M2		M3		M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>			
	1	2	3	4	5	6				7	8		9	10	
														Prestiti	Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>
<b>Consistenze</b>															
2006	3.685,1	2.959,0	6.644,1	1.099,6	7.743,7	-	5.427,8	2.319,8	10.619,0	9.148,3	-	637,3			
2007	3.837,7	3.518,3	7.356,1	1.308,5	8.664,6	-	5.968,1	2.416,2	12.003,9	10.156,5	-	634,7			
2008 3° trim.	3.894,3	3.986,1	7.880,4	1.367,3	9.247,7	-	6.123,8	2.443,8	12.801,8	10.793,3	-	434,7			
4° trim.	3.981,9	4.046,2	8.028,2	1.379,0	9.407,2	-	6.294,2	2.562,1	12.985,7	10.784,7	-	430,0			
2009 gen.	4.103,7	3.986,1	8.089,8	1.310,0	9.399,8	-	6.444,1	2.625,6	13.084,3	10.872,0	-	369,6			
feb.	4.137,1	3.980,0	8.117,1	1.325,0	9.442,1	-	6.491,0	2.657,8	13.089,8	10.861,5	-	421,4			
mar.	4.123,3	3.960,5	8.083,8	1.313,0	9.396,8	-	6.457,1	2.688,5	13.041,8	10.811,4	-	388,4			
apr.	4.200,5	3.960,0	8.160,6	1.314,6	9.475,2	-	6.477,5	2.714,2	13.017,4	10.793,8	-	451,1			
mag. <sup>(p)</sup>	4.189,7	3.936,3	8.126,1	1.282,4	9.408,5	-	6.509,0	2.722,8	13.018,6	10.794,7	-	530,7			
<b>Transazioni</b>															
2006	260,5	308,8	569,2	130,1	699,3	-	428,2	-112,2	1.102,7	896,5	964,5	204,0			
2007	148,8	529,7	678,5	224,3	902,8	-	467,1	-59,6	1.362,1	1.028,5	1.119,9	5,0			
2008	125,9	487,0	612,9	44,3	657,2	-	174,0	70,6	843,2	587,5	749,3	-137,5			
2008 4° trim.	85,0	57,2	142,3	9,8	152,1	-	9,6	51,5	54,7	-11,3	79,2	42,6			
2009 1° trim.	107,5	-103,9	3,6	-61,9	-58,3	-	130,0	109,9	27,5	-11,3	11,8	-56,8			
2009 gen.	83,3	-84,8	-1,5	-63,8	-65,3	-	78,6	47,6	36,8	24,8	32,5	-109,6			
feb.	33,4	-5,1	28,3	15,2	43,4	-	41,7	31,7	12,4	-9,4	-3,6	42,8			
mar.	-9,2	-14,0	-23,2	-13,3	-36,4	-	9,7	30,6	-21,7	-26,7	-17,1	10,0			
apr.	93,1	-16,2	76,9	2,7	79,6	-	15,9	25,6	-27,5	-18,4	-3,5	62,5			
mag. <sup>(p)</sup>	-7,3	-18,5	-25,8	-23,3	-49,1	-	61,5	15,8	22,5	17,7	23,8	55,0			
<b>Variazioni percentuali</b>															
2006 dic.	7,6	11,6	9,4	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,6	11,6	10,8	11,6	204,0			
2007 dic.	4,0	17,9	10,2	20,5	11,6	11,9	8,6	-2,6	12,8	11,2	12,1	5,0			
2008 set.	1,2	17,8	9,0	7,4	8,7	8,8	5,0	0,9	10,1	8,5	9,4	-223,9			
dic.	3,3	13,7	8,3	3,3	7,5	7,0	2,9	2,9	7,0	5,8	7,2	-137,5			
2009 gen.	5,1	10,0	7,5	-2,6	5,9	6,4	3,5	5,1	6,4	5,1	6,6	-238,2			
feb.	6,2	7,7	7,0	-0,7	5,8	5,6	4,5	6,7	5,7	4,3	5,9	-176,6			
mar.	5,9	6,3	6,1	-1,1	5,0	5,2	4,4	7,7	4,7	3,2	4,7	-135,5			
apr.	8,4	3,4	5,9	-1,2	4,9	4,5	4,3	8,0	3,7	2,3	3,9	-25,6			
mag. <sup>(p)</sup>	7,9	2,0	5,0	-3,5	3,7	.	4,9	8,3	3,1	1,8	3,4	78,3			

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)

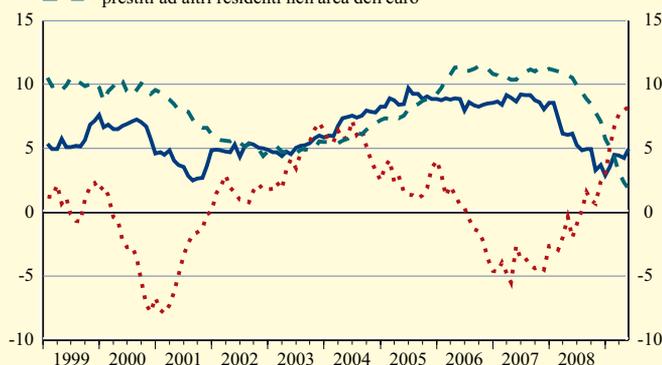
— M1  
- - - M3



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)

— passività finanziarie a lungo termine  
- - - credito alle amministrazioni pubbliche  
- - - prestiti ad altri residenti nell'area dell'euro



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

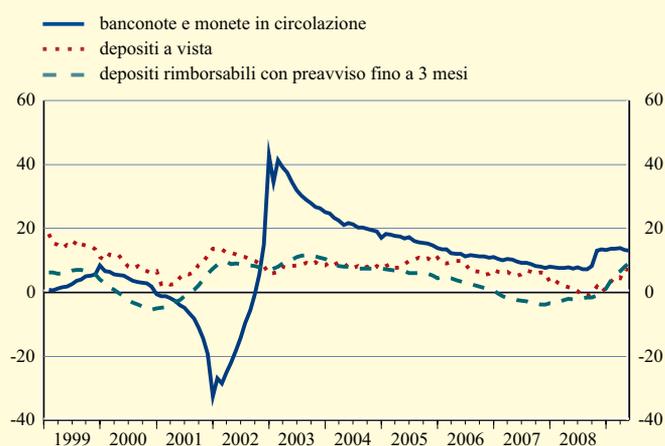
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2006	578,4	3.106,7	1.404,9	1.554,1	267,1	636,5	196,0	2.385,7	102,0	1.659,9	1.280,2
2007	625,6	3.212,2	1.977,3	1.541,1	307,4	686,2	314,9	2.547,4	119,3	1.814,8	1.486,6
2008 3° trim.	662,9	3.231,4	2.453,8	1.532,2	342,5	736,5	288,2	2.616,7	114,8	1.833,3	1.558,9
4° trim.	710,0	3.271,9	2.478,8	1.567,4	354,1	756,2	268,8	2.573,1	121,2	1.992,8	1.607,0
2009 gen.	716,8	3.386,9	2.387,9	1.598,3	322,8	768,2	219,0	2.627,2	123,7	2.038,2	1.655,0
feb.	721,8	3.415,3	2.355,6	1.624,4	327,7	779,9	217,3	2.641,7	123,0	2.057,8	1.668,4
mar.	727,5	3.395,8	2.318,2	1.642,4	337,5	780,5	195,0	2.600,2	124,2	2.075,6	1.657,0
apr.	729,8	3.470,8	2.292,7	1.667,4	337,1	770,6	206,9	2.594,9	125,9	2.089,4	1.667,2
mag. <sup>(p)</sup>	730,0	3.459,7	2.257,1	1.679,2	326,1	753,3	203,0	2.584,9	128,2	2.099,9	1.696,0
Transazioni											
2006	57,3	203,1	297,9	10,8	30,1	29,9	70,0	216,4	15,3	137,6	58,9
2007	46,7	102,1	582,3	-52,5	42,2	58,7	123,4	147,5	9,7	160,4	149,5
2008	83,4	42,5	467,2	19,8	48,1	33,2	-37,0	10,8	0,6	20,8	141,9
2008 4° trim.	47,1	37,9	22,2	35,0	13,2	13,7	-17,1	-46,5	6,5	6,4	43,2
2009 1° trim.	16,1	91,4	-178,5	74,6	-16,7	25,7	-70,8	13,1	2,2	77,3	37,4
2009 gen.	5,4	77,9	-115,1	30,3	-31,5	13,2	-45,4	14,2	1,7	38,8	23,9
feb.	5,1	28,4	-31,3	26,1	4,9	11,9	-1,7	12,3	-0,7	19,2	10,8
mar.	5,6	-14,9	-32,1	18,2	9,9	0,5	-23,7	-13,4	1,2	19,2	2,7
apr.	2,3	90,7	-41,8	25,6	-0,4	-8,6	11,7	-9,8	1,0	11,3	13,4
mag. <sup>(p)</sup>	0,2	-7,5	-30,5	11,9	-10,9	-6,8	-5,6	15,9	2,2	12,3	31,1
Variazioni percentuali											
2006 dic.	11,0	7,0	26,8	0,7	12,8	4,8	55,2	9,9	17,7	9,0	4,8
2007 dic.	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	63,6	6,2	9,5	9,7	11,4
2008 set.	8,2	-0,1	34,4	-1,7	16,5	4,1	5,4	2,3	-5,6	3,8	12,2
dic.	13,3	1,3	23,4	1,3	15,6	4,8	-12,2	0,4	0,5	1,1	9,7
2009 gen.	13,7	3,4	14,6	3,9	5,9	2,8	-25,3	0,2	0,6	2,9	10,4
feb.	13,6	4,8	9,4	5,6	5,4	3,8	-20,1	1,3	1,3	4,1	10,8
mar.	13,8	4,4	6,2	6,6	8,5	4,2	-27,1	0,6	3,7	5,0	10,4
apr.	13,2	7,4	0,3	8,0	3,6	3,2	-20,2	-0,2	5,1	5,4	10,4
mag. <sup>(p)</sup>	13,1	6,9	-2,8	9,3	1,9	2,7	-26,5	0,0	7,7	5,6	12,3

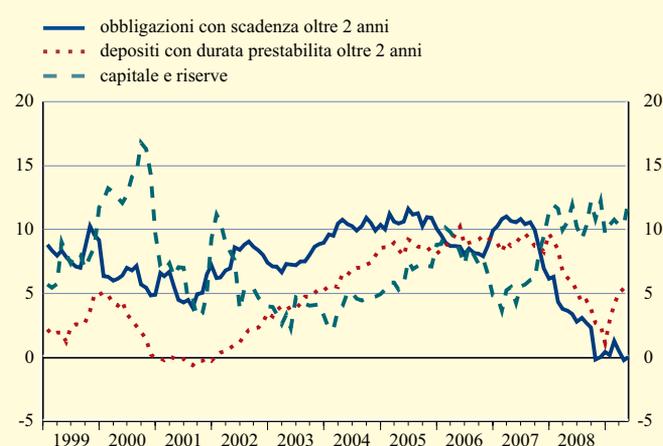
### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

	Società di assicurazione e fondi pensione	Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>	Società non finanziarie			Famiglie <sup>4)</sup>				
	Totale	Totale	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2006	92,2	703,9	3.836,9	1.141,6	707,0	1.988,3	4.515,3	584,2	3.194,3	736,8
2007	107,4	877,5	4.383,4	1.282,6	859,5	2.241,2	4.788,2	616,1	3.419,9	752,2
2008 3° trim.	102,0	1.002,9	4.769,5	1.378,5	954,3	2.436,7	4.918,8	636,8	3.514,8	767,1
2008 4° trim.	103,7	974,6	4.824,2	1.384,0	960,8	2.479,4	4.882,1	630,6	3.482,1	769,4
2009 gen.	98,2	990,3	4.884,6	1.394,3	978,1	2.512,2	4.898,9	639,6	3.488,9	770,3
2009 feb.	96,2	986,0	4.880,0	1.374,1	980,7	2.525,2	4.899,2	640,8	3.490,9	767,6
2009 mar.	103,2	970,4	4.848,3	1.348,1	974,0	2.526,2	4.889,6	640,8	3.482,4	766,3
2009 apr.	101,6	961,1	4.841,8	1.332,8	979,0	2.530,0	4.889,2	635,5	3.483,8	769,9
2009 mag. <sup>(p)</sup>	101,6	978,0	4.827,4	1.324,7	974,7	2.527,9	4.887,8	634,0	3.481,9	771,9
<b>Transazioni</b>										
2006	20,2	86,9	444,8	100,9	123,0	220,8	344,7	42,3	281,9	20,4
2007	16,8	176,3	555,9	146,1	156,0	253,8	279,5	31,5	227,0	21,0
2008	-4,2	90,0	421,7	88,5	120,1	213,1	80,1	10,7	52,0	17,3
2008 4° trim.	1,6	-29,4	55,2	-4,0	24,4	34,8	-38,7	-6,6	-34,9	2,8
2009 1° trim.	-3,9	-11,2	10,9	-39,2	8,6	41,6	-7,1	2,5	-7,6	-2,0
2009 gen.	-5,7	5,2	28,7	-0,3	9,2	19,8	-3,5	-0,1	-3,3	-0,1
2009 feb.	-2,0	-5,7	-3,4	-19,3	2,6	13,2	1,7	1,7	2,2	-2,2
2009 mar.	3,7	-10,7	-14,4	-19,6	-3,2	8,5	-5,4	0,9	-6,5	0,2
2009 apr.	-1,6	-10,4	-3,6	-14,8	5,5	5,6	-2,9	-5,3	0,5	1,9
2009 mag. <sup>(p)</sup>	0,1	20,8	-4,7	-5,0	-1,7	2,0	1,6	-1,0	-0,2	2,9
<b>Variazioni percentuali</b>										
2006 dic.	27,9	14,0	13,1	9,7	20,8	12,4	8,2	7,7	9,7	2,9
2007 dic.	18,2	24,9	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,9
2008 set. dic.	-8,0 -3,9	18,8 10,3	12,1 9,6	9,8 6,9	17,5 13,9	11,4 9,4	3,8 1,7	4,5 1,7	4,0 1,5	2,5 2,3
2009 gen.	-4,7	8,3	9,0	6,1	13,0	9,1	1,2	1,5	0,9	1,9
2009 feb.	-8,1	7,8	7,8	3,3	12,0	8,7	0,7	1,1	0,4	1,4
2009 mar.	-5,5	3,5	6,3	0,0	10,5	8,3	0,4	0,9	0,1	1,3
2009 apr.	-2,0	0,6	5,3	-1,3	10,0	7,2	0,0	-0,4	-0,2	1,6
2009 mag. <sup>(p)</sup>	-3,0	-0,1	4,4	-2,3	9,1	6,5	-0,2	-0,6	-0,5	1,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

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

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

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>				Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2007	95,6	71,2	7,5	17,0	862,2	522,5	148,0	191,7	4.386,2	1.278,0	859,2	2.249,1
2008 3° trim.	101,8	78,0	6,4	17,5	1.011,6	616,3	169,5	225,8	4.761,1	1.374,6	953,5	2.433,0
4° trim.	92,3	68,5	5,7	18,0	960,8	553,9	168,8	238,0	4.827,0	1.378,3	960,6	2.488,1
2009 feb.	94,3	70,1	6,5	17,6	982,6	560,0	179,6	243,0	4.869,1	1.367,1	978,8	2.523,2
mar.	102,0	75,6	6,3	20,2	986,9	569,1	180,0	237,8	4.844,0	1.345,3	974,4	2.524,3
apr.	103,6	77,1	5,8	20,7	983,9	562,5	180,4	241,0	4.844,7	1.336,9	978,6	2.529,3
mag. <sup>(p)</sup>	105,6	78,8	5,8	21,0	993,4	575,5	179,2	238,8	4.827,0	1.321,3	975,4	2.530,3
<b>Transazioni</b>												
2007	15,0	16,7	-5,2	3,5	175,0	113,4	34,1	27,5	555,7	144,9	156,1	254,7
2008	-3,8	-2,9	-1,8	0,9	91,4	27,2	21,5	42,7	421,7	87,7	120,1	213,9
2008 4° trim.	-9,7	-9,6	-0,6	0,6	-51,9	-60,8	0,1	8,8	66,5	-5,7	25,0	47,2
2009 1° trim.	6,4	5,7	0,6	0,1	19,1	10,5	11,2	-2,6	3,9	-36,3	9,3	30,9
2009 feb.	-2,5	-2,6	0,0	0,1	-3,6	-7,6	1,2	2,7	-11,4	-21,8	2,1	8,4
mar.	4,6	4,3	-0,2	0,5	9,2	12,2	1,2	-4,2	-7,7	-15,4	-0,9	8,5
apr.	1,6	1,5	-0,5	0,6	-4,1	-7,4	0,1	3,2	3,6	-7,9	4,6	6,9
mag. <sup>(p)</sup>	2,2	1,8	0,0	0,4	13,5	15,2	-0,5	-1,1	-8,0	-12,6	-0,5	5,0
<b>Variazioni percentuali</b>												
2007 dic.	18,2	30,6	-41,1	23,5	25,1	27,2	29,6	16,7	14,5	12,7	22,1	12,8
2008 set. dic.	-7,6	-10,6	-26,1	18,7	18,9	15,6	24,5	24,7	12,1	9,8	17,5	11,4
	-3,9	-4,0	-23,7	5,0	10,7	5,4	14,6	22,2	9,6	6,8	13,9	9,4
2009 feb.	-8,3	-10,1	-17,1	4,4	7,5	-1,0	19,8	22,7	7,8	3,2	12,0	8,7
mar.	-5,3	-7,3	-17,2	10,4	3,5	-5,2	19,7	17,4	6,3	0,1	10,5	8,3
apr.	-2,1	-2,3	-24,1	8,5	0,7	-9,5	19,1	18,4	5,3	-1,3	10,0	7,2
mag. <sup>(p)</sup>	-3,2	-4,6	-21,7	11,2	-0,1	-9,2	16,5	16,1	4,4	-2,3	9,0	6,5

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

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2007	4.794,9	618,4	137,5	203,9	276,9	3.423,3	15,9	73,7	3.333,7	753,2	147,4	104,0	501,8
2008 3° trim.	4.925,6	638,3	139,3	201,4	297,6	3.519,9	16,8	71,7	3.431,4	767,3	149,6	100,0	517,8
4° trim.	4.888,2	632,8	138,8	196,1	298,0	3.484,8	17,2	67,5	3.400,2	770,5	155,0	90,5	524,9
2009 feb.	4.887,6	635,4	135,9	201,8	297,8	3.485,8	17,1	65,5	3.403,3	766,4	150,4	88,9	527,0
mar.	4.879,9	637,8	137,5	201,7	298,7	3.477,0	17,3	66,9	3.392,8	765,1	150,7	88,3	526,1
apr.	4.876,3	633,8	135,7	199,9	298,2	3.475,1	17,1	66,8	3.391,2	767,4	148,2	88,4	530,8
mag. <sup>(p)</sup>	4.879,2	632,7	134,5	199,4	298,8	3.476,8	17,3	66,6	3.392,9	769,7	147,2	88,5	534,1
<b>Transazioni</b>													
2007	278,9	31,5	3,8	1,1	26,6	226,4	0,9	2,3	223,2	21,1	1,7	4,4	14,9
2008	79,4	10,7	1,1	-9,1	18,6	51,4	1,1	-3,8	54,1	17,4	2,5	-5,3	20,2
2008 4° trim.	-39,4	-5,9	-0,3	-5,7	0,1	-37,2	0,3	-2,3	-35,2	3,7	0,8	-1,9	4,7
2009 1° trim.	-22,8	-2,7	-1,2	-2,1	0,6	-15,8	0,1	-2,0	-13,8	-4,3	-4,2	-2,0	1,9
2009 feb.	-4,7	-1,8	-1,0	-0,9	0,1	-1,1	-0,2	-0,4	-0,5	-1,8	-1,9	-0,6	0,7
mar.	-3,4	3,2	1,9	0,0	1,3	-6,9	0,2	0,1	-7,2	0,2	0,7	-0,4	0,0
apr.	-6,1	-4,1	-1,7	-1,7	-0,7	-2,7	-0,4	-0,2	-2,1	0,7	-2,5	0,2	3,0
mag. <sup>(p)</sup>	5,9	-0,6	-1,1	-0,3	0,8	3,3	0,2	-0,1	3,3	3,2	-0,7	0,1	3,8
<b>Variazioni percentuali</b>													
2007 dic.	6,2	5,4	2,8	0,5	10,7	7,1	6,0	3,2	7,2	2,9	1,2	4,3	3,0
2008 set. dic.	3,8	4,5	4,2	-1,3	9,0	4,0	4,8	-1,3	4,1	2,5	2,2	-2,3	3,5
	1,7	1,7	0,8	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,6	2,3	1,7	-5,1	4,0
2009 feb.	0,7	1,1	0,3	-4,3	5,4	0,4	7,5	-7,6	0,6	1,4	0,6	-7,4	3,4
mar.	0,4	0,9	1,1	-4,5	4,7	0,1	7,1	-7,2	0,2	1,3	-0,2	-7,7	3,6
apr.	0,0	-0,4	0,1	-6,1	3,4	-0,2	4,6	-7,2	-0,1	1,5	-1,0	-5,5	3,7
mag. <sup>(p)</sup>	-0,1	-0,6	-0,9	-6,0	3,4	-0,5	7,3	-7,4	-0,4	1,8	-0,7	-5,2	3,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2006	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2.931,8	2.070,6	861,2	63,1	798,1
2007	954,5	213,4	217,6	494,0	29,4	3.307,6	2.352,4	955,1	59,8	895,3
2008 2° trim.	974,0	220,4	215,1	496,4	42,0	3.321,2	2.312,5	1.008,8	63,0	945,8
3° trim.	978,8	225,6	210,0	497,8	45,4	3.525,7	2.461,8	1.063,9	61,8	1.002,0
4° trim.	967,6	226,9	210,1	508,4	22,2	3.250,1	2.284,6	965,5	57,8	907,7
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	970,1	229,4	205,6	512,8	22,3	3.056,5	2.114,5	942,0	57,1	884,9
<b>Transazioni</b>										
2006	-13,2	-17,5	-14,3	22,0	-3,4	536,5	408,5	128,0	-0,1	128,1
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	541,6	382,1	159,5	0,3	159,2
2008	13,3	12,3	-8,1	16,3	-7,2	-51,7	-82,8	30,9	0,6	30,3
2008 2° trim.	17,7	9,7	2,1	1,1	4,8	-98,9	-93,4	-5,4	1,6	-7,0
3° trim.	4,5	4,9	-5,2	1,4	3,4	90,8	73,5	17,3	-3,2	20,5
4° trim.	-9,4	1,1	-0,2	12,8	-23,2	-256,3	-182,5	-73,9	-0,7	-73,2
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	1,5	2,1	-4,4	3,8	0,1	-236,8	-201,6	-41,4	-1,9	-39,6
<b>Variazioni percentuali</b>										
2006 dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,2	-11,6	21,9	24,0	17,2	-0,1	18,9
2007 dic.	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,6	18,8	0,5	20,3
2008 giu.	2,4	7,5	-1,8	2,4	11,7	7,8	4,7	15,4	9,5	15,8
set.	3,4	13,2	-1,9	2,7	9,6	8,0	5,2	15,0	1,8	15,9
dic.	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,5	3,3	0,9	3,5
2009 mar. <sup>(p)</sup>	1,5	8,4	-3,6	3,9	-40,0	-14,2	-16,3	-9,9	-6,8	-10,1

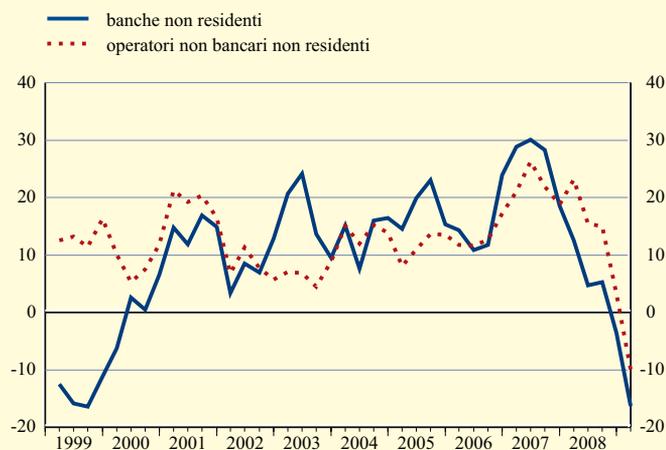
### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

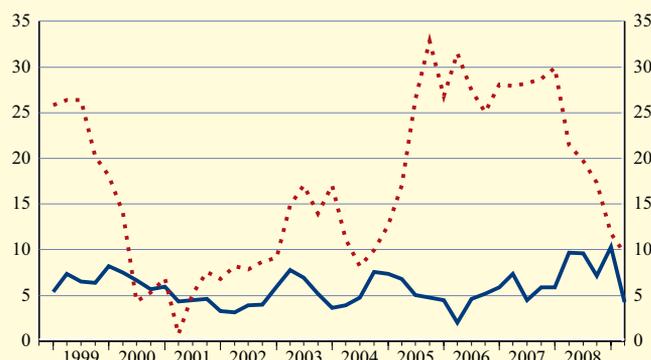
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione						Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze</b>														
2006	656,2	70,0	59,8	499,1	1,0	1,4	24,9	1.135,6	281,8	249,7	468,2	10,5	0,2	125,1
2007	691,7	70,9	70,5	527,5	0,8	1,1	20,8	1.466,4	312,5	345,7	648,6	12,2	0,3	147,1
2008 3° trim.	730,4	75,2	91,0	541,1	1,2	1,6	20,4	1.634,5	322,5	443,7	669,1	11,6	0,1	187,5
4° trim.	765,4	83,8	117,1	538,9	1,1	1,5	23,1	1.804,1	320,9	420,5	853,4	12,3	0,1	197,0
2009 gen.	766,4	99,8	99,7	544,0	1,2	1,5	20,2	1.802,3	341,9	363,6	878,9	12,9	0,1	204,9
feb.	759,8	92,3	98,7	544,5	1,4	1,5	21,3	1.819,6	342,3	359,5	891,8	14,1	0,1	212,0
mar.	763,4	91,7	99,7	546,7	2,3	1,5	21,4	1.839,4	333,4	348,8	908,0	14,4	0,0	234,7
apr.	765,7	90,0	101,1	550,4	1,8	1,5	20,8	1.867,3	325,9	372,6	914,6	16,1	0,0	238,1
mag. <sup>(p)</sup>	758,9	83,5	100,5	551,8	1,9	1,5	19,7	1.855,0	308,7	364,6	926,6	15,8	0,0	239,2
<b>Transazioni</b>														
2006	36,4	2,0	4,9	25,4	-0,3	0,0	4,4	247,4	45,2	67,0	129,8	0,3	0,1	4,9
2007	38,5	0,8	10,5	31,9	-0,3	-0,3	-4,1	339,0	34,0	98,7	180,4	1,7	0,1	24,1
2008	71,7	12,4	44,9	12,4	-0,3	0,1	2,2	172,9	4,6	71,4	46,6	-0,3	-0,3	50,9
2008 4° trim.	36,7	8,5	26,1	-0,3	-0,1	-0,1	2,7	13,7	-2,3	-23,5	27,8	0,6	0,0	11,1
2009 1° trim.	-6,9	5,5	-18,9	7,8	0,5	0,0	-1,7	31,4	10,6	-72,2	53,2	2,1	0,0	37,7
2009 gen.	-1,0	15,4	-18,6	5,1	0,1	0,0	-2,9	-10,4	17,9	-58,7	22,0	0,5	0,0	7,8
feb.	-6,6	-7,5	-1,0	0,5	0,2	0,0	1,2	16,2	-0,3	-4,2	12,5	1,2	0,0	7,1
mar.	0,8	-2,4	0,8	2,2	0,2	0,0	0,1	25,7	-7,0	-9,3	18,7	0,5	0,0	22,9
apr.	2,2	-1,7	1,3	3,7	-0,5	0,0	-0,6	26,5	8,8	8,5	4,2	1,7	0,0	3,4
mag. <sup>(p)</sup>	-6,5	-6,4	-0,5	1,5	0,1	0,0	-1,1	-7,3	-15,7	-6,1	13,6	-0,2	0,0	1,2
<b>Variazioni percentuali</b>														
2006 dic.	5,9	2,9	9,0	5,4	-20,4	-	21,2	28,1	19,4	36,6	38,7	2,6	-	4,0
2007 dic.	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	29,9	12,0	39,7	38,5	16,4	-	19,1
2008 set.	7,1	10,8	38,9	3,2	-20,3	-	-3,1	17,3	-3,3	45,3	15,5	-11,7	-	16,1
dic.	10,3	17,3	62,1	2,4	-23,4	-	10,5	11,8	1,4	20,8	7,2	-2,3	-	34,6
2009 gen.	6,5	18,5	26,0	3,1	-18,1	-	-20,2	9,2	1,2	6,6	10,0	-2,3	-	25,3
feb.	6,8	26,0	24,5	2,6	-12,6	-	-13,7	10,0	5,8	-1,5	12,9	14,9	-	28,3
mar.	4,3	8,8	13,8	2,4	-3,4	-	-2,2	9,6	-1,7	-3,4	13,9	6,4	-	39,4
apr.	4,7	16,5	10,3	2,7	-13,5	-	-8,1	9,0	7,9	-9,4	13,5	11,7	-	31,9
mag. <sup>(p)</sup>	4,1	16,5	6,6	2,7	-1,0	-	-9,5	7,4	0,5	-9,9	12,6	22,6	-	32,0

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



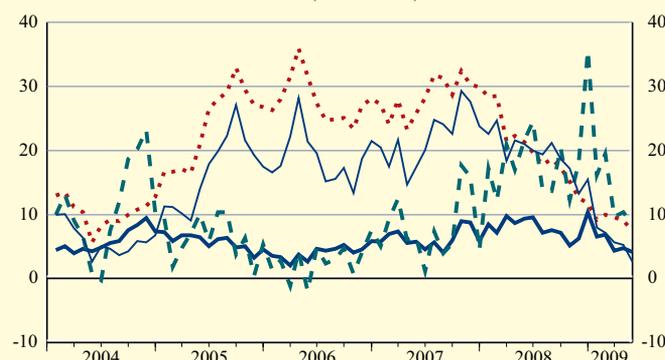
Fonte: BCE.

- 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.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



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

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

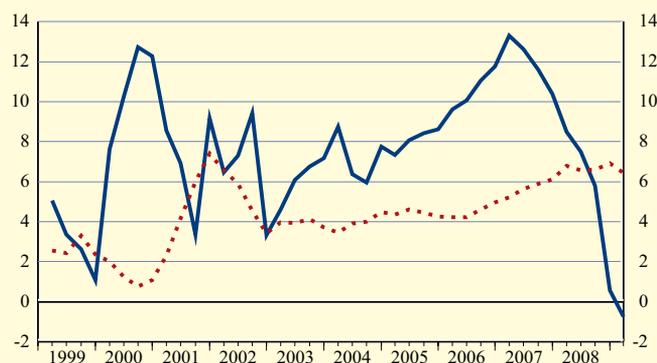
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze</b>														
2006	1.352,7	855,0	361,3	69,4	40,9	1,3	24,8	4.551,7	1.751,4	668,9	607,4	1.354,3	99,8	70,0
2007	1.488,8	888,9	485,3	59,6	29,9	1,4	23,7	4.990,6	1.778,9	993,3	561,6	1.458,6	111,1	87,1
2008 3° trim.	1.517,4	879,9	520,8	64,2	26,0	1,4	25,1	5.203,5	1.751,0	1.270,4	525,1	1.446,0	103,0	108,0
4° trim.	1.516,4	889,9	508,6	64,6	28,3	1,3	23,7	5.370,2	1.814,7	1.350,1	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 gen.	1.494,4	884,0	488,2	67,1	32,4	1,3	21,3	5.439,6	1.859,0	1.335,8	522,8	1.530,9	114,4	76,6
feb.	1.479,3	867,1	483,8	68,6	35,8	1,3	22,7	5.448,9	1.883,3	1.309,4	522,7	1.549,3	114,3	69,9
mar.	1.487,5	878,2	479,7	70,3	38,7	1,3	19,2	5.447,0	1.900,0	1.280,7	524,5	1.565,4	114,9	61,4
apr.	1.502,6	881,6	485,3	71,8	42,8	1,4	19,7	5.482,8	1.957,7	1.241,6	528,0	1.582,9	115,8	56,8
mag. <sup>(p)</sup>	1.512,2	897,2	475,0	72,2	46,1	1,4	20,4	5.496,4	1.986,2	1.214,2	531,7	1.592,8	117,3	54,2
<b>Transazioni</b>														
2006	143,0	86,8	56,0	3,5	-3,6	0,1	0,1	215,1	65,6	137,5	-23,0	2,4	15,3	17,2
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	8,2	-4,6	13,3	3,3	-3,6	-0,3	0,0	347,6	28,6	335,6	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2008 4° trim.	-2,9	9,0	-13,4	0,7	2,3	-0,1	-1,4	163,1	63,2	76,7	-7,0	44,0	10,6	-24,4
2009 1° trim.	-39,0	-17,0	-33,0	4,3	11,1	0,0	-4,4	40,3	64,0	-81,0	4,1	75,0	0,5	-22,2
2009 gen.	-38,6	-15,7	-26,8	2,2	4,1	0,0	-2,4	29,0	22,3	-28,8	2,3	40,3	0,0	-7,1
feb.	-14,2	-16,4	-4,3	1,6	3,4	0,0	1,4	10,3	24,3	-25,3	-0,3	18,3	-0,1	-6,6
mar.	13,9	15,1	-1,9	0,6	3,5	0,0	-3,5	1,0	17,4	-26,8	2,0	16,3	0,6	-8,5
apr.	15,4	4,2	5,2	1,4	4,2	0,0	0,5	34,4	56,5	-39,4	3,5	18,1	0,3	-4,7
mag. <sup>(p)</sup>	12,7	17,1	-8,9	0,6	3,2	0,0	0,6	15,7	28,9	-25,8	3,7	10,0	1,4	-2,6
<b>Variazioni percentuali</b>														
2006 dic.	11,8	11,3	18,2	5,2	-8,1	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,6	0,2	18,1	32,6
2007 dic.	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 set.	5,8	3,0	14,7	-2,7	-23,2	-17,3	3,0	6,6	-0,6	40,8	-7,0	-1,0	-5,2	28,6
dic.	0,6	-0,5	2,8	5,4	-11,4	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 gen.	1,7	2,8	-1,2	9,1	6,3	-17,2	-4,5	6,9	4,1	24,7	-6,5	4,5	1,5	-16,5
feb.	-0,4	1,6	-6,3	11,0	20,7	-11,0	-2,7	6,9	6,4	19,4	-5,7	5,8	2,2	-27,1
mar.	-0,7	1,2	-6,8	12,3	31,5	-9,5	-16,0	6,4	6,8	15,1	-4,5	6,6	4,7	-35,8
apr.	-0,5	2,7	-9,8	13,3	50,9	-3,3	-5,9	6,2	9,1	8,3	-3,1	7,8	6,2	-41,8
mag. <sup>(p)</sup>	-1,0	2,9	-12,2	12,8	64,2	-2,4	-4,3	5,9	10,3	3,7	-1,7	8,6	8,9	-46,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

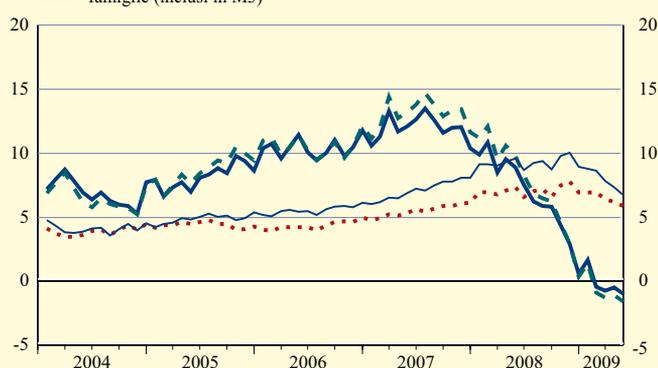
— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)  
 - - - società non finanziarie (inclusi in M3)<sup>4)</sup>  
 — famiglie (inclusi in M3)<sup>5)</sup>



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

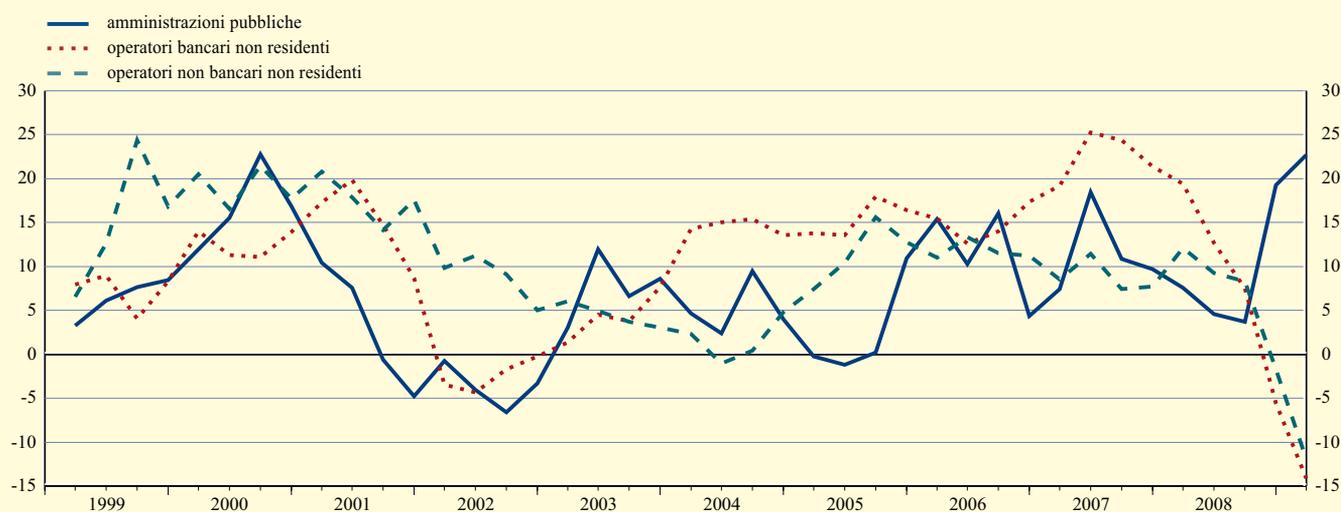
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2006	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3.430,0	2.561,5	868,6	128,5	740,1
2007	374,8	126,9	59,0	108,5	80,4	3.857,3	2.948,5	908,8	143,3	765,5
2008 2° trim.	412,3	156,0	56,4	113,5	86,4	4.020,6	3.041,2	979,4	129,3	850,1
3° trim.	401,7	139,9	61,7	114,4	85,7	4.145,6	3.142,2	1.003,4	141,8	861,6
4° trim.	445,1	190,8	52,3	116,1	85,9	3.707,4	2.809,9	897,5	65,8	831,7
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	464,0	216,1	50,6	113,5	83,8	3.662,5	2.793,6	868,8	63,1	805,7
<b>Transazioni</b>										
2006	13,6	-24,6	7,0	7,6	23,6	475,9	387,2	88,7	6,6	82,1
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	610,6	543,5	67,1	20,2	46,8
2008	72,3	63,5	-6,5	8,4	7,0	-181,9	-164,8	-17,1	-36,8	19,6
2008 2° trim.	35,2	16,1	6,8	4,9	7,4	-16,6	-36,1	19,5	-1,7	21,2
3° trim.	-10,8	-16,0	5,2	0,8	-0,8	-15,4	-16,8	1,3	8,7	-7,4
4° trim.	45,9	50,8	-9,2	2,7	1,5	-427,4	-331,5	-95,9	-35,3	-60,6
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	15,2	22,4	-1,7	-3,4	-2,2	-104,7	-63,8	-41,7	-3,0	-38,7
<b>Variazioni percentuali</b>										
2006 dic.	4,3	-16,6	18,4	9,3	52,1	15,7	17,3	11,2	5,3	12,4
2007 dic.	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,4	7,8	15,8	6,3
2008 giu.	4,6	-12,1	28,9	10,5	21,0	11,9	12,7	9,2	-0,2	10,8
set.	3,7	-6,8	2,9	8,3	18,9	7,7	7,5	8,3	-1,2	10,1
dic.	19,3	49,9	-11,0	7,7	8,7	-4,6	-5,5	-1,7	-25,5	2,7
2009 mar. <sup>(p)</sup>	22,7	52,5	2,2	4,6	7,4	-13,5	-14,1	-11,9	-24,5	-9,9

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

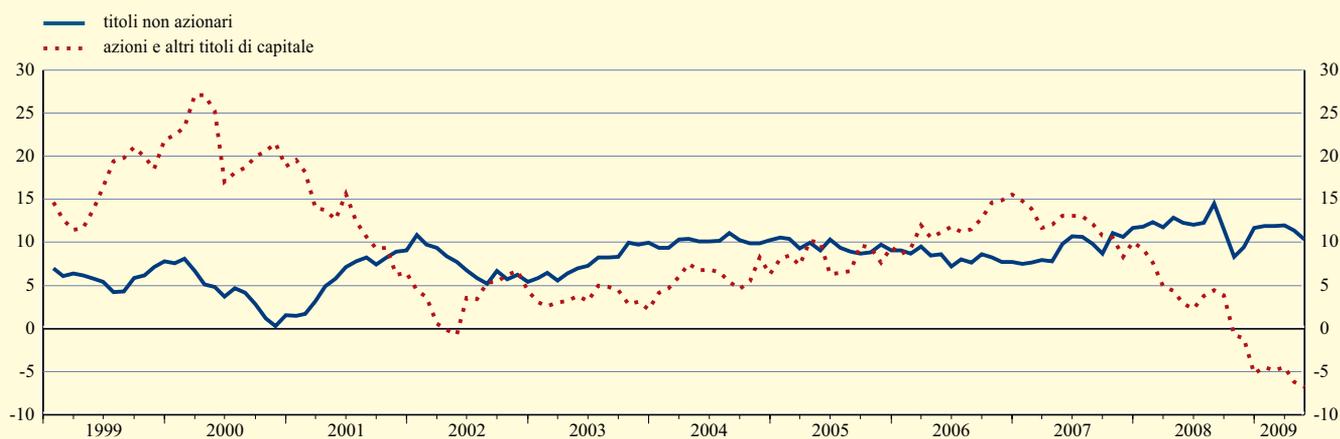
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2006	4.671,3	1.564,7	72,3	1.262,7	16,1	615,7	30,1	1.109,8	1.465,0	372,7	798,7	293,6
2007	5.124,7	1.656,3	84,0	1.180,3	16,6	919,6	33,3	1.234,6	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008 3° trim.	5.516,3	1.803,6	102,0	1.179,8	15,6	1.057,4	49,4	1.308,5	1.605,7	452,1	864,0	289,5
4° trim.	5.858,4	1.887,4	92,4	1.225,4	19,3	1.355,2	51,2	1.227,5	1.477,1	423,3	776,4	277,4
2009 gen.	6.048,8	1.948,2	103,1	1.285,0	23,4	1.351,3	55,4	1.282,4	1.489,8	425,4	779,7	284,7
feb.	6.134,4	1.969,9	107,0	1.321,5	21,0	1.371,7	55,9	1.287,4	1.463,7	421,0	768,0	274,8
mar.	6.144,6	1.985,6	103,5	1.368,3	20,6	1.399,7	50,7	1.216,3	1.457,6	421,9	764,5	271,2
apr.	6.217,6	2.016,4	102,9	1.385,7	20,9	1.422,7	50,9	1.218,1	1.492,7	429,6	789,1	273,9
mag. <sup>(p)</sup>	6.234,2	2.043,8	107,0	1.403,9	19,2	1.423,1	47,6	1.189,6	1.489,7	429,5	786,3	273,8
<b>Transazioni</b>												
2006	340,2	123,6	10,7	-120,1	0,7	100,2	6,5	218,7	197,3	62,5	96,4	38,4
2007	543,8	136,1	18,0	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,4	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	600,3	212,5	6,0	36,6	1,9	295,3	19,1	28,8	-84,1	22,9	-56,5	-50,5
2008 4° trim.	217,3	79,5	-8,2	37,6	3,4	152,7	2,4	-50,1	-86,1	-8,7	-71,3	-6,0
2009 1° trim.	263,2	98,8	8,6	135,3	0,3	44,3	-2,6	-21,4	-3,8	0,5	-0,9	-3,4
2009 gen.	125,4	59,0	3,8	52,4	2,1	-6,8	0,2	14,8	24,0	4,4	11,0	8,6
feb.	87,7	24,8	3,7	36,9	-2,4	21,7	0,0	3,1	-17,9	-2,8	-7,6	-7,5
mar.	50,0	14,9	1,1	46,1	0,6	29,4	-2,8	-39,3	-9,8	-1,0	-4,3	-4,5
apr.	63,0	30,5	-2,2	17,7	0,2	24,6	-0,3	-7,5	28,7	5,2	21,7	1,7
mag. <sup>(p)</sup>	53,8	24,8	6,6	22,2	-0,8	3,2	-1,3	-0,9	-4,6	-1,3	-3,1	-0,2
<b>Variazioni percentuali</b>												
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,7	4,4	19,2	25,6	24,1	15,5	20,1	13,6	15,1
2007 dic.	11,7	8,7	25,3	-6,8	10,7	43,3	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 set.	11,5	11,1	24,2	-1,8	6,5	31,6	46,0	10,0	3,9	11,0	7,9	-14,6
dic.	11,7	12,7	8,2	3,1	9,9	32,2	57,5	2,4	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 gen.	11,9	14,4	4,0	6,2	16,4	30,8	44,1	0,1	-4,5	5,2	-6,5	-12,1
feb.	11,9	13,9	6,2	9,4	19,0	29,8	45,2	-1,6	-4,9	2,4	-5,3	-13,6
mar.	12,0	14,6	10,7	12,6	16,0	30,7	3,3	-5,1	-4,5	-0,1	-6,1	-6,4
apr.	11,3	15,0	3,8	12,9	20,4	28,9	-3,7	-6,9	-6,2	-0,2	-9,1	-6,6
mag. <sup>(p)</sup>	10,3	13,7	2,8	14,1	18,5	26,1	-6,3	-8,3	-6,8	-2,9	-8,8	-6,7

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,5	-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	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008	-4,5	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2008 4° trim.	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,6	0,0	-0,1	-0,5	-2,1	-0,4	-0,8	-1,0
2009 1° trim.	-1,8	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	0,0	-0,1	-1,1	-2,2	-0,7	-0,2	-1,3
2009 gen.	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,6	-0,9	-0,5	0,0	-0,4
feb.	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4
mar	-0,7	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,2	-0,1	-0,5
apr.	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2
mag. <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,0	-0,3

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,7	-4,0	-9,1	-4,5	-6,6	-3,4	-3,2
2008 4° trim.	-5,5	-1,2	-2,7	-1,6	-2,9	-0,8	-2,1
2009 1° trim.	-7,1	-3,5	-1,6	-2,0	-2,7	-1,3	-1,3
2009 gen.	-1,8	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-0,9	-0,5
feb.	-1,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3
mar	-3,9	-2,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,3	-0,6
apr.	-1,8	-0,7	-0,6	-0,6	0,1	-0,1	0,2
mag. <sup>(p)</sup>	-1,2	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	-12,2	0,7	-0,3	-10,6	-0,4	-0,5	-0,2	-0,8	28,9	3,4	17,3	8,2
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,3	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2008 4° trim.	-12,9	-0,8	0,1	7,6	0,1	-10,1	-1,2	-8,6	-28,2	-7,2	-14,8	-6,1
2009 1° trim.	-15,9	-0,7	-0,1	-3,1	0,0	-4,0	0,4	-8,3	-16,2	-3,5	-11,5	-1,1
2009 gen.	-9,1	1,1	0,0	-3,6	0,0	-0,9	0,1	-5,9	-11,7	-3,9	-8,2	0,4
feb.	-5,5	-2,5	0,0	-0,3	0,0	-1,7	0,2	-1,1	-8,2	-1,6	-4,1	-2,4
mar	-1,3	0,7	0,0	0,8	0,0	-1,4	0,0	-1,3	3,7	2,0	0,9	0,9
apr.	-0,1	1,1	0,2	-0,4	0,0	-1,7	0,2	0,6	6,5	2,5	2,9	1,1
mag. <sup>(p)</sup>	-3,3	0,3	-0,1	-1,3	-0,2	-0,8	0,0	-1,2	2,2	1,2	0,9	0,1

Fonte: BCE.

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

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

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2006	5.239,3	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.025,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6.085,8	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.012,4	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 2° trim.	6.284,2	91,6	8,4	5,0	0,4	1,4	1,0	9.399,0	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
3° trim.	6.746,8	89,4	10,6	6,9	0,4	1,5	1,0	9.487,6	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6
4° trim.	6.858,5	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.901,3	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	6.604,4	90,9	9,1	6,4	0,3	1,1	0,7	10.001,3	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
Non residenti dell'area dell'euro														
2006	2.561,5	45,4	54,6	35,0	2,3	2,7	11,5	868,6	50,8	49,2	31,9	1,3	2,0	10,4
2007	2.948,5	46,9	53,1	33,6	2,9	2,4	11,0	908,8	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 2° trim.	3.041,2	46,6	53,4	33,8	3,0	2,7	10,6	979,4	51,9	48,1	31,8	1,2	1,7	9,3
3° trim.	3.142,2	45,8	54,2	35,2	3,2	2,7	9,8	1.003,4	52,6	47,4	30,3	1,3	1,5	10,3
4° trim.	2.809,9	48,2	51,8	33,4	2,8	2,6	10,2	897,5	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	2.793,6	47,1	52,9	34,1	2,6	2,5	10,8	868,8	53,2	46,8	30,8	1,3	1,9	8,6

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

	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2006	4.470,8	80,6	19,4	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008 2° trim.	5.133,1	82,1	17,9	8,8	1,7	1,8	3,5
3° trim.	5.168,4	81,9	18,1	8,9	1,9	1,8	3,3
4° trim.	5.111,7	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.194,0	83,3	16,7	8,7	1,9	1,8	2,5

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.
- 3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

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

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Residenti nell'area dell'euro</b>														
2006	4.938,0	-	-	-	-	-	9.943,7	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007	5.800,8	-	-	-	-	-	11.093,4	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 2° trim.	6.012,5	-	-	-	-	-	11.613,6	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6	
3° trim.	6.355,5	-	-	-	-	-	11.778,9	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
4° trim.	6.317,6	-	-	-	-	-	11.735,8	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	6.119,5	-	-	-	-	-	11.783,0	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
<b>Non residenti nell'area dell'euro</b>														
2006	2.070,6	50,9	49,1	28,7	2,0	2,3	11,0	861,2	39,3	60,7	43,1	1,1	4,0	8,6
2007	2.352,4	48,3	51,7	28,8	2,3	2,4	12,7	955,1	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 2° trim.	2.312,5	46,6	53,4	29,2	2,3	2,9	12,7	1.008,8	43,0	57,0	38,3	1,1	4,0	8,7
3° trim.	2.461,8	42,7	57,3	33,2	2,9	2,6	12,4	1.063,9	41,4	58,6	40,5	1,5	3,9	8,0
4° trim.	2.284,6	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,5	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	2.114,5	44,7	55,3	31,0	2,9	2,9	13,0	942,0	38,1	61,9	44,4	1,1	4,3	7,7

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>3)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emessi da residenti nell'area dell'euro</b>														
2006	1.636,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.924,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.149,8	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 2° trim.	1.897,9	94,8	5,2	2,6	0,4	0,3	1,6	2.310,8	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,5
3° trim.	1.905,6	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.302,2	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
4° trim.	1.979,8	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,1	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	2.089,1	95,0	5,0	2,7	0,1	0,4	1,3	2.839,2	97,5	2,5	1,7	0,2	0,1	0,4
<b>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</b>														
2006	515,3	52,3	47,7	28,8	0,7	0,4	14,5	594,5	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007	582,3	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,2	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008 2° trim.	664,8	50,3	49,7	30,6	0,7	0,5	14,8	627,4	38,6	61,4	36,9	5,8	0,8	10,4
3° trim.	645,1	51,1	48,9	30,7	0,8	0,5	14,2	663,4	37,2	62,8	38,1	6,4	0,9	10,5
4° trim.	580,8	54,0	46,0	28,6	0,9	0,5	13,3	646,7	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	593,6	51,9	48,1	27,6	0,3	1,6	14,0	622,7	34,4	65,6	38,6	5,9	0,8	15,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2007 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.	5.160,6	365,5	1.857,8	164,8	1.693,0	1.670,3	719,8	197,1	350,1
2° trim.	5.015,2	359,3	1.807,2	157,5	1.649,7	1.624,4	690,7	204,9	328,7
3° trim.	4.713,2	377,1	1.747,3	148,1	1.599,2	1.411,3	641,3	202,8	333,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.242,6	349,7	1.704,3	132,1	1.572,2	1.133,6	566,0	196,3	292,7

### 2. Passività

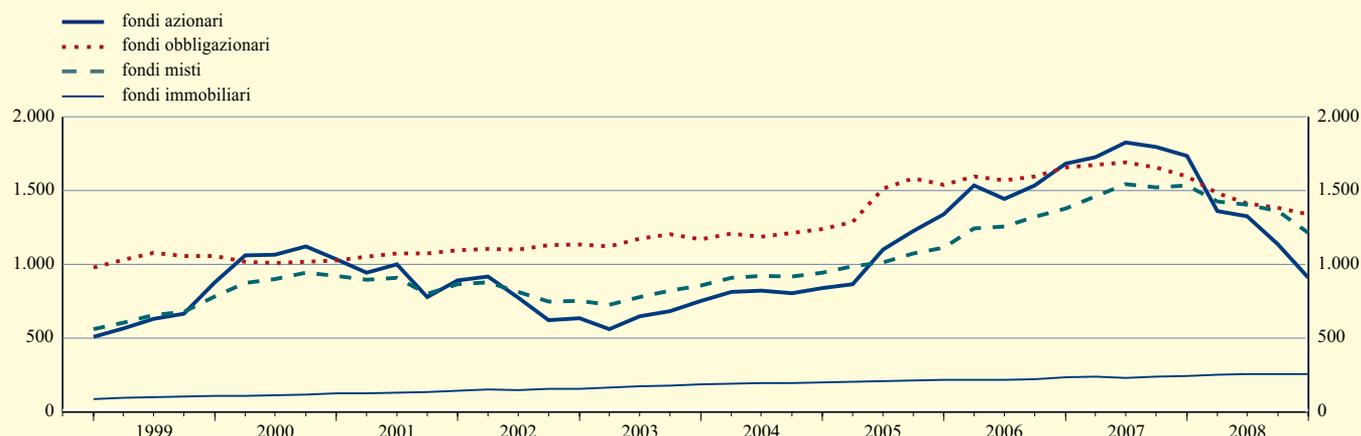
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
4° trim.	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 1° trim.	5.160,6	76,4	4.846,6	237,6
2° trim.	5.015,2	74,8	4.720,9	219,5
3° trim.	4.713,2	71,0	4.413,4	228,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.242,6	63,7	3.993,8	185,1

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

	Totale 1	Per strategia di investimento				Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8
2007 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.	5.160,6	1.362,6	1.483,3	1.427,8	249,6	637,4	3.778,1	1.382,5
2° trim.	5.015,2	1.325,3	1.413,4	1.405,2	256,1	615,3	3.647,1	1.368,1
3° trim.	4.713,2	1.132,2	1.382,8	1.358,9	253,1	586,2	3.340,9	1.372,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.242,6	908,7	1.339,2	1.210,7	254,1	529,9	2.961,6	1.281,0

## FIS 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
<b>Fondi azionari</b>									
2007 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.	1.362,6	51,2	63,0	21,3	41,7	1.130,9	65,7	-	51,7
2° trim.	1.325,3	54,3	65,0	22,0	43,0	1.088,6	65,7	-	51,6
3° trim.	1.132,2	48,3	61,3	20,2	41,1	915,2	57,2	-	50,2
4° trim. (p)	908,7	36,8	65,7	19,4	46,3	715,8	47,2	-	43,3
<b>Fondi obbligazionari</b>									
2007 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.	1.483,3	124,7	1.167,7	80,3	1.087,5	56,8	45,5	-	88,6
2° trim.	1.413,4	115,9	1.118,4	74,6	1.043,7	57,9	42,7	-	78,5
3° trim.	1.382,8	128,7	1.073,6	67,9	1.005,6	55,7	41,3	-	83,5
4° trim. (p)	1.339,2	120,0	1.042,5	61,1	981,4	60,2	36,3	-	80,2
<b>Fondi misti</b>									
2007 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.	1.427,8	97,9	528,0	46,4	481,6	339,4	313,9	1,2	147,3
2° trim.	1.405,2	99,0	519,9	42,6	477,3	341,6	307,9	0,8	135,9
3° trim.	1.358,9	108,9	512,5	42,2	470,4	312,1	287,3	1,1	137,0
4° trim. (p)	1.210,7	110,2	495,3	34,0	461,3	244,0	235,7	1,2	124,3
<b>Fondi immobiliari</b>									
2007 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.	249,6	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6
2° trim.	256,1	17,9	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,5	15,7
3° trim.	253,1	18,9	4,7	1,3	3,4	3,0	9,3	201,2	15,9
4° trim. (p)	254,1	14,3	4,8	1,1	3,7	14,5	6,8	194,6	19,1

**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
<b>Fondi aperti al pubblico</b>							
2007 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.	3.778,1	277,6	1.218,3	1.362,1	514,2	154,1	251,9
2° trim.	3.647,1	264,5	1.177,3	1.326,8	485,5	155,0	238,0
3° trim.	3.340,9	265,1	1.104,8	1.140,6	440,8	152,4	237,2
4° trim. (p)	2.961,6	242,8	1.054,5	934,7	381,4	142,8	205,5
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
2007 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.	1.382,5	88,0	639,6	308,1	205,6	43,0	98,2
2° trim.	1.368,1	94,8	629,9	297,6	205,2	49,9	90,7
3° trim.	1.372,3	112,0	642,5	270,7	200,5	50,5	96,1
4° trim. (p)	1.281,0	106,9	649,8	198,9	184,6	53,5	87,2

Fonte: BCE.

## 3

## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

## 3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2008</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						504,1
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-7,6
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.190,9	117,4	755,3	59,6	258,6	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	42,1	8,4	23,3	5,0	5,4	
Consumo di capitale fisso	339,2	91,2	193,0	11,2	43,8	
Margine operativo lordo e reddito misto <sup>1)</sup>	538,3	287,8	227,6	26,4	-3,5	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,6
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	878,3	57,6	298,0	456,1	66,6	135,6
Interessi	562,2	54,6	95,0	346,1	66,6	85,2
Altri redditi da capitale	316,1	3,0	203,0	110,0	0,0	50,4
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	2.010,7	1.679,9	51,1	33,9	245,8	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	318,5	252,3	53,2	12,6	0,4	1,4
Contributi sociali	447,0	447,0				1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	438,2	1,4	15,9	28,3	392,5	0,6
Altri trasferimenti correnti	204,9	76,3	26,2	50,3	52,0	8,5
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	48,1	34,9	11,5	0,9	0,7	1,5
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	48,4			48,4		0,6
Altro	108,4	41,4	14,7	1,0	51,2	6,4
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	1.980,4	1.435,6	-14,9	38,1	521,7	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.836,0	1.315,9			520,1	
Spese per consumi individuali	1.627,3	1.315,9			311,4	
Spese per consumi collettivi	208,7				208,7	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16,9	0,1	-0,2	17,0	0,0	0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	144,4	136,5	-14,7	21,1	1,5	24,4
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	508,0	156,6	257,3	15,4	78,8	
Investimenti fissi lordi	505,4	153,2	258,1	15,3	78,8	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	2,6	3,4	-0,8	0,0	0,0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,0	-1,9	1,9	0,2	-0,2	0,0
Trasferimenti in conto capitale	56,7	9,4	2,8	3,3	41,2	6,6
Imposte in conto capitale	6,0	5,8	0,2	0,0	0,0	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	50,7	3,6	2,6	3,3	41,2	6,6
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	-20,6	79,0	-53,9	17,6	-63,2	20,6
Discrepanza statistica	0,0	18,5	-18,5	0,0	0,0	0,0

Fonti: BCE ed 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	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2008</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						496,5
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.110,5	504,8	1.199,2	102,2	304,4	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	241,1					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.351,7					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	538,3	287,8	227,6	26,4	-3,5	
Redditi da lavoro dipendente	1.192,7	1.192,7				2,8
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	290,7				290,7	-7,5
Redditi da capitale	867,3	257,0	121,5	463,6	25,2	146,6
Interessi	543,8	81,9	50,6	401,1	10,3	103,6
Altri redditi da capitale	323,4	175,2	70,8	62,5	14,9	43,0
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	2.010,7	1.679,9	51,1	33,9	245,8	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	319,4				319,4	0,4
Contributi sociali	446,9	1,1	17,8	45,9	382,2	1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	435,6	435,6				3,2
Altri trasferimenti correnti	176,4	96,0	11,7	49,6	19,1	37,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	48,4			48,4		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	47,4	37,0	9,3	0,7	0,3	1,6
Altro	80,6	59,0	2,4	0,5	18,7	34,1
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	1.980,4	1.435,6	-14,9	38,1	521,7	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16,9	16,9				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	144,4	136,5	-14,7	21,1	1,5	24,4
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	339,2	91,2	193,0	11,2	43,8	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	60,5	15,4	29,8	4,1	11,2	2,8
Imposte in conto capitale	6,0				6,0	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	54,5	15,4	29,8	4,1	5,2	2,8
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2008</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		16.877,0	14.668,4	23.703,7	10.013,8	6.117,4	2.950,0	15.381,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				221,5				
Banconote, monete e depositi		5.910,6	1.806,9	2.572,0	1.707,6	838,3	572,8	4.491,2
Titoli di debito a breve termine		70,7	90,4	139,9	382,2	346,7	26,7	743,8
Titoli di debito a lungo termine		1.275,6	198,4	3.974,9	1.748,8	2.010,8	281,6	2.924,7
Prestiti		64,6	2.516,2	12.867,3	1.958,4	357,7	384,1	1.798,9
<i>di cui a lungo termine</i>		47,5	1.358,5	9.644,5	1.542,4	290,5	327,0	.
Azioni e altre partecipazioni		4.093,8	6.923,8	1.810,7	3.999,4	2.110,1	1.146,5	4.719,9
Azioni quotate		736,3	1.522,8	562,2	1.848,6	535,4	311,4	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.935,6	5.056,0	1.009,6	1.543,7	465,6	697,1	.
Quote di fondi di investimento		1.421,9	344,9	238,9	607,1	1.109,1	137,9	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.210,5	141,3	2,1	0,0	141,4	3,4	155,0
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		251,2	2.991,4	2.115,4	217,4	312,4	534,9	547,4
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni attività finanziarie		127,8	191,0	90,2	-58,5	70,0	255,7	-313,4
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,8				0,8
Banconote, monete e depositi		215,9	13,1	-186,0	37,0	38,0	58,7	-323,1
Titoli di debito a breve termine		-10,9	10,3	15,8	-52,4	-4,4	10,5	85,8
Titoli di debito a lungo termine		-26,7	27,8	165,9	-77,7	-1,6	35,1	-9,3
Prestiti		-0,6	71,5	-121,8	68,8	5,7	69,6	-8,5
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,6	20,7	11,5	49,6	-2,2	38,4	.
Azioni e altre partecipazioni		-63,7	89,5	-68,9	-14,1	29,5	42,0	-62,7
Azioni quotate		-22,2	14,7	-31,6	15,1	-6,6	3,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7,2	88,3	-24,2	11,9	14,8	45,8	.
Quote di fondi di investimento		-48,7	-13,6	-13,0	-41,1	21,3	-7,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		21,6	-0,3	0,0	0,0	0,7	0,0	-2,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-7,9	-20,9	286,0	-20,1	2,1	39,7	5,7
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-552,5	-823,1	-109,9	-488,9	-174,0	-21,4	-203,8
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				1,1				
Banconote, monete e depositi		4,7	7,4	-7,4	51,5	-1,2	-1,8	-1,2
Titoli di debito a breve termine		-1,4	-3,5	-0,1	2,2	0,0	0,0	6,1
Titoli di debito a lungo termine		-38,0	-9,7	92,3	21,1	25,5	4,4	71,0
Prestiti		-0,2	-8,5	-14,9	-5,2	2,7	0,0	11,4
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,2	-3,6	-14,6	2,5	0,7	0,2	.
Azioni e altre partecipazioni		-441,9	-866,5	-118,9	-563,6	-201,7	-22,1	-259,7
Azioni quotate		-123,8	-412,1	-54,6	-346,9	-102,2	-51,4	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-257,7	-427,5	-62,7	-183,0	-31,3	39,3	.
Quote di fondi di investimento		-60,4	-26,9	-1,6	-33,7	-68,1	-10,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		-75,7	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,8
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		0,0	57,7	-62,0	5,1	0,5	-2,0	-30,4
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		16.452,2	14.036,3	23.684,0	9.466,5	6.013,4	3.184,3	14.862,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				221,8				
Banconote, monete e depositi		6.131,2	1.827,4	2.378,7	1.796,1	875,1	629,8	4.166,9
Titoli di debito a breve termine		58,4	97,2	155,6	332,0	342,3	37,3	835,7
Titoli di debito a lungo termine		1.210,9	216,6	4.233,0	1.692,2	2.034,7	321,1	2.986,4
Prestiti		63,8	2.579,2	12.730,6	2.022,0	366,1	453,7	1.801,8
<i>di cui a lungo termine</i>		46,7	1.375,6	9.641,4	1.594,4	289,0	365,6	.
Azioni e altre partecipazioni		3.588,3	6.146,8	1.622,8	3.421,8	1.938,0	1.166,3	4.397,5
Azioni quotate		590,3	1.125,4	476,0	1.516,8	426,6	263,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.685,0	4.716,9	922,6	1.372,7	449,1	782,2	.
Quote di fondi di investimento		1.312,9	304,4	224,3	532,3	1.062,3	121,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.156,4	140,9	2,1	0,0	142,2	3,4	151,9
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		243,3	3.028,2	2.339,4	202,4	315,0	572,6	522,7
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2008</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		6.235,0	22.913,6	23.253,3	9.841,8	6.302,6	6.992,7	13.950,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			25,3	14.749,9	33,7	1,9	233,9	2.854,6
Titoli di debito a breve termine			277,5	384,6	128,9	9,4	710,6	289,4
Titoli di debito a lungo termine			434,4	2.839,5	1.977,6	27,2	4.461,8	2.674,1
Prestiti		5.572,1	8.018,8		1.867,3	206,6	1.227,5	3.054,7
<i>di cui a lungo termine</i>		5.240,8	5.435,2		837,9	74,6	1.031,4	.
Azioni e altre partecipazioni			11.250,0	2.840,9	5.638,5	550,2	5,1	4.519,5
Azioni quotate			3.437,6	609,3	176,0	212,9	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.812,4	1.072,6	1.044,2	336,5	5,1	.
Quote di fondi di investimento				1.159,0	4.418,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,5	328,8	58,8	0,6	5.231,6	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		629,5	2.578,7	2.379,7	195,2	275,6	353,2	558,3
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.208,8	10.642,0	-8.245,1	450,3	171,9	-185,1	-4.042,7	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		30,3	263,5	97,8	-47,2	33,6	318,9	-334,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,8	44,4	1,6	0,0	19,8	-212,8
Titoli di debito a breve termine			7,0	-58,9	-4,0	1,5	136,7	-27,5
Titoli di debito a lungo termine			7,4	-93,1	162,5	5,0	89,2	-57,7
Prestiti		35,8	134,5		-70,0	2,8	26,3	-44,5
<i>di cui a lungo termine</i>		34,8	113,8		-28,9	-2,4	38,5	.
Azioni e altre partecipazioni			88,5	-7,9	-136,0	6,4	0,0	0,7
Azioni quotate			7,4	10,9	10,4	0,7	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			81,0	-5,2	43,9	5,6	0,0	.
Quote di fondi di investimento				-13,6	-190,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,1	-0,1	3,6	0,0	16,2	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-5,6	25,4	209,5	-1,2	1,8	47,0	7,7
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-20,6	97,5	-72,4	-7,6	-11,2	36,4	-63,2	20,6
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		4,8	-1.152,1	-361,8	-435,2	-177,6	133,3	-385,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	47,5	0,0	0,0	0,0	4,6
Titoli di debito a breve termine			-2,4	2,3	-1,0	0,0	-0,9	5,3
Titoli di debito a lungo termine			8,4	7,4	22,6	0,0	141,1	-12,9
Prestiti		4,6	14,5		-27,2	3,4	0,0	-9,9
<i>di cui a lungo termine</i>		4,6	-0,8		-23,4	-0,2	-0,4	.
Azioni e altre partecipazioni			-1.203,9	-385,9	-441,8	-66,5	-0,8	-375,4
Azioni quotate			-601,1	-245,1	-74,6	-48,5	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			-602,8	-146,9	-69,0	-18,0	-0,8	.
Quote di fondi di investimento				6,1	-298,2			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	-76,7	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		0,2	31,3	-33,3	12,3	-37,9	-6,1	2,4
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-181,0	-557,3	329,0	251,9	-53,7	3,6	-154,6	182,1
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		6.270,0	22.024,9	22.989,3	9.359,4	6.158,5	7.444,9	13.230,8
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			26,1	14.841,9	35,3	1,9	253,7	2.646,4
Titoli di debito a breve termine			282,1	328,0	123,9	10,9	846,4	267,3
Titoli di debito a lungo termine			450,3	2.753,9	2.162,7	32,3	4.692,1	2.603,6
Prestiti		5.612,4	8.167,8		1.770,0	212,8	1.253,9	3.000,3
<i>di cui a lungo termine</i>		5.280,2	5.548,2		785,7	72,0	1.069,6	.
Azioni e altre partecipazioni			10.134,5	2.447,1	5.060,7	490,0	4,3	4.144,8
Azioni quotate			2.843,9	375,1	111,9	165,2	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.290,6	920,5	1.019,1	324,0	4,3	.
Quote di fondi di investimento				1.151,5	3.929,8			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,6	328,7	62,4	0,6	5.171,1	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		624,0	2.635,4	2.555,9	206,2	239,6	394,0	568,4
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.410,3	10.182,2	-7.988,5	694,7	107,0	-145,1	-4.260,6	

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	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.777,3	3.891,5	4.050,9	4.231,0	4.279,8	4.328,4	4.373,1	4.407,5
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	122,9	130,0	129,3	137,9	137,9	137,4	138,1	136,3
Consumo di capitale fisso	1.123,9	1.177,7	1.234,8	1.299,3	1.311,2	1.323,5	1.335,4	1.347,2
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	1.991,4	2.062,1	2.172,7	2.304,2	2.331,8	2.368,8	2.381,0	2.363,6
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.367,1	2.608,5	3.022,3	3.527,0	3.621,2	3.715,3	3.802,4	3.817,3
Interessi	1.250,3	1.342,8	1.635,4	2.002,2	2.083,2	2.158,1	2.231,6	2.257,6
Altri redditi da capitale	1.116,8	1.265,6	1.386,9	1.524,8	1.538,0	1.557,2	1.570,8	1.559,7
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	6.694,2	6.939,1	7.275,5	7.639,6	7.705,1	7.769,7	7.821,9	7.818,1
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	883,7	933,3	1.025,2	1.108,5	1.124,7	1.135,8	1.137,3	1.118,9
Contributi sociali	1.430,0	1.472,4	1.534,7	1.594,4	1.610,2	1.626,4	1.643,6	1.658,6
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.455,9	1.499,8	1.550,2	1.594,3	1.607,4	1.622,3	1.641,2	1.658,1
Altri trasferimenti correnti	685,1	707,3	715,5	741,6	750,5	757,4	759,1	767,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	178,1	178,4	177,4	182,7	183,2	184,6	185,1	185,8
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	178,7	179,3	177,5	182,1	182,6	184,2	184,9	186,2
Altro	328,4	349,6	360,5	376,7	384,7	388,6	389,2	394,9
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	6.618,4	6.852,2	7.184,1	7.546,2	7.606,7	7.670,2	7.725,2	7.717,2
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.084,6	6.327,4	6.594,0	6.845,0	6.913,6	6.989,0	7.061,8	7.101,7
Spese per consumi individuali	5.438,4	5.666,3	5.915,1	6.140,8	6.202,9	6.268,2	6.332,6	6.363,9
Spese per consumi collettivi	646,2	661,1	678,9	704,2	710,7	720,7	729,2	737,9
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	58,0	60,4	59,0	59,4	60,5	63,2	65,4	66,0
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	534,0	525,1	590,3	701,4	693,3	681,4	663,5	615,7
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.614,4	1.705,0	1.857,5	1.994,0	2.020,0	2.047,7	2.069,2	2.062,7
Investimenti fissi lordi	1.603,2	1.699,0	1.844,5	1.974,5	1.995,5	2.021,7	2.038,1	2.022,0
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	11,2	6,0	13,0	19,5	24,5	26,0	31,1	40,8
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1,1	-0,1	0,5	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,3
Trasferimenti in conto capitale	174,6	181,9	174,7	166,6	166,8	170,6	163,5	162,4
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,8	23,4	23,6	23,9	23,6
Altri trasferimenti in conto capitale	144,7	157,5	152,1	142,9	143,4	147,0	139,6	138,8
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	60,6	11,2	-18,3	21,0	-1,0	-27,8	-56,3	-87,4

Fonti: BCE ed 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	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.015,5	7.261,3	7.587,6	7.972,3	8.060,8	8.158,1	8.227,7	8.254,6
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	797,4	841,1	910,4	953,8	954,2	951,0	949,7	944,8
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	7.812,9	8.102,4	8.498,0	8.926,1	9.015,0	9.109,1	9.177,4	9.199,4
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	1.991,4	2.062,1	2.172,7	2.304,2	2.331,8	2.368,8	2.381,0	2.363,6
Redditi da lavoro dipendente	3.784,8	3.897,9	4.057,4	4.238,0	4.287,2	4.335,7	4.380,4	4.414,6
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	934,9	983,8	1.050,8	1.098,3	1.097,1	1.093,3	1.093,0	1.085,9
Redditi da capitale	2.350,3	2.603,7	3.017,0	3.526,1	3.610,1	3.687,2	3.769,9	3.771,3
Interessi	1.217,0	1.315,8	1.608,8	1.964,4	2.036,6	2.103,2	2.172,4	2.192,2
Altri redditi da capitale	1.133,3	1.287,9	1.408,1	1.561,7	1.573,5	1.584,0	1.597,5	1.579,1
<i>Risparmio nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	6.694,2	6.939,1	7.275,5	7.639,6	7.705,1	7.769,7	7.821,9	7.818,1
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	886,8	937,1	1.030,1	1.116,1	1.132,1	1.143,4	1.144,8	1.126,6
Contributi sociali	1.429,1	1.471,7	1.533,9	1.593,6	1.609,3	1.625,5	1.642,8	1.657,8
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.448,2	1.492,0	1.541,9	1.584,9	1.597,9	1.612,7	1.631,7	1.648,3
Altri trasferimenti correnti	614,7	625,2	628,1	650,7	655,1	660,8	665,3	669,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	178,7	179,3	177,5	182,1	182,6	184,2	184,9	186,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	176,0	177,0	174,7	179,8	180,3	181,6	182,0	182,8
Altro	260,1	268,9	275,8	288,8	292,2	295,0	298,5	300,0
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	6.618,4	6.852,2	7.184,1	7.546,2	7.606,7	7.670,2	7.725,2	7.717,2
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	58,2	60,7	59,3	59,6	60,7	63,4	65,6	66,1
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	534,0	525,1	590,3	701,4	693,3	681,4	663,5	615,7
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.123,9	1.177,7	1.234,8	1.299,3	1.311,2	1.323,5	1.335,4	1.347,2
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	190,7	195,2	189,3	180,8	181,3	185,9	177,8	175,2
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,8	23,4	23,6	23,9	23,6
Altri trasferimenti in conto capitale	160,8	170,8	166,7	157,1	158,0	162,3	153,9	151,6
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

### 3.3 Famiglie

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

	2004	2005	2006	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.784,8	3.897,9	4.057,4	4.238,0	4.287,2	4.335,7	4.380,4	4.414,6
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.270,5	1.322,0	1.398,3	1.480,4	1.500,5	1.520,4	1.536,4	1.545,2
Interessi attivi (+)	233,3	229,8	266,4	302,0	311,0	321,1	330,4	332,2
Interessi passivi (-)	126,2	130,5	164,5	208,6	215,6	222,4	228,7	227,2
Altri redditi da capitali attivi (+)	667,1	716,3	758,0	797,1	799,3	802,9	807,3	797,3
Altri redditi da capitali passivi (-)	9,2	9,5	9,6	9,9	9,9	10,1	9,9	9,8
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	707,3	739,8	792,7	851,5	865,5	879,0	885,8	887,5
Contributi sociali netti (-)	1.426,3	1.468,4	1.530,6	1.590,2	1.605,9	1.622,3	1.639,4	1.654,5
Prestazioni sociali nette (+)	1.443,3	1.486,8	1.536,5	1.579,3	1.592,3	1.607,1	1.626,1	1.642,7
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	63,4	66,0	66,1	69,1	69,0	72,0	73,5	74,4
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>5.193,4</b>	<b>5.370,7</b>	<b>5.585,1</b>	<b>5.805,8</b>	<b>5.862,3</b>	<b>5.925,5</b>	<b>5.990,2</b>	<b>6.027,4</b>
Spese per consumi finali (-)	4.489,8	4.669,5	4.869,9	5.053,2	5.105,3	5.155,9	5.208,2	5.226,8
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	57,8	60,3	58,9	59,6	60,6	63,2	65,2	65,6
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>761,4</b>	<b>761,6</b>	<b>774,2</b>	<b>812,3</b>	<b>817,7</b>	<b>832,8</b>	<b>847,2</b>	<b>866,2</b>
Consumo di capitale fisso (-)	301,5	317,2	334,5	352,7	355,7	359,1	361,6	363,5
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	18,4	24,1	22,5	15,5	16,0	17,0	17,3	17,2
Altre variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup> (+)	323,8	531,5	556,9	-3,2	-771,6	-1.156,7	-1.382,2	-1.901,1
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>802,1</b>	<b>999,9</b>	<b>1.019,0</b>	<b>472,0</b>	<b>-293,6</b>	<b>-665,9</b>	<b>-879,4</b>	<b>-1.381,1</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	513,1	543,7	599,0	634,0	637,9	637,9	637,4	632,2
Consumo di capitale fisso (-)	301,5	317,2	334,5	352,7	355,7	359,1	361,6	363,5
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	214,3	206,2	305,8	422,1	444,8	422,7	427,8	435,7
Banconote, monete e depositi	212,7	246,9	284,1	349,4	385,0	386,4	391,5	436,8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-7,1	-20,2	0,9	40,0	34,0	10,5	13,5	-9,6
Titoli di debito <sup>2)</sup>	8,7	-20,5	20,9	32,7	25,8	25,8	22,8	8,5
Attività a lungo	336,5	421,7	347,5	188,1	121,1	129,9	72,7	12,2
Depositi	28,5	-4,8	0,8	-26,5	-35,6	-36,6	-40,2	-30,3
Titoli di debito	64,8	1,1	74,2	9,0	29,2	63,2	65,5	20,8
Azioni e altre partecipazioni	-9,4	132,5	-38,8	-61,6	-119,4	-122,1	-161,4	-152,5
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	-18,9	66,0	-14,0	12,1	-18,2	-7,2	-20,4	-10,0
Quote di fondi comuni di investimento	9,5	66,5	-24,8	-73,7	-101,2	-114,9	-141,0	-142,5
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	252,7	292,9	311,3	267,2	246,9	225,4	208,8	174,2
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	307,6	390,6	392,8	346,5	313,7	284,8	247,5	196,1
di cui da IFM dell'area dell'euro	277,8	358,5	347,4	281,5	249,1	196,5	181,0	78,9
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	281,7	448,4	505,6	-27,9	-694,8	-1.018,9	-1.112,5	-1.498,7
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	48,9	105,5	54,7	-2,0	-79,9	-127,9	-176,4	-244,1
Flussi netti restanti (+)	16,6	-17,7	-66,3	-43,2	-53,3	-65,8	-119,1	-158,8
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>802,1</b>	<b>999,9</b>	<b>1.019,0</b>	<b>472,0</b>	<b>-293,6</b>	<b>-665,9</b>	<b>-879,4</b>	<b>-1.381,1</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.271,5	4.486,3	4.748,0	5.208,5	5.362,0	5.483,0	5.539,3	5.712,6
Banconote, monete e depositi	3.925,6	4.174,1	4.454,2	4.844,2	4.937,2	5.055,3	5.104,9	5.313,7
Partecipazioni in fondi comuni monetari	309,9	296,4	257,6	296,0	347,0	346,5	348,7	327,4
Titoli di debito <sup>2)</sup>	36,1	15,9	36,2	68,3	77,9	81,2	85,7	71,5
Attività a lungo	9.919,9	10.921,0	11.878,2	12.004,2	11.349,8	11.087,5	10.669,2	10.082,4
Depositi	893,9	944,8	945,1	882,5	829,0	818,8	805,6	817,5
Titoli di debito	1.218,9	1.196,6	1.281,1	1.292,5	1.315,0	1.301,0	1.260,6	1.197,8
Azioni e altre partecipazioni	3.960,4	4.534,5	5.041,0	4.953,2	4.350,3	4.093,0	3.745,2	3.260,8
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.784,2	3.190,3	3.622,5	3.578,1	3.145,1	2.941,5	2.671,9	2.275,4
Quote di fondi di investimento	1.176,2	1.344,2	1.418,5	1.375,1	1.205,2	1.151,5	1.073,3	985,4
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	3.846,7	4.245,1	4.611,0	4.876,1	4.855,6	4.874,7	4.857,7	4.806,2
Restanti attività finanziarie (+)	121,5	87,8	64,1	23,0	6,8	1,8	5,6	-0,4
Passività (-)								
Prestiti	4.293,6	4.692,1	5.081,7	5.415,5	5.458,3	5.521,4	5.572,1	5.612,4
di cui da IFM dell'area dell'euro	3.812,5	4.201,0	4.545,1	4.814,6	4.850,2	4.875,6	4.926,2	4.888,3
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>10.019,3</b>	<b>10.803,0</b>	<b>11.608,6</b>	<b>11.820,2</b>	<b>11.260,4</b>	<b>11.050,9</b>	<b>10.642,0</b>	<b>10.182,2</b>

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	4.017,0	4.156,5	4.353,6	4.591,2	4.642,9	4.699,1	4.737,0	4.737,7
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.397,6	2.469,6	2.580,2	2.705,0	2.739,5	2.769,2	2.798,2	2.818,3
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	65,7	73,1	75,6	81,7	82,6	82,6	83,8	82,5
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.553,8	1.613,7	1.697,9	1.804,5	1.820,8	1.847,2	1.855,1	1.836,9
Consumo di capitale fisso (-)	636,9	667,3	698,0	735,5	742,7	750,0	757,6	765,8
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	916,9	946,5	999,9	1.069,0	1.078,1	1.097,2	1.097,4	1.071,1
Redditi da capitale attivi (+)	376,8	440,7	497,3	567,4	571,8	573,2	580,0	579,7
Interessi attivi	125,1	136,1	158,3	184,4	190,3	195,7	199,1	201,1
Altri redditi da capitale	251,8	304,6	339,1	382,9	381,5	377,4	380,9	378,5
Interest and rents payable (-)	226,4	236,4	278,8	332,6	347,5	361,3	375,3	386,1
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	1.067,4	1.150,8	1.218,4	1.303,8	1.302,3	1.309,1	1.302,1	1.264,7
Utili distribuiti (-)	773,7	876,9	945,8	1.007,1	1.015,7	1.022,0	1.030,2	1.012,9
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	135,4	148,6	187,6	208,8	210,2	208,4	203,6	185,4
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,5	72,7	77,1	66,8	66,2	66,4	67,0	67,7
Prestazioni sociali da erogare (-)	60,4	60,6	62,5	64,4	64,7	64,3	64,1	63,9
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	59,9	61,6	64,4	55,0	55,0	56,7	56,7	56,3
= <b>Risparmio netto</b>	111,4	75,7	35,2	35,3	22,9	24,0	14,5	13,8
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	226,3	253,7	304,4	356,3	367,8	381,2	391,8	374,7
Investimenti fissi lordi (+)	856,5	913,5	986,2	1.069,7	1.084,4	1.103,0	1.117,1	1.102,1
Consumo di capitale fisso (-)	636,9	667,3	698,0	735,5	742,7	750,0	757,6	765,8
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	6,6	7,4	16,1	22,1	26,1	28,2	32,3	38,3
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	104,0	128,2	164,1	161,8	163,7	124,1	95,4	52,7
Banconote, monete e depositi	89,2	113,6	146,2	154,9	127,8	116,4	90,2	17,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	16,1	8,3	2,6	-18,1	-10,0	-9,3	7,9	31,5
Titoli di debito	-1,3	6,2	15,4	24,9	45,9	16,9	-2,7	3,9
Attività a lungo	209,3	378,7	490,2	466,5	504,8	500,2	545,8	657,4
Depositi	-10,0	32,3	29,3	26,1	5,9	-22,4	8,6	16,1
Titoli di debito	-48,8	-34,2	-4,7	-48,5	-84,4	-103,5	-59,0	-31,5
Azioni e altre partecipazioni	200,2	244,2	259,6	315,8	354,4	370,4	346,6	364,2
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	67,9	136,4	206,0	173,1	228,9	255,7	249,6	308,5
Restanti attività nette (+)	48,4	85,5	145,0	200,6	110,7	44,8	-30,9	-103,6
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	207,6	443,8	760,2	801,3	784,5	728,4	716,7	653,5
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	164,8	264,5	448,9	558,9	592,1	562,6	515,7	422,0
di cui titoli di debito	9,8	14,0	39,0	40,7	39,7	16,8	36,0	39,6
Azioni e altre partecipazioni	203,3	265,5	236,6	283,0	274,1	231,4	201,9	241,6
Azioni quotate	11,7	101,3	39,1	42,0	22,4	-12,2	-28,5	1,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	191,5	164,1	197,5	241,0	251,7	243,6	230,4	239,9
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	65,7	61,1	71,7	66,3	66,3	69,9	71,7	70,2
= <b>Risparmio netto</b>	111,4	75,7	35,2	35,3	22,9	24,0	14,5	13,8
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.379,5	1.517,4	1.675,2	1.820,3	1.841,8	1.848,1	1.853,8	1.874,9
Banconote, monete e depositi	1.102,9	1.229,3	1.367,0	1.519,3	1.506,6	1.535,1	1.548,7	1.554,3
Partecipazioni in fondi comuni monetari	164,1	176,5	184,9	162,0	183,0	183,2	184,4	189,8
Titoli di debito <sup>1)</sup>	112,5	111,7	123,3	139,0	152,2	129,8	120,7	130,7
Attività a lungo	7.672,1	8.686,4	10.041,2	10.746,8	10.108,8	9.904,8	9.681,9	8.992,3
Depositi	157,0	199,0	222,5	265,8	249,4	235,3	258,2	273,1
Titoli di debito	328,6	280,9	277,3	229,7	174,1	160,7	168,1	183,0
Azioni e altre partecipazioni	5.433,6	6.308,6	7.451,5	7.968,8	7.288,1	7.036,3	6.739,4	5.956,9
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.753,0	1.897,9	2.089,9	2.282,6	2.397,2	2.472,5	2.516,2	2.579,2
Restanti attività nette	327,8	384,0	449,1	610,5	599,8	564,1	579,4	559,8
Passività								
Debito	6.582,9	7.063,4	7.799,9	8.558,9	8.714,2	8.923,5	9.059,6	9.228,9
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.160,8	3.429,3	3.868,0	4.404,9	4.545,5	4.668,6	4.761,1	4.828,6
di cui titoli di debito	651,5	674,3	691,9	695,4	696,5	702,0	712,0	732,4
Azioni e altre partecipazioni	9.591,1	10.940,8	12.874,9	13.808,7	12.454,3	12.014,5	11.250,0	10.134,5
Azioni quotate	2.995,0	3.692,4	4.468,8	4.985,6	4.204,2	3.976,5	3.437,6	2.843,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	6.596,0	7.248,4	8.406,1	8.823,1	8.250,2	8.038,0	7.812,4	7.290,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

### 3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

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

	2004	2005	2006	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	39,5	25,5	64,4	87,4	109,1	102,5	88,6	106,9
Banconote, monete e depositi	13,2	7,2	11,0	6,4	32,7	35,8	32,1	59,1
Partecipazioni in fondi comuni monetari	2,7	-0,5	3,5	3,1	15,8	14,2	20,9	22,2
Titoli di debito <sup>1)</sup>	23,5	18,9	49,8	77,8	60,6	52,6	35,7	25,5
Attività a lungo	223,7	295,0	313,8	215,9	217,6	178,7	169,3	161,3
Depositi	36,9	17,2	76,7	51,6	27,9	16,0	0,9	-1,7
Titoli di debito	133,1	132,8	125,2	89,9	83,6	75,2	95,4	88,6
Prestiti	7,4	-4,1	2,6	-13,6	20,6	17,0	20,8	30,8
Azioni quotate	12,7	30,7	-1,5	-4,8	-2,3	-1,1	-8,8	-5,1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	2,6	31,1	27,0	27,2	45,2	41,2	45,7	41,1
Quote di fondi comuni di investimento	30,9	87,2	83,9	65,6	42,7	30,4	15,4	7,4
Restanti attività finanziarie (+)	11,8	11,4	4,3	-26,1	-23,7	-19,3	-9,6	22,9
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	-1,7	-0,4	5,2	3,2	4,4	5,2	5,4	9,3
Prestiti	4,3	17,3	35,9	21,7	43,9	18,0	4,1	21,8
Azioni e altre partecipazioni	12,2	13,6	11,4	2,7	4,4	6,9	5,1	18,7
Riserve tecniche di assicurazione	262,6	334,3	322,0	292,0	273,3	255,8	240,4	197,3
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	231,0	292,1	308,2	282,0	262,4	239,6	219,6	178,0
Riserve premi e riserve sinistri	31,7	42,2	13,9	10,0	10,9	16,1	20,8	19,2
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>-2,5</b>	<b>-32,8</b>	<b>7,9</b>	<b>-42,5</b>	<b>-23,0</b>	<b>-23,8</b>	<b>-6,6</b>	<b>44,0</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)	110,7	190,7	181,2	-15,4	-226,4	-334,6	-401,6	-536,7
Azioni e altre partecipazioni	142,3	75,5	-34,4	-45,0	14,1	-3,5	-13,1	40,3
Altre attività nette								
Altre variazioni nelle passività (-)	21,3	118,3	34,5	-32,7	-91,8	-143,2	-137,8	-174,2
Azioni e altre partecipazioni	83,8	137,8	52,9	-3,3	-79,6	-128,3	-179,6	-245,5
Riserve tecniche di assicurazione	63,9	146,9	56,2	-2,8	-77,8	-125,4	-174,5	-239,6
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione								
Riserve premi e riserve sinistri	19,8	-9,1	-3,3	-0,4	-1,8	-2,9	-5,1	-5,8
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>148,0</b>	<b>10,1</b>	<b>59,4</b>	<b>-24,4</b>	<b>-40,9</b>	<b>-66,6</b>	<b>-97,3</b>	<b>-76,7</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	403,1	437,2	509,0	603,3	661,2	670,7	675,5	713,1
Banconote, monete e depositi	133,6	146,6	157,1	164,6	192,5	182,6	189,5	226,6
Partecipazioni in fondi comuni monetari	74,4	75,6	81,5	82,4	95,4	94,8	98,3	102,2
Titoli di debito <sup>1)</sup>	195,1	215,0	270,3	356,2	373,3	393,3	387,6	384,3
Attività a lungo	4.089,5	4.615,9	5.050,6	5.197,8	5.106,1	5.044,2	4.988,2	4.843,1
Depositi	500,4	524,7	602,1	650,5	649,2	653,5	648,7	648,5
Titoli di debito	1.615,0	1.774,2	1.845,5	1.888,9	1.942,4	1.921,4	1.969,9	1.992,7
Prestiti	348,5	353,4	351,2	331,8	359,5	355,6	357,7	366,1
Azioni quotate	587,2	653,3	724,5	708,1	613,2	594,1	535,4	426,6
Azioni non quotate e altre partecipazioni	349,2	403,1	480,8	511,1	488,7	473,4	465,6	449,1
Quote di fondi comuni di investimento	689,2	907,3	1.046,5	1.107,3	1.053,0	1.046,2	1.010,8	960,1
Restanti attività finanziarie (+)	139,4	176,8	204,5	173,8	191,6	177,5	176,2	215,7
Passività (-)								
Titoli di debito	22,3	21,3	35,9	35,2	35,8	36,6	36,7	43,2
Prestiti	118,5	136,2	167,6	187,1	221,4	211,2	206,6	212,8
Azioni e altre partecipazioni	497,7	629,6	675,5	645,5	595,3	564,2	550,2	490,0
Riserve tecniche di assicurazione	4.083,5	4.555,6	4.930,5	5.219,3	5.214,5	5.242,5	5.231,6	5.171,1
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.451,0	3.890,0	4.254,4	4.533,5	4.520,5	4.543,0	4.529,1	4.471,9
Riserve premi e riserve sinistri	632,5	665,6	676,2	685,8	694,0	699,4	702,5	699,2
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-90,0</b>	<b>-112,8</b>	<b>-45,5</b>	<b>-112,3</b>	<b>-108,2</b>	<b>-162,0</b>	<b>-185,1</b>	<b>-145,1</b>

Fonte: BCE.

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

## MERCATI FINANZIARI

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

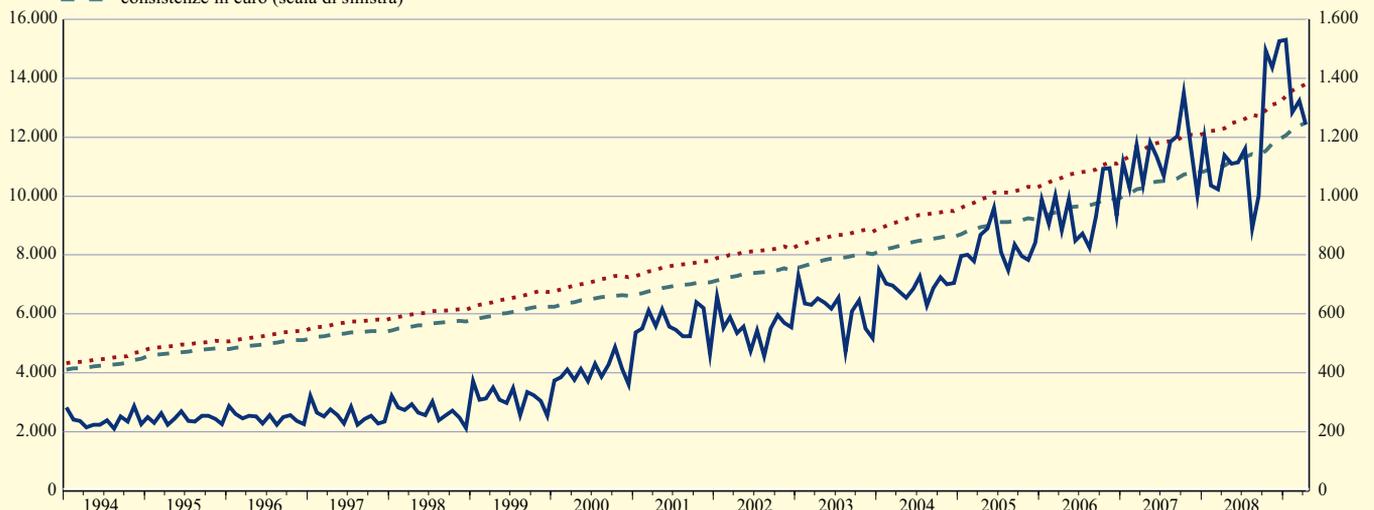
(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Totale</b>												
2008 apr.	13.184,4	1.165,3	55,0	11.042,0	1.073,6	70,3	12.308,6	1.137,9	82,0	7,1	62,9	5,0
mag.	13.363,5	1.126,3	178,0	11.181,6	1.036,5	138,6	12.471,9	1.110,2	153,4	6,7	98,2	5,8
giu.	13.499,5	1.155,6	136,3	11.256,5	1.040,3	75,3	12.544,0	1.113,5	82,6	6,8	89,3	5,7
lug.	13.512,9	1.139,5	12,1	11.315,0	1.073,9	56,7	12.620,4	1.160,6	76,0	7,1	98,3	6,9
ago.	13.640,6	880,7	124,9	11.424,8	816,0	107,1	12.752,1	889,5	112,4	7,8	163,5	8,9
set.	13.644,5	1.022,1	2,3	11.393,2	930,5	-32,9	12.712,9	1.001,3	-42,4	7,1	-13,7	8,3
ott.	13.742,2	1.454,3	97,4	11.543,8	1.417,3	150,3	12.911,7	1.494,5	145,4	7,0	103,6	9,0
nov.	13.960,3	1.422,2	218,5	11.771,0	1.369,7	227,9	13.104,7	1.436,8	213,7	8,2	199,5	10,6
dic.	14.146,2	1.537,4	189,4	11.923,5	1.448,7	156,2	13.177,4	1.526,0	142,8	9,5	274,9	13,6
2009 gen.	14.249,2	1.503,7	98,8	12.064,2	1.451,3	137,4	13.379,4	1.529,9	146,7	10,1	104,2	13,6
feb.	14.443,6	1.260,8	191,7	12.250,3	1.199,6	183,8	13.583,1	1.285,1	203,7	11,1	166,2	13,5
mar.	14.623,0	1.317,7	178,0	12.393,9	1.229,5	142,0	13.692,2	1.322,8	153,0	12,0	121,9	15,8
apr.	.	.	.	12.489,3	1.160,8	98,1	13.798,1	1.242,8	106,1	12,1	87,4	15,4
<b>A lungo termine</b>												
2008 apr.	11.824,3	263,8	91,9	9.827,2	212,7	68,2	10.907,6	230,3	73,2	5,5	69,0	4,4
mag.	11.978,4	290,8	153,4	9.941,5	235,0	113,6	11.032,4	257,5	122,7	5,1	68,9	4,9
giu.	12.092,5	283,8	114,3	10.028,9	230,3	87,6	11.120,0	254,6	96,0	5,2	68,9	4,8
lug.	12.120,2	208,7	26,2	10.061,9	178,5	31,2	11.160,2	196,7	36,7	5,4	61,7	5,7
ago.	12.211,3	160,0	89,1	10.141,8	133,8	78,0	11.260,7	149,2	78,7	6,2	134,7	7,7
set.	12.201,1	183,6	-9,5	10.120,6	145,6	-20,4	11.245,0	158,6	-30,8	5,7	-16,9	7,3
ott.	12.225,3	199,0	24,8	10.156,2	182,7	36,3	11.337,8	195,4	30,9	5,3	23,1	6,3
nov.	12.400,6	275,5	174,4	10.331,9	253,9	175,0	11.493,5	262,5	165,9	6,3	145,9	7,7
dic.	12.579,7	362,8	180,3	10.503,6	328,3	173,1	11.588,2	340,0	153,7	7,4	182,6	9,8
2009 gen.	12.659,9	294,7	78,4	10.593,9	276,8	89,5	11.723,3	300,2	90,2	8,2	112,2	10,7
feb.	12.831,7	302,3	170,4	10.755,7	269,3	160,6	11.896,2	296,4	173,1	9,3	149,0	10,8
mar.	13.019,5	319,5	158,1	10.933,4	279,9	148,0	12.038,3	301,6	149,1	10,5	143,3	13,8
apr.	.	.	.	10.997,7	251,6	39,3	12.110,4	269,7	43,2	10,1	38,7	14,1

## F16 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)

- emissioni lorde totali (scala di destra)
- ... consistenze totali (scala di sinistra)
- consistenze in euro (scala di sinistra)



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 <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2007	12.069	5.046	1.510	653	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.177	5.266	1.925	696	4.950	340	1.177	817	73	100	163	24
2008 2° trim.	12.544	5.231	1.627	670	4.696	320	1.121	787	70	102	142	20
3° trim.	12.713	5.267	1.695	680	4.747	324	1.017	691	54	97	148	27
4° trim.	13.177	5.266	1.925	696	4.950	340	1.486	1.006	132	107	214	28
2009 1° trim.	13.692	5.395	2.008	718	5.228	343	1.379	922	68	92	261	35
2009 gen.	13.379	5.340	1.944	710	5.048	337	1.530	1.016	75	105	278	56
feb.	13.583	5.407	1.988	718	5.133	338	1.285	873	72	81	236	23
mar.	13.692	5.395	2.008	718	5.228	343	1.323	878	58	90	269	27
apr.	13.798	5.419	2.033	728	5.267	350	1.243	805	55	90	266	26
<b>A breve termine</b>												
2007	1.287	787	36	100	345	18	946	754	18	101	64	9
2008	1.589	822	61	115	566	25	962	723	26	92	101	19
2008 2° trim.	1.424	835	51	111	415	11	873	666	21	92	77	17
3° trim.	1.468	826	62	111	457	13	849	614	25	92	94	24
4° trim.	1.589	822	61	115	566	25	1.220	911	38	95	152	23
2009 1° trim.	1.654	838	41	98	659	18	1.080	806	17	74	156	27
2009 gen.	1.656	862	38	108	630	19	1.230	905	18	82	178	47
feb.	1.687	884	38	103	643	19	989	748	16	67	140	18
mar.	1.654	838	41	98	659	18	1.021	764	17	74	149	17
apr.	1.688	829	42	94	705	17	973	694	16	74	173	16
<b>A lungo termine <sup>2)</sup></b>												
2007	10.782	4.259	1.473	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.588	4.445	1.864	581	4.384	315	215	95	47	8	62	4
2008 2° trim.	11.120	4.397	1.576	558	4.280	309	247	121	48	10	65	3
3° trim.	11.245	4.442	1.633	570	4.290	311	168	76	29	5	54	3
4° trim.	11.588	4.445	1.864	581	4.384	315	266	95	93	11	62	5
2009 1° trim.	12.038	4.556	1.967	621	4.570	324	299	116	51	18	105	8
2009 gen.	11.723	4.479	1.906	602	4.419	319	300	111	56	23	100	9
feb.	11.896	4.523	1.949	615	4.490	319	296	125	56	15	95	6
mar.	12.038	4.556	1.967	621	4.570	324	302	114	42	16	120	10
apr.	12.110	4.590	1.991	634	4.562	333	270	111	40	16	93	10
<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>												
2007	7.324	2.263	594	419	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.611	2.326	625	445	3.966	250	119	48	8	6	54	3
2008 2° trim.	7.477	2.347	605	424	3.853	248	145	66	11	9	56	2
3° trim.	7.535	2.370	619	432	3.865	248	101	42	7	3	47	2
4° trim.	7.611	2.326	625	445	3.966	250	120	42	9	10	57	2
2009 1° trim.	7.932	2.397	663	487	4.133	252	207	72	17	18	96	5
2009 gen.	7.712	2.349	644	467	4.002	251	214	76	18	23	92	6
feb.	7.839	2.384	661	479	4.065	250	203	76	22	15	86	4
mar.	7.932	2.397	663	487	4.133	252	205	65	11	15	108	6
apr.	7.983	2.421	673	500	4.131	258	185	63	15	15	85	7
<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>												
2007	3.004	1.621	861	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.489	1.724	1.209	126	365	64	81	36	38	1	5	1
2008 2° trim.	3.186	1.683	945	124	373	60	90	47	36	1	6	1
3° trim.	3.238	1.698	987	129	362	61	53	24	21	2	4	1
4° trim.	3.489	1.724	1.209	126	365	64	129	39	83	1	3	2
2009 1° trim.	3.603	1.759	1.279	123	371	70	75	32	34	0	5	3
2009 gen.	3.508	1.724	1.234	125	359	66	63	19	37	0	3	3
feb.	3.549	1.731	1.261	125	365	68	80	38	34	0	6	2
mar.	3.603	1.759	1.279	123	371	70	81	40	30	1	7	4
apr.	3.613	1.762	1.292	124	362	73	66	35	23	1	5	3

Fonte: BCE.

1) Medie mensili o dati mensili per le transazioni del periodo considerato.

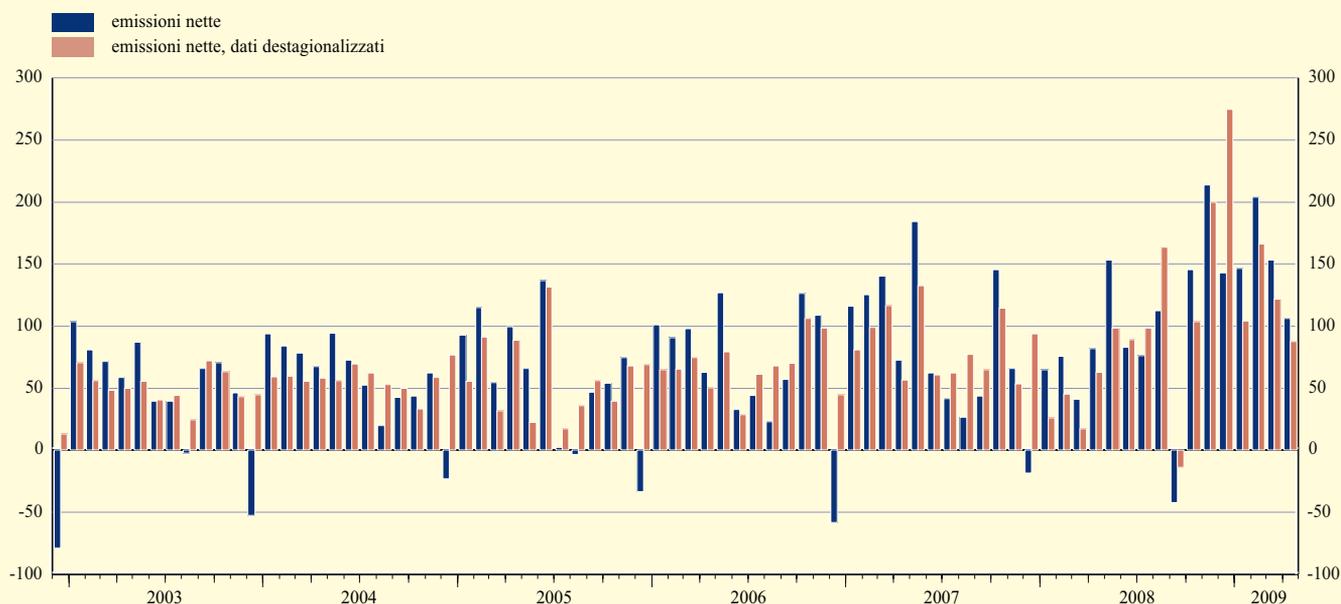
2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati <sup>1)</sup>						Dati destagionalizzati <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2007	83,8	40,7	27,8	4,2	9,9	1,2	84,3	41,3	27,3	4,3	10,2	1,2
2008	95,6	23,2	34,6	3,9	32,8	1,1	97,1	23,3	33,9	4,0	34,7	1,1
2008 2° trim.	106,0	46,7	35,0	4,8	18,7	0,9	83,5	48,6	30,8	0,7	2,8	0,6
3° trim.	48,7	11,0	19,9	1,9	14,7	1,2	82,7	18,9	33,2	5,2	23,1	2,4
4° trim.	167,3	11,4	77,4	5,9	67,2	5,3	192,7	21,4	55,6	7,8	103,1	4,8
2009 1° trim.	167,8	41,5	26,6	7,0	91,8	0,9	130,8	21,9	39,3	6,4	62,6	0,6
2009 gen.	146,7	40,5	9,1	9,4	90,6	-3,0	104,2	9,9	42,2	6,4	50,3	-4,6
feb.	203,7	67,7	43,8	7,6	83,8	0,9	166,2	48,4	43,5	7,8	66,2	0,3
mar.	153,0	16,3	26,8	4,2	100,9	4,9	121,9	7,5	32,2	4,9	71,2	6,1
apr.	106,1	27,8	23,4	9,6	38,2	7,0	87,4	14,0	26,1	6,7	33,7	6,9
	A lungo termine											
2007	61,9	23,9	27,2	2,4	7,8	0,7	61,6	24,1	26,7	2,4	7,8	0,7
2008	66,2	16,2	32,6	2,5	14,4	0,5	65,7	16,3	31,9	2,5	14,4	0,5
2008 2° trim.	97,3	42,6	34,1	4,0	15,8	0,9	68,9	36,2	30,0	0,4	1,5	0,7
3° trim.	28,2	7,5	16,4	2,5	1,3	0,5	59,8	15,3	29,1	4,1	9,8	1,6
4° trim.	116,8	2,9	77,6	4,4	30,5	1,5	117,2	11,0	56,9	3,8	45,0	0,5
2009 1° trim.	137,5	26,8	33,4	12,9	61,4	3,0	134,8	17,5	45,7	15,7	52,9	3,0
2009 gen.	90,2	9,1	32,5	16,7	28,9	3,1	112,2	9,7	64,1	20,7	14,9	2,9
feb.	173,1	45,2	43,6	12,6	71,3	0,5	149,0	25,1	43,6	14,6	65,0	0,6
mar.	149,1	26,0	24,2	9,4	83,9	5,6	143,3	17,7	29,4	11,8	78,9	5,5
apr.	43,2	7,7	22,3	12,9	-8,0	8,3	38,7	2,1	25,5	12,4	-10,5	9,1

**F17 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati**  
(miliardi di euro, transazioni nel mese, valori nominali)



Fonte: BCE.

1) Medie mensili o dati mensili per le transazioni nel periodo considerato.

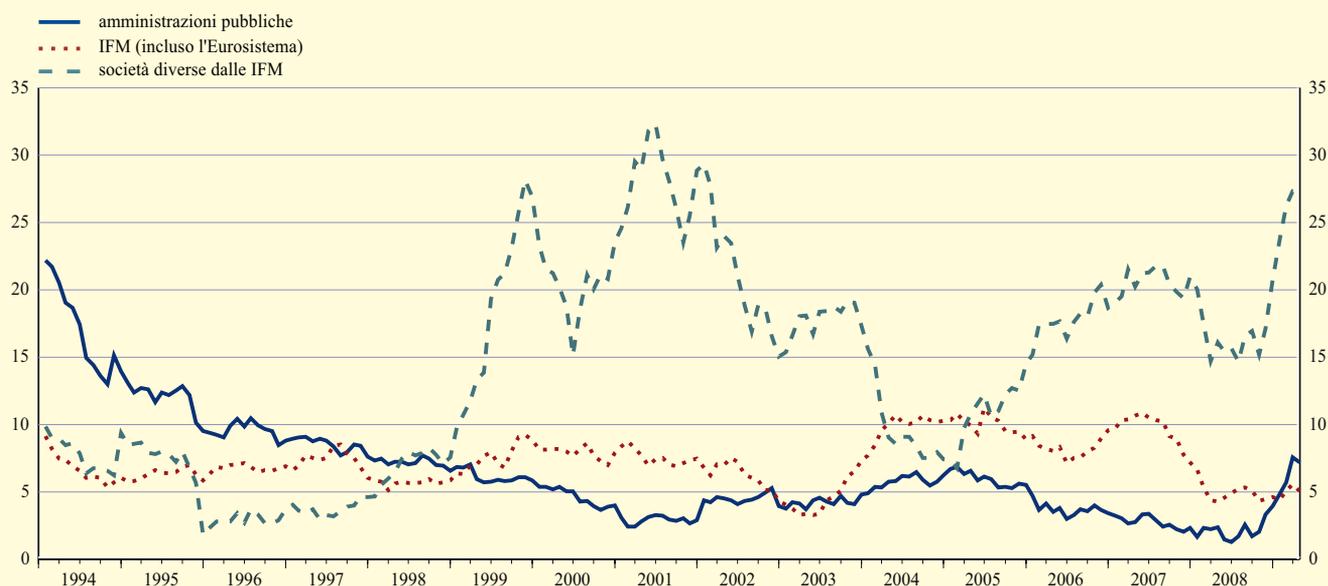
#### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2008 apr.	7,1	7,4	22,1	6,1	3,0	0,3	5,0	4,2	18,7	4,3	2,5	-3,3
mag.	6,7	7,9	21,0	6,2	1,7	1,9	5,8	6,4	19,6	4,2	1,6	-0,9
giu.	6,8	8,3	22,9	3,4	1,5	2,1	5,7	6,4	19,9	2,7	1,7	-5,2
lug.	7,1	8,6	21,8	2,7	2,1	3,3	6,9	7,4	20,2	1,2	3,2	2,2
ago.	7,8	8,4	24,3	4,9	3,0	3,4	8,9	9,2	27,1	2,8	3,9	6,6
set.	7,1	6,9	24,3	5,9	2,6	2,3	8,3	8,1	26,8	5,4	3,4	5,8
ott.	7,0	5,3	21,5	4,3	5,0	2,8	9,0	6,4	24,4	4,3	7,5	9,5
nov.	8,2	5,7	24,1	4,2	6,8	2,8	10,6	4,9	28,8	4,3	12,2	6,7
dic.	9,5	5,5	27,5	7,1	8,6	3,9	13,6	4,7	35,4	12,0	16,9	14,1
2009 gen.	10,1	5,3	29,1	6,9	10,1	5,4	13,6	3,2	38,6	12,9	17,8	8,6
feb.	11,1	6,3	30,4	8,0	10,8	6,5	13,5	3,5	33,8	13,4	18,4	6,3
mar.	12,0	6,5	31,1	8,9	12,4	7,9	15,8	5,0	35,6	12,8	22,1	10,2
apr.	12,1	6,4	30,6	9,9	12,6	10,5	15,4	6,5	37,2	16,2	17,9	11,5
	A lungo termine											
2008 apr.	5,5	4,3	20,9	4,7	2,5	0,4	4,4	2,8	17,4	4,3	2,3	-1,9
mag.	5,1	4,6	19,7	5,1	1,4	1,8	4,9	4,6	18,1	4,4	1,4	0,5
giu.	5,2	4,9	21,3	2,2	1,2	1,9	4,8	5,6	18,1	2,3	0,4	-0,1
lug.	5,4	5,2	19,8	2,1	1,6	3,1	5,7	6,3	17,5	0,5	2,2	3,0
ago.	6,2	5,3	22,1	3,1	2,5	3,5	7,7	7,8	25,9	1,7	2,7	6,2
set.	5,7	5,1	22,0	4,4	1,7	2,2	7,3	7,4	25,5	5,0	1,6	4,6
ott.	5,3	4,3	19,7	3,8	2,1	1,4	6,3	5,9	22,0	3,2	1,9	5,0
nov.	6,3	4,5	22,6	3,2	3,5	1,3	7,7	4,4	27,3	2,0	5,6	2,2
dic.	7,4	4,6	26,5	5,5	4,1	2,1	9,8	3,6	35,4	8,7	7,9	4,1
2009 gen.	8,2	4,4	29,7	8,1	5,0	3,3	10,7	2,5	43,2	16,3	7,8	3,5
feb.	9,3	5,1	32,2	10,5	5,8	3,9	10,8	2,5	38,7	19,9	9,1	1,7
mar.	10,5	5,6	32,7	12,9	7,7	5,7	13,8	3,9	40,3	21,6	14,2	6,8
apr.	10,1	5,0	32,0	14,7	7,1	8,6	14,1	4,2	42,7	27,5	12,5	12,4

#### F18 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)



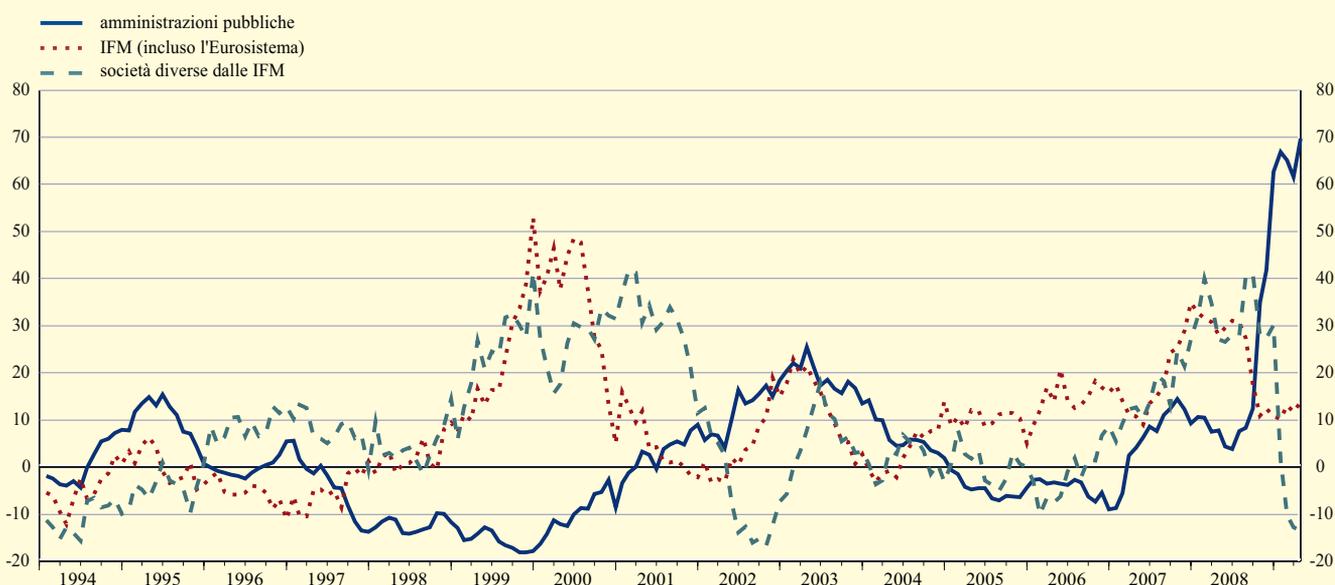
Fonte: BCE.

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<sup>1)</sup>**  
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile						
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	24
	Tutte le valute												
2007	5,2	7,2	17,0	4,0	2,5	6,6	15,8	11,1	37,8	18,4	3,8	-1,8	
2008	3,0	4,9	5,6	4,2	1,5	1,4	13,0	5,5	34,2	7,0	7,6	3,2	
2008 2° trim.	2,6	4,3	5,0	4,1	1,2	1,4	12,1	5,0	32,0	8,5	8,2	0,4	
3° trim.	3,0	5,5	5,0	3,4	1,3	2,0	12,6	5,3	33,0	3,2	7,7	6,0	
4° trim.	3,2	4,5	4,3	4,5	2,4	-0,8	13,3	5,7	34,8	4,3	3,9	10,2	
2009 1° trim.	6,1	5,0	8,8	12,3	6,0	1,4	16,1	5,4	45,4	0,4	1,4	11,2	
2008 nov.	3,3	4,2	4,1	3,4	3,0	-1,7	13,8	6,0	35,5	4,6	3,9	12,2	
dic.	4,1	4,0	5,0	6,8	4,0	-0,4	15,7	6,1	40,7	1,9	4,5	10,9	
2009 gen.	5,4	4,2	7,6	10,8	5,4	1,2	15,8	5,3	44,8	0,6	0,6	10,0	
feb.	6,7	5,5	10,5	14,0	6,4	2,0	16,3	5,1	47,2	0,1	0,7	9,7	
mar.	8,4	6,6	11,4	17,6	8,4	2,6	16,6	5,1	47,6	-0,9	1,0	16,7	
apr.	8,5	6,8	12,1	19,9	7,9	5,3	14,9	2,8	45,9	-0,7	-0,9	20,3	
	Euro												
2007	4,6	6,5	13,7	2,2	2,7	6,7	15,1	10,3	35,5	18,2	3,9	-2,4	
2008	2,9	4,8	5,9	2,1	1,8	1,3	14,5	6,5	35,8	7,1	8,0	2,0	
2008 2° trim.	2,4	4,0	4,4	2,0	1,4	1,4	13,2	5,7	33,2	8,2	8,6	-1,1	
3° trim.	2,9	5,4	6,0	1,1	1,5	1,8	14,5	6,8	35,0	3,8	8,1	4,6	
4° trim.	3,3	4,7	6,5	2,2	2,6	-1,2	15,6	7,7	37,4	5,0	4,1	9,2	
2009 1° trim.	6,5	6,1	12,4	9,5	6,1	0,8	19,0	7,9	48,4	0,3	1,5	11,0	
2008 nov.	3,5	4,3	6,5	1,2	3,3	-2,3	16,3	8,1	38,4	5,4	4,2	11,4	
dic.	4,4	4,8	7,5	3,8	4,3	-1,0	18,4	8,6	43,4	2,1	4,7	9,7	
2009 gen.	5,8	5,3	10,6	7,9	5,5	0,6	18,8	8,1	47,8	0,8	0,8	9,2	
feb.	7,2	6,7	14,9	11,1	6,4	1,4	19,2	7,5	50,2	0,1	0,9	10,1	
mar.	8,9	8,1	15,8	15,4	8,3	1,9	19,6	7,6	50,8	-1,7	0,9	17,7	
apr.	9,0	8,6	16,5	17,9	7,7	4,6	17,6	4,7	49,0	-1,5	-1,0	22,2	

**F19 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 <sup>1)</sup>

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

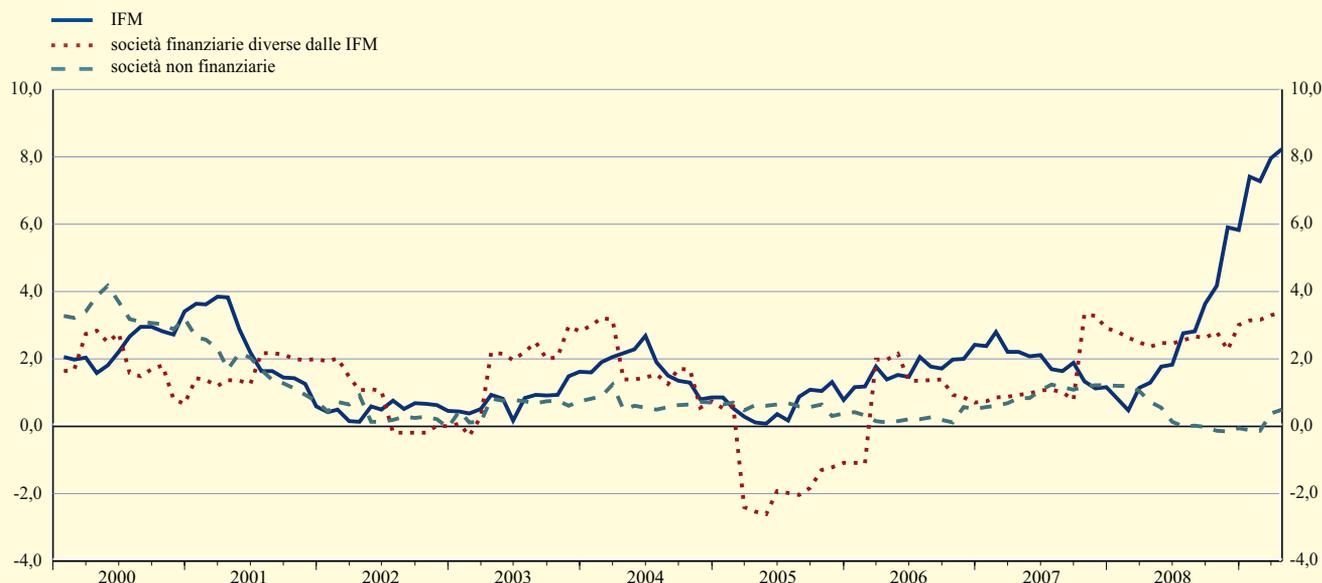
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 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
2007 apr.	6.769,2	103,5	1,1	1.170,5	2,2	675,6	0,9	4.923,2	0,8
mag.	7.048,9	103,5	1,1	1.176,3	2,1	688,9	1,0	5.183,7	0,8
giu.	6.970,5	103,8	1,3	1.130,4	2,1	677,2	1,1	5.162,9	1,1
lug.	6.740,3	104,0	1,3	1.101,6	1,7	608,9	1,1	5.029,8	1,2
ago.	6.626,8	103,9	1,2	1.062,0	1,6	583,9	1,0	4.981,0	1,2
set.	6.690,9	104,0	1,2	1.050,6	1,9	597,3	0,8	5.042,9	1,1
ott.	6.945,9	104,3	1,4	1.074,6	1,3	629,3	3,3	5.242,0	1,2
nov.	6.631,8	104,3	1,4	1.034,6	1,1	579,2	3,3	5.018,0	1,2
dic.	6.588,7	104,4	1,4	1.019,0	1,2	579,0	2,9	4.990,6	1,2
2008 gen.	5.766,1	104,4	1,3	889,8	0,8	497,4	2,8	4.378,9	1,2
feb.	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,4	2,6	4.468,3	1,2
mar.	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,4	2,5	4.205,2	1,1
apr.	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,5	2,4	4.391,3	0,7
mag.	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	497,1	2,5	4.461,2	0,6
giu.	5.081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,8	2,4	3.979,9	0,1
lug.	4.972,6	104,6	0,6	691,6	2,8	428,3	2,5	3.852,7	0,0
ago.	4.999,2	104,6	0,6	665,5	2,8	438,5	2,7	3.895,2	0,0
set.	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	382,2	2,6	3.435,6	0,0
ott.	3.743,7	105,0	0,7	451,9	4,2	280,3	2,8	3.011,5	-0,1
nov.	3.489,2	105,2	0,9	394,5	5,9	265,3	2,3	2.829,4	-0,2
dic.	3.482,5	105,4	1,0	377,0	5,8	269,2	3,0	2.836,2	-0,1
2009 gen.	3.286,8	105,6	1,1	344,6	7,4	240,0	3,1	2.702,1	-0,1
feb.	2.922,0	105,6	1,1	276,7	7,3	189,1	3,2	2.456,2	-0,1
mar.	3.009,8	106,1	1,5	315,8	8,0	204,8	3,3	2.489,2	0,4
apr.	3.435,5	106,2	1,7	414,4	8,2	249,3	3,4	2.771,8	0,5

#### F20 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 <sup>1)</sup>

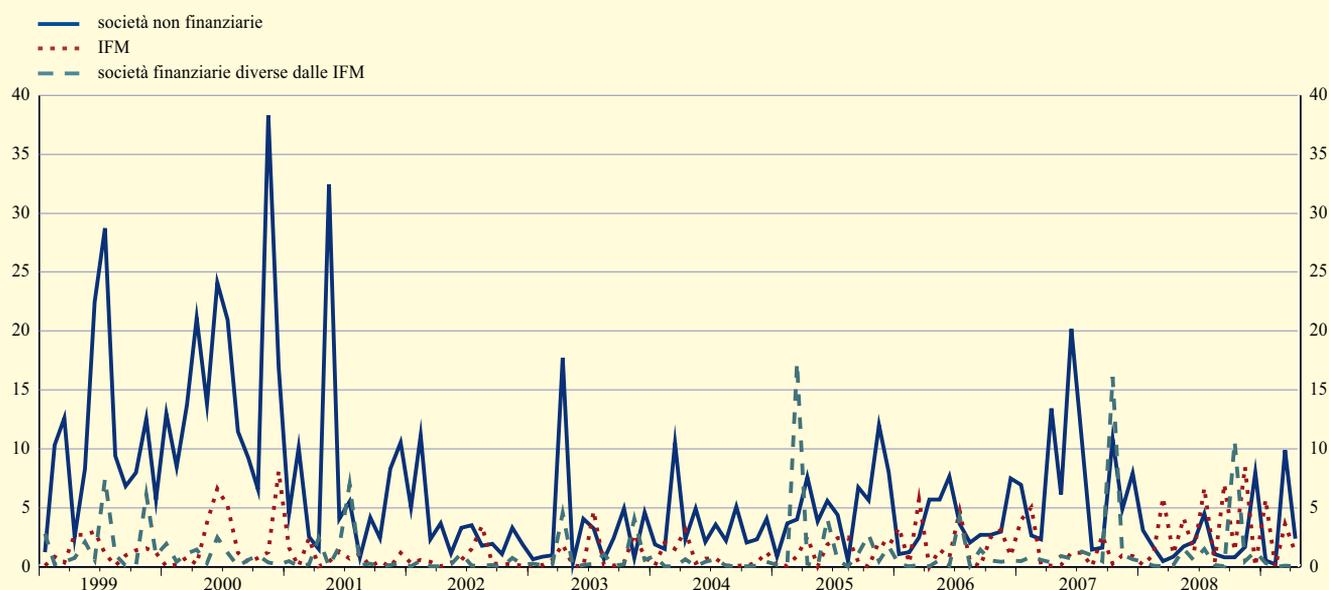
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007 apr.	13,9	0,4	13,4	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,0	0,3	13,4	0,2	13,2
mag.	7,2	2,0	5,2	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	6,1	2,0	4,1
giu.	22,0	1,6	20,5	1,2	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,2	1,6	18,6
lug.	13,3	1,8	11,5	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	10,9	1,5	9,3
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.	4,7	2,5	2,2	2,6	0,0	2,6	0,4	0,3	0,1	1,6	2,1	-0,5
ott.	27,2	8,0	19,1	0,2	3,2	-3,0	16,1	0,5	15,6	10,8	4,3	6,5
nov.	6,8	3,3	3,5	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	4,9	2,0	2,9
dic.	9,5	4,6	4,9	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,5
2008 gen.	3,6	1,4	2,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,2	3,1	0,7	2,4
feb.	2,8	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,7	1,6	0,1
mar.	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
apr.	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
mag.	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
giu.	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
lug.	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
ago.	1,5	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
set.	7,8	2,8	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,7	-1,9
ott.	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
nov.	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
dic.	9,3	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,5
2009 gen.	6,5	0,5	6,0	5,7	0,0	5,7	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,1
feb.	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
mar.	13,6	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,1	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
apr.	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,1	2,4	0,3	2,1

#### F21 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<sup>1)</sup>

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

##### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2),3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008 mag.	1,23	4,32	4,27	3,16	2,73	3,84	2,08	4,26	4,68	4,48	4,03
giu.	1,24	4,43	4,62	3,28	2,74	3,88	2,07	4,28	4,72	4,01	4,11
lug.	1,26	4,61	4,83	3,37	2,81	3,94	2,15	4,46	5,06	4,56	4,26
ago.	1,29	4,59	4,87	3,45	2,87	3,98	2,17	4,46	5,34	4,55	4,30
set.	1,32	4,65	4,85	3,36	2,97	4,01	2,20	4,52	5,19	4,69	4,27
ott.	1,34	4,77	4,85	3,57	3,01	4,12	2,20	4,26	5,12	4,57	3,66
nov.	1,29	4,26	4,67	3,71	3,02	4,20	1,98	3,53	4,58	4,18	3,19
dic.	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,63	2,87	4,23	4,09	2,63
2009 gen.	1,02	3,27	3,90	3,52	2,88	4,08	1,28	2,25	3,81	3,78	2,05
feb.	0,90	2,62	3,40	3,23	2,49	3,98	1,12	1,61	3,21	3,89	1,55
mar.	0,80	2,24	2,96	3,07	2,31	3,87	0,96	1,36	2,97	2,89	1,23
apr.	0,66	2,01	2,71	2,87	2,22	3,75	0,80	1,15	2,66	3,07	1,12

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	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) <sup>4)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008 mag.	10,57	8,69	7,01	8,44	8,63	5,34	4,96	4,98	5,13	5,37	5,99	5,87	5,59
giu.	10,63	8,61	6,93	8,44	8,57	5,48	5,11	5,08	5,20	5,47	6,04	6,12	5,67
lug.	10,65	8,82	7,15	8,58	8,80	5,67	5,27	5,21	5,34	5,62	6,09	6,21	5,82
ago.	10,77	8,85	7,22	8,69	8,95	5,77	5,36	5,29	5,27	5,69	6,05	6,28	5,70
set.	10,80	8,77	7,20	8,70	8,85	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,24	6,36	5,77
ott.	10,83	8,88	7,22	8,69	8,92	5,84	5,42	5,28	5,37	5,70	6,37	6,26	5,80
nov.	10,78	8,98	7,17	8,69	8,92	5,63	5,34	5,22	5,28	5,58	5,84	6,15	5,75
dic.	10,45	8,22	7,03	8,39	8,50	5,09	5,06	5,10	5,13	5,30	4,99	5,75	5,29
2009 gen.	10,12	8,33	7,03	8,63	8,67	4,38	4,77	4,92	5,00	4,86	4,41	5,44	5,23
feb.	10,14	8,18	6,65	8,49	8,39	3,97	4,54	4,80	4,89	4,61	4,08	5,03	5,16
mar.	9,94	7,55	6,51	8,31	8,07	3,66	4,34	4,61	4,72	4,38	3,83	4,72	5,05
apr.	9,71	7,44	6,50	8,25	8,05	3,38	4,19	4,55	4,67	4,22	3,54	4,70	4,89

##### 3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
2008 mag.	6,57	6,10	5,93	5,25	5,26	5,70	5,39
giu.	6,67	6,16	6,09	5,43	5,35	5,68	5,52
lug.	6,74	6,26	6,29	5,53	5,44	5,82	5,55
ago.	6,76	6,27	6,33	5,49	5,44	5,60	5,57
set.	6,91	6,34	6,37	5,64	5,62	5,83	5,64
ott.	6,89	6,52	6,35	5,57	5,59	5,75	5,08
nov.	6,66	6,04	6,10	5,41	4,86	5,02	4,97
dic.	6,26	5,38	5,78	5,32	4,28	4,50	4,76
2009 gen.	5,68	4,73	5,46	5,24	3,51	3,96	4,58
feb.	5,40	4,32	5,25	4,96	3,10	3,52	4,23
mar.	5,10	4,03	5,07	4,75	2,83	3,22	3,87
apr.	4,77	3,82	4,99	4,63	2,54	3,34	4,05

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)

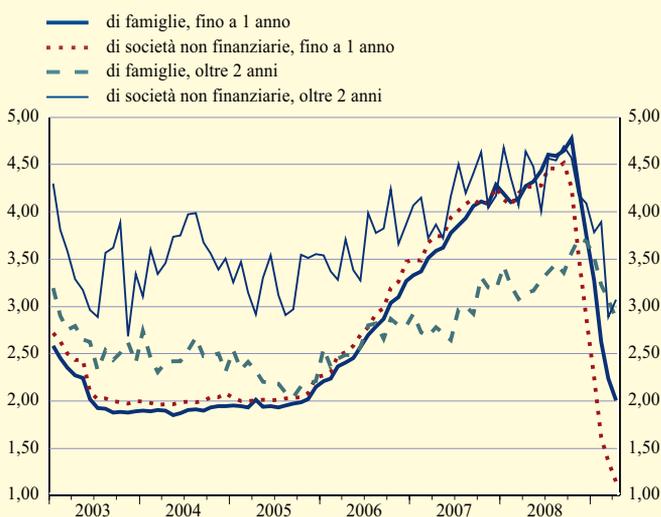
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>2),3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni	
2008 mag.	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,08	4,43	4,27	4,04
giu.	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,07	4,47	4,31	4,12
lug.	1,26	4,31	3,07	2,81	3,94	2,15	4,59	4,40	4,24
ago.	1,29	4,38	3,09	2,87	3,98	2,17	4,65	4,39	4,23
set.	1,32	4,45	3,11	2,97	4,01	2,20	4,73	4,45	4,32
ott.	1,34	4,54	3,08	3,01	4,12	2,20	4,68	4,45	4,06
nov.	1,29	4,51	3,12	3,02	4,20	1,98	4,44	4,40	3,95
dic.	1,16	4,41	3,07	2,95	4,17	1,63	4,01	4,30	3,56
2009 gen.	1,02	4,16	3,10	2,88	4,08	1,28	3,49	4,11	3,08
feb.	0,90	3,98	3,17	2,49	3,98	1,12	3,19	4,00	2,68
mar.	0,80	3,78	3,06	2,31	3,87	0,96	2,82	3,87	2,28
apr.	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,80	2,52	3,84	1,95

#### 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
2008 mag.	5,61	4,85	5,05	9,08	7,22	6,26	6,08	5,59	5,32
giu.	5,68	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39
lug.	5,72	4,93	5,11	9,19	7,34	6,37	6,25	5,76	5,44
ago.	5,78	4,95	5,11	9,26	7,38	6,41	6,28	5,79	5,46
set.	5,77	5,03	5,14	9,38	7,47	6,47	6,39	5,90	5,54
ott.	5,78	5,06	5,17	9,45	7,48	6,48	6,43	5,99	5,58
nov.	5,71	5,01	5,16	9,24	7,48	6,46	6,16	5,81	5,51
dic.	5,49	4,90	5,08	9,02	7,38	6,38	5,72	5,42	5,27
2009 gen.	5,22	4,72	4,93	8,72	7,22	6,22	5,11	4,89	4,89
feb.	5,14	4,75	4,91	8,61	7,27	6,21	4,77	4,59	4,74
mar.	4,92	4,62	4,78	8,43	7,09	6,07	4,41	4,28	4,48
apr.	4,69	4,49	4,64	8,17	7,01	5,90	4,11	3,98	4,23

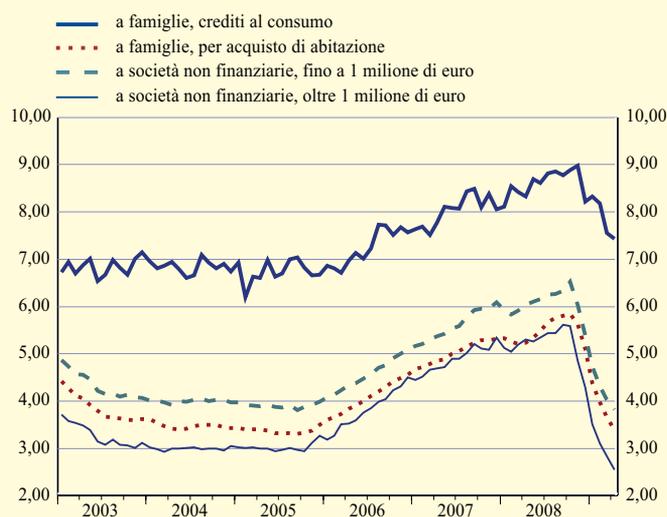
#### F22 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



#### F23 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.

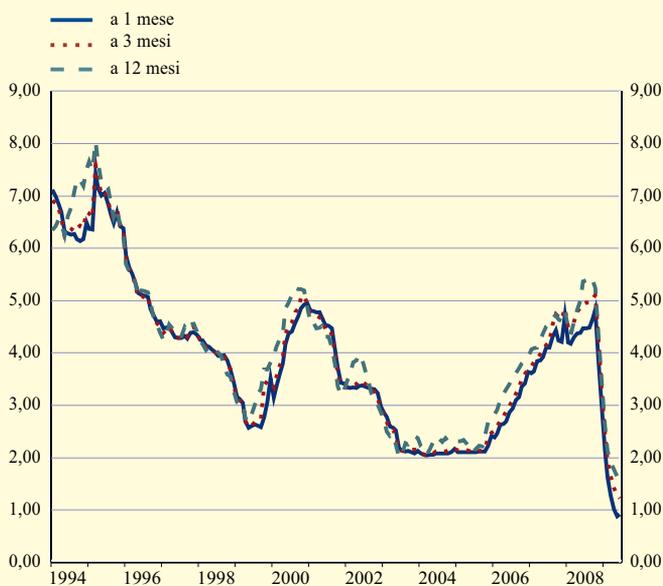
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro <sup>1,2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2008 2° trim.	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
3° trim.	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37	2,91	0,90
4° trim.	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38	2,77	0,96
2009 1° trim.	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
2° trim.	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
2008 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
ago.	4,30	4,49	4,97	5,16	5,32	2,81	0,89
set.	4,27	4,66	5,02	5,22	5,38	3,12	0,91
ott.	3,82	4,83	5,11	5,18	5,25	4,06	1,04
nov.	3,15	3,84	4,24	4,29	4,35	2,28	0,91
dic.	2,49	2,99	3,29	3,37	3,45	1,83	0,92
2009 gen.	1,81	2,14	2,46	2,54	2,62	1,21	0,73
feb.	1,26	1,63	1,94	2,03	2,14	1,24	0,64
mar.	1,06	1,27	1,64	1,77	1,91	1,27	0,62
apr.	0,84	1,01	1,42	1,61	1,77	1,11	0,57
mag.	0,78	0,88	1,28	1,48	1,64	0,82	0,53
giu.	0,70	0,91	1,23	1,44	1,61	0,62	0,49

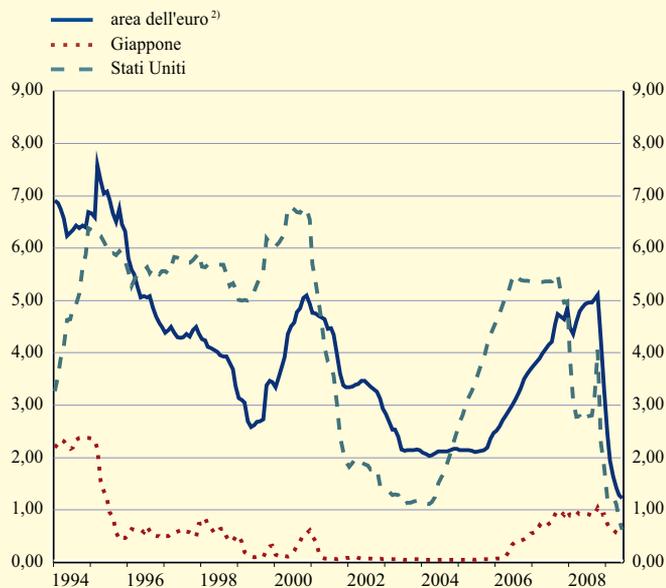
#### F24 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro<sup>2)</sup>

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



#### F25 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.

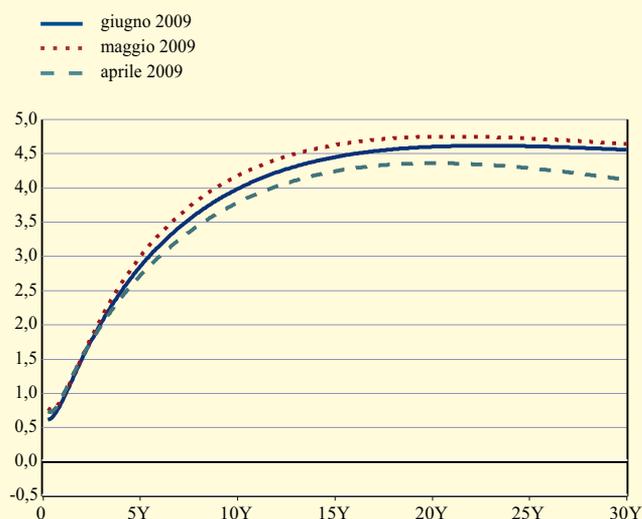
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni-3 mesi (spread)	10 anni-2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
ago.	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82
set.	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
ott.	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97
nov.	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48
dic.	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 gen.	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26
feb.	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
mar.	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
apr.	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
mag.	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
giu.	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42

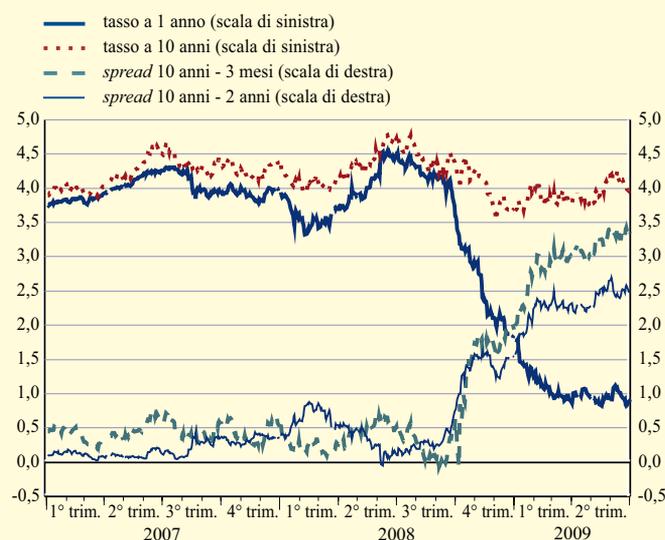
#### F26 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



#### F27 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 <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2008 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
3° trim.	309,7	3.278,8	506,0	162,2	282,2	382,8	260,5	345,7	285,6	494,8	412,4	407,4	1.252,7	12.758,7
4° trim.	228,7	2.497,7	320,7	136,5	236,9	287,6	169,3	238,1	200,0	384,7	387,0	358,1	910,9	8.700,4
2009 1° trim.	200,2	2.166,4	293,6	131,6	207,9	272,5	126,3	223,0	175,7	340,6	367,2	345,7	810,1	7.968,8
2° trim.	220,5	2.376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9.274,8
2008 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
ago.	316,1	3.346,0	513,7	167,1	287,0	388,1	266,0	356,6	304,4	504,4	411,2	403,0	1.281,5	12.989,4
set.	301,3	3.193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1.220,0	12.126,2
ott.	241,5	2.627,3	342,1	135,6	249,1	287,9	195,0	245,1	212,8	392,4	378,2	363,7	968,8	9.080,5
nov.	225,0	2.452,9	315,2	136,2	237,6	294,8	159,0	229,5	197,7	393,6	386,0	361,7	883,3	8.502,7
dic.	219,0	2.407,0	304,0	137,8	224,2	281,0	152,5	238,7	189,4	369,2	396,6	349,4	877,2	8.492,1
2009 gen.	215,5	2.344,9	309,7	136,8	220,8	280,5	143,4	236,4	188,1	376,5	384,1	364,8	866,6	8.402,5
feb.	200,4	2.159,8	299,2	132,7	208,0	280,9	123,3	226,1	175,7	341,0	361,7	354,1	806,3	7.707,3
mar.	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8
apr.	209,3	2.256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8.755,5
mag.	225,7	2.426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9.257,7
giu.	226,7	2.449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9.810,3

## F28 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

## PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
in perc. del totale <sup>3)</sup>	100,0	100,0	83,0	58,6	41,4	100,0	11,9	7,5	29,7	9,6	41,4	89,3	10,7
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,3	3,0
2008 1° trim.	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,1	0,6	0,2	3,4	0,8	3,5	2,5
2° trim.	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,2	0,2	6,0	0,5	3,7	2,8
3° trim.	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,7	0,8	0,9	0,2	2,1	0,7	3,9	3,3
4° trim.	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,2	0,3	0,3	-8,7	0,5	2,1	3,4
2009 1° trim.	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,3	-0,1	0,4	0,1	-4,9	0,4	0,7	2,9
2009 gen.	107,0	1,1	1,8	0,2	2,4	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,9	2,9
feb.	107,4	1,2	1,7	0,3	2,4	0,2	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	1,0	2,9
mar.	107,8	0,6	1,5	-0,4	1,9	0,0	0,0	-0,2	0,1	-1,2	0,1	0,3	2,9
apr.	108,2	0,6	1,7	-0,7	2,5	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,2	0,4	1,9
mag.	108,3	0,0	1,5	-1,4	2,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,4	0,0	-0,2	1,6
giu. <sup>4)</sup>		-0,1											

	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 <sup>3)</sup>	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	6,0	6,3	3,2	14,9	6,8	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1	
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3	
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2	
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5	
2008 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	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2	
3° trim.	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3	
4° trim.	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2	
2009 1° trim.	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1	
2008 dic.	3,3	3,5	2,8	-0,3	0,8	-3,7	2,2	1,8	4,5	-1,8	3,2	2,1	
2009 gen.	2,7	2,7	2,6	-1,0	0,5	-5,3	2,0	1,7	3,9	-1,9	3,1	2,2	
feb.	2,5	2,0	3,3	-0,7	0,7	-4,9	2,0	1,8	3,9	-1,4	3,0	2,1	
mar.	1,9	1,6	2,4	-1,5	0,8	-8,1	2,0	1,8	3,1	-1,8	2,2	2,0	
apr.	1,4	1,2	1,6	-1,7	0,8	-8,8	2,0	1,8	3,5	-1,6	3,4	2,1	
mag.	0,9	1,0	0,7	-2,5	0,8	-11,6	2,1	1,8	3,1	-1,0	2,4	2,0	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- Stime della BCE basate su dati Eurostat; queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- Con riferimento al 2008.
- 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 e degli immobili residenziali<sup>1)</sup>

in perc. del totale <sup>4)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali											Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>
	Industria escluse le costruzioni												
	Totale (indice 2005=100)	Totale	Industria manifatturiera	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
				Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
							Totale	Durevoli	Non durevoli				
	100,0	100,0	83,0	75,8	30,1	21,9	23,7	2,7	21,0	24,2			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	100,0	4,1	3,3	1,8	2,9	1,2	1,1	1,5	0,9	13,9	2,8	7,6	
2006	105,0	5,0	3,5	2,8	4,6	1,6	1,7	1,5	1,5	13,3	4,1	6,5	
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,7	2,2	2,3	2,4	2,1	1,3	4,0	4,4	
2008	114,2	5,9	4,8	3,5	4,0	2,1	3,9	2,8	4,0	13,7	4,1	1,7	
2008 1° trim.	111,8	5,3	5,5	3,5	3,9	1,6	4,7	3,1	4,9	11,1	3,1	-	
2° trim.	114,6	6,8	6,3	3,7	4,0	2,0	4,8	2,8	5,1	16,8	4,0	2,8 <sup>5)</sup>	
3° trim.	117,0	8,2	6,6	4,3	5,5	2,3	4,2	2,7	4,4	21,1	5,5	-	
4° trim.	113,5	3,3	0,7	2,4	2,6	2,5	2,0	2,7	1,9	6,3	3,9	0,6 <sup>5)</sup>	
2009 1° trim.	109,9	-1,7	-4,0	-0,9	-2,7	1,8	-0,6	1,9	-1,0	-4,1	-	-	
2008 nov.	113,3	2,9	0,3	2,3	2,4	2,7	1,9	2,6	1,8	4,5	-	-	
dic.	111,6	1,2	-1,6	1,4	1,2	2,1	1,2	2,6	1,0	0,6	-	-	
2009 gen.	110,5	-0,6	-3,0	-0,1	-1,2	2,0	-0,1	2,0	-0,4	-2,1	-	-	
feb.	110,0	-1,6	-3,9	-1,0	-2,9	1,9	-0,6	1,9	-1,0	-3,5	-	-	
mar.	109,2	-2,9	-5,1	-1,7	-4,0	1,6	-1,2	1,8	-1,6	-6,7	-	-	
apr.	108,2	-4,6	-5,8	-2,4	-5,2	1,3	-1,4	1,6	-1,8	-10,9	-	-	

### 3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL<sup>1)</sup>

in perc. del totale	Prezzo del petrolio <sup>6)</sup> (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni <sup>7)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>8)</sup>			Totale (indice destagionalizzato 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>9)</sup>	Importazioni <sup>9)</sup>
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	100,0	35,0	65,0	100,0	44,3	55,7									
2005	44,6	11,9	0,9	17,9	9,0	2,5	14,4	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,5	2,4	3,3
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	1,9	2,4	2,2	2,1	2,9	2,7	3,9
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,3	2,2	2,2	1,6	2,7	1,7	1,4
2008	65,9	2,0	18,2	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,1	2,3	2,9	2,9	2,8	2,5	2,5	3,8
2008 2° trim.	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-11,1	118,9	2,3	3,2	3,3	3,6	2,5	2,7	4,7
3° trim.	77,6	6,8	16,2	2,8	0,6	4,3	-1,9	119,4	2,3	3,3	3,5	2,8	3,0	3,5	5,7
4° trim.	43,5	-10,1	-7,7	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,2	2,5	2,1	1,9	2,4	2,1	1,4	0,6
2009 1° trim.	35,1	-23,5	-14,8	-27,6	-25,0	-17,3	-30,6	119,9	1,7	1,1	0,5	2,8	0,5	-2,9	-4,2
2° trim.	43,8														
2009 gen.	34,3	-21,0	-10,4	-26,0	-22,3	-13,5	-28,7	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	34,6	-24,3	-16,1	-28,2	-26,6	-20,4	-31,4	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	36,5	-25,0	-17,7	-28,5	-25,8	-17,8	-31,7	-	-	-	-	-	-	-	-
apr.	39,0	-19,8	-11,7	-23,6	-20,1	-10,8	-26,6	-	-	-	-	-	-	-	-
mag.	42,8	-19,2	-8,9	-24,1	-18,4	-6,5	-26,6	-	-	-	-	-	-	-	-
giu.	49,5							-	-	-	-	-	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 7 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 8-15 nella tavola 3 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 1 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 2-7 nella tavola 3 della sezione 5.1).

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Prezzi degli *input* delle costruzioni residenziali.

3) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

4) Nel 2005.

5) I dati trimestrali per il secondo (quarto) trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima (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.

6) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

7) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-06.

8) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

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

**5.1 IAPC, altri prezzi e costi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

**4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro<sup>1)</sup>**

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>2)</sup>								
2005	109,0	1,2	8,7	-1,1	2,9	1,3	2,1	2,0
2006	110,0	1,0	2,8	-0,7	3,6	0,1	2,6	2,2
2007	111,8	1,6	1,8	-0,3	3,9	1,1	2,6	2,1
2008	115,3	3,2	-0,2	3,5	1,9	3,3	3,0	3,3
2008 1° trim.	113,5	2,5	1,2	1,0	2,1	1,8	4,0	3,0
2° trim.	114,8	2,9	-0,9	1,4	2,0	2,5	2,7	4,6
3° trim.	115,7	3,5	-0,9	3,9	2,6	4,4	3,5	2,8
4° trim.	117,9	4,5	-0,4	9,1	2,1	5,1	2,1	3,2
2009 1° trim.	119,9	5,7	.	.	.	.	.	.
Redditi per occupato								
2005	112,3	2,0	2,4	1,8	2,0	2,1	2,4	1,9
2006	114,9	2,3	3,3	3,4	3,5	1,5	2,4	1,6
2007	117,8	2,5	3,8	2,9	3,0	2,1	2,3	2,5
2008	121,4	3,1	3,1	2,9	3,9	3,0	2,3	3,5
2008 1° trim.	120,2	3,1	3,8	3,4	3,5	2,5	2,6	3,3
2° trim.	121,2	3,2	2,8	2,7	4,1	2,3	2,2	4,4
3° trim.	121,9	3,5	3,1	3,1	4,5	4,2	2,8	3,2
4° trim.	122,5	2,8	2,5	2,6	3,8	3,1	1,6	3,3
2009 1° trim.	122,5	1,9	.	.	.	.	.	.
Produttività del lavoro <sup>3)</sup>								
2005	103,1	0,8	-5,8	2,9	-0,8	0,8	0,3	-0,1
2006	104,4	1,3	0,5	4,2	-0,2	1,4	-0,2	-0,5
2007	105,4	0,9	2,0	3,3	-0,8	1,0	-0,3	0,4
2008	105,3	-0,1	3,2	-0,5	1,9	-0,3	-0,7	0,2
2008 1° trim.	105,9	0,6	2,5	2,3	1,4	0,7	-1,3	0,4
2° trim.	105,6	0,3	3,7	1,2	2,0	-0,1	-0,5	-0,2
3° trim.	105,4	-0,1	4,0	-0,8	1,9	-0,2	-0,7	0,4
4° trim.	103,9	-1,6	2,9	-6,0	1,6	-2,0	-0,4	0,1
2009 1° trim.	102,1	-3,6	2,5	-13,2	1,2	-3,7	0,2	-0,1

**5. Costo orario del lavoro<sup>1), 4)</sup>**

	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>5)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale <sup>6)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	116,5	2,3	2,3	2,1	2,2	1,7	2,4	2,1
2006	119,4	2,3	2,3	2,2	3,3	1,5	1,9	2,3
2007	122,5	2,7	2,9	2,0	2,6	2,9	2,6	2,1
2008	126,8	3,3	3,3	3,1	3,6	4,0	3,0	3,2
2008 1° trim.	124,8	3,3	3,7	2,5	3,7	4,2	2,9	2,8
2° trim.	125,9	2,3	2,4	2,2	2,3	3,6	2,2	2,9
3° trim.	127,4	3,4	3,4	3,3	2,8	3,5	3,7	3,4
4° trim.	128,9	4,0	3,9	4,4	5,6	4,6	3,0	3,6
2009 1° trim.	.	3,7	3,6	4,5	6,1	3,6	2,4	3,2

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 5 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

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

3) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

4) 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.

5) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

6) Nel 2000.

## 5.2 Produzione e domanda

### 1. PIL e componenti della domanda<sup>1)</sup>

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale <sup>2)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>3)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>2)</sup>	Importazioni <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2005	8.144,1	8.022,7	4.667,9	1.664,9	1.684,5	5,4	121,3	3.113,8	2.992,5
2006	8.557,8	8.456,4	4.872,3	1.732,2	1.834,4	17,5	101,4	3.471,8	3.370,4
2007	8.998,6	8.859,4	5.063,0	1.799,5	1.972,3	24,6	139,2	3.740,7	3.601,6
2008	9.266,2	9.174,2	5.232,3	1.885,8	2.016,3	39,8	92,0	3.871,9	3.779,9
2008 1° trim.	2.312,1	2.279,5	1.298,5	461,4	511,9	7,7	32,5	982,8	950,3
2° trim.	2.324,7	2.291,5	1.307,8	472,8	509,9	1,0	33,3	988,0	954,8
3° trim.	2.328,3	2.313,6	1.319,0	473,4	509,0	12,2	14,7	994,2	979,5
4° trim.	2.301,1	2.289,5	1.307,0	478,1	485,6	18,8	11,6	906,9	895,3
2009 1° trim.	2.239,1	2.236,6	1.291,0	482,7	461,2	1,7	2,5	808,0	805,4
<i>in percentuale del PIL</i>									
2008	100,0	99,0	56,5	20,4	21,8	0,4	1,0	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati<sup>4)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2008 1° trim.	0,7	0,5	0,1	0,4	1,1	-	-	1,6	1,2
2° trim.	-0,3	-0,5	-0,3	0,8	-1,3	-	-	-0,3	-0,8
3° trim.	-0,3	0,3	0,1	0,5	-1,0	-	-	-0,6	1,1
4° trim.	-1,8	-0,8	-0,4	0,4	-4,3	-	-	-7,2	-5,1
2009 1° trim.	-2,5	-2,1	-0,5	0,0	-4,2	-	-	-8,1	-7,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,3	-	-	5,0	5,7
2006	2,9	2,8	2,0	1,9	5,5	-	-	8,3	8,2
2007	2,7	2,5	1,6	2,2	4,8	-	-	5,9	5,3
2008	0,7	0,7	0,4	1,9	0,0	-	-	1,0	1,0
2008 1° trim.	2,2	1,6	1,4	1,5	3,1	-	-	5,1	3,9
2° trim.	1,5	0,9	0,5	2,0	1,6	-	-	3,8	2,4
3° trim.	0,5	0,5	0,1	2,0	-0,3	-	-	1,4	1,4
4° trim.	-1,7	-0,4	-0,6	2,1	-5,5	-	-	-6,5	-3,7
2009 1° trim.	-4,8	-3,1	-1,1	1,7	-10,4	-	-	-15,5	-11,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2008 1° trim.	0,7	0,5	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	-	-
2° trim.	-0,3	-0,5	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,2	-	-
3° trim.	-0,3	0,3	0,0	0,1	-0,2	0,4	-0,7	-	-
4° trim.	-1,8	-0,8	-0,2	0,1	-0,9	0,3	-1,0	-	-
2009 1° trim.	-2,5	-2,1	-0,3	0,0	-0,9	-1,0	-0,4	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2005	1,7	1,9	1,0	0,3	0,7	-0,2	-0,1	-	-
2006	2,9	2,8	1,2	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
2007	2,7	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,3	-	-
2008	0,7	0,7	0,2	0,4	0,0	0,1	0,0	-	-
2008 1° trim.	2,2	1,6	0,8	0,3	0,7	-0,2	0,6	-	-
2° trim.	1,5	0,9	0,3	0,4	0,4	-0,2	0,6	-	-
3° trim.	0,5	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
4° trim.	-1,7	-0,4	-0,3	0,4	-1,2	0,7	-1,3	-	-
2009 1° trim.	-4,8	-3,0	-0,6	0,3	-2,3	-0,4	-1,8	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono agli Euro 16.
- 2) 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.
- 3) Includono le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 4) 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<sup>1)</sup>**

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2005	7.299,2	144,0	1.482,3	441,7	1.540,5	2.021,2	1.669,4	844,9
2006	7.643,9	142,1	1.557,3	476,8	1.602,7	2.138,0	1.727,1	913,9
2007	8.040,4	151,9	1.643,5	514,7	1.673,0	2.261,7	1.795,6	958,1
2008	8.311,5	147,9	1.672,4	536,9	1.727,8	2.357,2	1.869,4	954,7
2008 1° trim.	2.070,2	38,6	423,7	135,0	431,4	583,0	458,5	241,9
2° trim.	2.085,0	37,3	425,6	134,7	431,0	589,1	467,4	239,7
3° trim.	2.088,6	36,7	422,3	135,0	434,5	592,5	467,6	239,7
4° trim.	2.067,6	35,4	400,8	132,1	430,9	592,6	475,9	233,4
2009 1° trim.	2.012,6	36,1	359,3	132,1	420,5	586,7	478,0	226,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2008	100,0	1,8	20,1	6,5	20,8	28,4	22,5	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati<sup>2)</sup>)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2008 1° trim.	0,6	1,4	0,4	1,8	0,8	0,6	0,2	1,4
2° trim.	-0,1	-0,2	-0,6	-2,1	-0,5	0,5	0,4	-1,3
3° trim.	-0,3	-0,4	-1,4	-1,7	-0,2	-0,1	0,5	-0,4
4° trim.	-1,7	0,9	-5,7	-1,7	-1,8	-0,6	0,2	-2,0
2009 1° trim.	-2,5	-0,3	-8,8	-0,5	-2,6	-0,9	0,0	-2,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2005	1,7	-6,5	1,8	1,8	1,5	2,8	1,3	1,8
2006	2,9	-1,5	3,9	2,6	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	3,0	0,5	3,6	3,1	3,0	3,7	1,6	0,7
2008	0,9	1,7	-0,7	-0,5	1,0	1,8	1,4	-0,7
2008 1° trim.	2,4	1,2	2,7	1,7	3,1	2,7	1,3	0,3
2° trim.	1,6	1,7	1,4	0,3	1,6	2,4	1,2	0,1
3° trim.	0,7	2,3	-1,0	-1,2	0,7	1,6	1,5	-1,0
4° trim.	-1,6	1,8	-7,2	-3,7	-1,7	0,4	1,4	-2,3
2009 1° trim.	-4,7	0,1	-15,7	-5,8	-5,0	-1,0	1,2	-6,0
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2008 1° trim.	0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2° trim.	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-
3° trim.	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
4° trim.	-1,7	0,0	-1,1	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-
2009 1° trim.	-2,5	0,0	-1,7	0,0	-0,5	-0,2	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2005	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,9	0,0	0,8	0,2	0,7	1,0	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,5	0,3	-
2008 1° trim.	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,8	0,3	-
2° trim.	1,6	0,0	0,3	0,0	0,3	0,7	0,3	-
3° trim.	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	-
4° trim.	-1,6	0,0	-1,5	-0,2	-0,3	0,1	0,3	-
2009 1° trim.	-4,7	0,0	-3,2	-0,4	-1,0	-0,3	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) 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<sup>1)</sup>

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	in perc. del totale <sup>2)</sup>	Totale (indice dest. 2005 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici									Beni energetici
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
								Totale	Durevoli	Non durevoli			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2006	4,1	104,3	4,2	4,6	4,7	5,0	5,9	2,9	4,3	2,7	0,6	3,6	
2007	3,3	108,2	3,8	4,2	4,3	3,8	6,6	2,3	1,4	2,5	-0,9	1,6	
2008	-2,3	106,2	-1,7	-1,9	-1,9	-3,3	-0,3	-1,9	-5,6	-1,2	0,2	-4,6	
2008 2° trim.	-0,1	109,0	1,1	1,0	1,0	0,2	3,5	-1,0	-2,1	-0,8	2,1	-4,0	
3° trim.	-2,3	105,8	-1,5	-1,5	-1,6	-2,0	-0,8	-2,1	-7,3	-1,3	-0,3	-5,1	
4° trim.	-8,9	99,0	-9,0	-9,3	-9,5	-13,4	-8,6	-4,5	-11,7	-3,4	-4,4	-8,3	
2009 1° trim.	-16,8	91,5	-18,3	-20,0	-20,4	-25,2	-23,2	-7,3	-20,5	-5,2	-4,6	-10,5	
2008 nov. dic.	-8,5 -12,5	99,1 96,1	-9,1 -12,4	-9,3 -13,2	-9,5 -13,5	-12,8 -21,4	-8,8 -11,6	-4,7 -4,6	-12,5 -14,6	-3,3 -3,1	-5,3 -5,0	-6,3 -13,0	
2009 gen. feb. mar. apr.	-15,4 -17,9 -17,1 -18,1	93,5 91,1 89,9 88,7	-16,5 -19,2 -19,1 -20,7	-18,7 -21,1 -20,2 -21,5	-19,1 -21,5 -20,6 -22,3	-23,7 -25,8 -25,9 -27,0	-22,2 -25,0 -22,4 -26,2	-6,2 -8,5 -7,4 -7,3	-18,3 -22,2 -20,7 -20,6	-4,2 -6,3 -5,2 -5,0	0,0 -3,6 -10,2 -10,5	-10,9 -12,6 -8,3 -5,3	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 nov. dic.	-2,7 -3,3	-	-2,9 -3,0	-3,0 -3,4	-3,2 -3,5	-4,5 -6,6	-3,1 -3,1	-0,6 -0,7	-4,1 -2,8	-0,1 -0,5	-2,7 0,4	-1,2 -2,9	
2009 gen. feb. mar. apr.	-1,8 -2,3 -0,7 -1,2	-	-2,7 -2,5 -1,3 -1,3	-3,5 -2,5 -1,1 -1,0	-3,6 -2,6 -0,9 -1,5	-2,1 -2,5 -1,7 -1,7	-6,9 -3,2 0,3 -2,6	-0,4 -3,2 -0,4 0,0	-2,2 -3,5 -0,4 -0,2	-0,1 -1,5 -0,3 0,0	0,4 -2,1 -3,9 0,5	1,4 -1,3 0,7 0,3	

### 4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture<sup>1)</sup>

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio escluso carburante per autoveicoli							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	Totale
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2006	110,8	10,4	108,3	8,0	3,4	102,4	2,5	1,1	3,6	3,1	5,4	978	3,3
2007	120,2	8,7	115,1	6,5	2,8	104,1	1,6	0,0	2,7	3,5	2,4	970	-0,9
2008	113,5	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,2	-0,8	-1,7	-0,3	-1,7	-2,0	893	-8,0
2008 2° trim.	119,7	-0,1	120,6	6,6	2,6	103,5	-0,6	-1,6	0,1	-1,9	-1,5	901	-4,7
3° trim.	114,8	-1,3	118,6	4,3	2,1	103,0	-1,1	-1,7	-0,6	-1,0	-3,1	892	-8,8
4° trim.	95,1	-22,4	107,3	-7,5	-0,3	102,4	-1,7	-2,2	-1,4	-3,1	-2,7	825	-18,5
2009 1° trim.	84,3	-31,8	94,9	-21,5	-2,6	101,7	-2,8	-4,0	-1,8	-0,1	-6,1	828	-12,6
2008 dic.	87,2	-24,7	100,7	-7,8	-0,5	102,3	-1,3	-2,2	-0,7	-4,0	-1,5	816	-23,2
2009 gen. feb. mar. apr. mag.	84,9 84,1 84,0 83,1	-34,5 -34,4 -26,5 -35,5	95,9 94,7 94,1 92,2	-24,0 -25,2 -15,6 -27,3	-1,3 -3,9 -2,6 -1,3	102,0 101,5 101,5 101,7	-1,9 -4,1 -2,4 -1,6	-2,5 -5,3 -4,3 -1,2	-1,5 -3,1 -1,0 -2,1	1,4 -3,9 1,3 -0,5	-5,6 -6,6 -6,0	777 850 855 886	-20,6 -12,7 -5,8 -3,7
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2009 gen. feb. mar. apr. mag.	-	-2,6 -0,9 -0,2 -1,0	-	-4,8 -1,3 -0,6 -2,0	-0,4 -0,5 0,1 0,3	-	-0,3 -0,5 0,1 0,2	-0,6 -0,7 0,0 1,1	-0,2 -0,5 0,2 -0,3	2,6 -2,3 1,1 -0,9	-1,6 -0,9 -0,3	-	-4,8 9,4 0,6 3,6 6,9

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) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Nel 2005.

3) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 60,1 per cento dell'intero settore nel 2005.

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

**5.2 Produzione e domanda**

 (saldo percentuali<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese**

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>3)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale <sup>4)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	98,2	-7	-16	11	6	81,1	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	5	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	23	-14
2008 2° trim.	97,7	-3	-6	9	7	83,3	-14	-10	-22	10	-14
3° trim.	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	23	-14
4° trim.	75,6	-25	-36	18	-22	78,1	-27	-11	-34	49	-14
2009 1° trim.	65,7	-36	-56	20	-31	72,6	-33	-11	-41	64	-14
2° trim.	70,3	-33	-62	18	-21	.	-28	-9	-34	59	-11
2009 gen.	67,2	-33	-49	20	-31	74,7	-31	-11	-38	59	-15
feb.	65,3	-36	-57	20	-32	-	-33	-12	-41	64	-14
mar.	64,6	-38	-61	21	-32	-	-34	-11	-44	69	-13
apr.	67,3	-35	-60	20	-25	70,5	-31	-10	-38	63	-11
mag.	70,2	-33	-61	18	-21	-	-28	-9	-33	58	-13
giu.	73,3	-32	-63	16	-16	-	-25	-7	-29	55	-9

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>4)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>4)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2008 2° trim.	-10	-17	-3	-3	-1	16	7	8	3	9	13
3° trim.	-14	-21	-7	-9	-9	17	-1	1	-7	3	6
4° trim.	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2009 1° trim.	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
2° trim.	-34	-42	-25	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
2009 gen.	-30	-35	-26	-20	-21	20	-18	-22	-32	-19	-15
feb.	-32	-37	-26	-19	-21	17	-20	-24	-33	-19	-19
mar.	-32	-37	-26	-17	-20	9	-22	-25	-34	-23	-19
apr.	-34	-41	-26	-20	-26	11	-22	-24	-32	-22	-19
mag.	-34	-44	-23	-14	-18	8	-17	-23	-29	-25	-14
giu.	-34	-43	-24	-16	-23	8	-17	-20	-26	-22	-11

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2008.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

## 5.3 Mercato del lavoro <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,2	14,8	3,8	17,0	7,5	25,6	16,0	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,863	1,0	1,1	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,185	1,6	1,8	0,7	-2,0	-0,3	2,7	1,7	3,9	1,8
2007	146,759	1,8	1,9	0,9	-1,4	0,3	4,0	1,9	4,0	1,3
2008	147,929	0,8	1,0	-0,2	-1,5	-0,2	-2,4	1,3	2,5	1,2
2008 1° trim.	148,117	1,5	1,6	0,8	-1,2	0,3	0,3	2,4	4,0	0,8
2° trim.	148,204	1,1	1,4	-0,1	-2,0	0,1	-1,6	1,6	3,0	1,4
3° trim.	147,960	0,6	0,8	-0,9	-1,7	-0,2	-2,9	0,9	2,2	1,1
4° trim.	147,434	0,0	0,1	-0,8	-1,1	-1,3	-5,3	0,4	0,9	1,4
2009 1° trim.	146,215	-1,2	-1,1	-2,1	-2,4	-2,9	-7,1	-1,3	-1,2	1,3
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2008 1° trim.	0,593	0,4	0,4	0,5	0,7	0,3	-0,4	0,7	1,1	0,0
2° trim.	0,087	0,1	0,1	-0,4	-1,4	-0,2	-1,2	0,1	0,2	0,6
3° trim.	-0,243	-0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4	-1,5	0,0	0,1	0,1
4° trim.	-0,526	-0,4	-0,3	-0,7	0,2	-1,0	-2,3	-0,4	-0,6	0,5
2009 1° trim.	-1,220	-0,8	-0,8	-0,9	-0,6	-1,4	-2,2	-1,0	-1,0	0,0

### 2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		77,9		22,1		50,5		49,5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,718	9,0	10,674	7,9	3,044	17,5	6,925	8,1	6,793	10,0
2006	12,875	8,3	10,053	7,3	2,822	16,4	6,396	7,5	6,479	9,4
2007	11,651	7,5	9,114	6,6	2,537	14,9	5,734	6,7	5,918	8,5
2008	11,896	7,6	9,284	6,6	2,612	15,4	6,008	6,9	5,888	8,3
2008 1° trim.	11,388	7,2	8,893	6,4	2,495	14,6	5,614	6,5	5,773	8,2
2° trim.	11,602	7,4	9,056	6,5	2,546	14,9	5,790	6,7	5,812	8,2
3° trim.	11,935	7,6	9,316	6,6	2,619	15,5	6,067	7,0	5,868	8,3
4° trim.	12,659	8,0	9,872	7,0	2,787	16,4	6,560	7,6	6,099	8,6
2009 1° trim.	13,767	8,7	10,772	7,6	2,995	17,6	7,307	8,4	6,460	9,0
2008 nov.	12,646	8,0	9,860	7,0	2,786	16,4	6,552	7,5	6,094	8,6
dic.	12,945	8,2	10,103	7,2	2,841	16,7	6,750	7,8	6,195	8,7
2009 gen.	13,360	8,4	10,453	7,4	2,907	17,1	7,039	8,1	6,321	8,9
feb.	13,757	8,7	10,762	7,6	2,995	17,6	7,306	8,4	6,451	9,0
mar.	14,183	8,9	11,100	7,8	3,083	18,1	7,576	8,7	6,607	9,2
apr.	14,579	9,2	11,430	8,0	3,149	18,5	7,836	8,9	6,743	9,4

Fonte: Eurostat.

1) I dati si riferiscono agli Euro 16. I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

2) Nel 2008.

3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.

4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

## FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo <sup>1)</sup>  
(in percentuale del PIL)

## 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese					Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,1	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,8	44,3	11,5	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,4	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,7
2008	44,8	44,6	12,2	9,3	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

## 2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		A carico delle istituzioni dell'UE	
														1
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,1
2008	46,7	42,9	10,1	5,1	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,8

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>4)</sup>							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-1,9	-2,0	-0,2	-0,1	0,4	1,1	20,4	10,1	5,1	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,6	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	-0,2	0,2	-3,6	2,2	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,3	-0,5	-2,6	0,5	-1,9	5,2
2008	-1,2	-0,1	-7,1	-5,0	-3,8	-3,4	-2,7	0,9	2,6	-4,7	1,0	-0,4	-2,6	-0,9	-2,2	4,2

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

1) Dati relativi agli Euro 16. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

## 6.2 Debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>				Altri creditori <sup>3)</sup>
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1999	71,9	2,9	14,4	4,3	50,3	48,7	25,4	13,7	9,6	23,2
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,1	22,1	12,4	9,7	25,1
2001	68,1	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,1	19,4	10,6	10,0	27,9
2003	69,0	2,1	12,4	5,0	49,6	39,4	19,6	11,1	8,7	29,7
2004	69,4	2,2	11,9	5,0	50,4	37,6	18,4	10,8	8,4	31,8
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,1	35,5	17,1	11,2	7,2	34,5
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3	33,8	17,3	9,4	7,1	34,4
2007	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,6	8,6	6,9	33,9
2008	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5	32,2	16,9	8,1	7,1	37,1

### 2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri <sup>5)</sup>	Altre valute
1999	71,9	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,3	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,1	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,6	1,3
2003	69,0	56,9	6,5	5,0	0,6	7,8	61,2	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,1	4,6	14,8	25,5	29,6	69,0	1,0
2006	68,2	55,8	6,5	5,4	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,6	0,6
2007	66,0	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,1	22,5	29,3	65,6	0,4
2008	69,3	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,4	17,5	22,1	29,7	68,8	0,5

### 3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	92,2	67,8	27,5	98,8	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	69,8	51,8	63,7	63,6	27,0	34,2	41,4
2006	87,9	67,6	24,9	95,9	39,6	63,7	106,5	64,6	6,7	63,7	47,4	62,0	64,7	26,7	30,4	39,2
2007	84,0	65,1	25,0	94,8	36,2	63,8	103,5	59,4	6,9	62,1	45,6	59,4	63,5	23,4	29,4	35,1
2008	89,6	65,9	43,2	97,6	39,5	68,0	105,8	49,1	14,7	64,1	58,2	62,5	66,4	22,8	27,6	33,4

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 16. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 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 <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore**

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000	1,0	1,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,8	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	0,5	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,1
2002	2,1	2,6	-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	0,5	0,7	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,4	0,1	3,3
2005	3,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	0,1	-0,4	1,2
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	2,6	2,2	1,1	0,8	-0,2	4,2

**2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito**

Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>9)</sup>											Altro <sup>10)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>11)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	1,0	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0
2001	1,8	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,5
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
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	-3,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2005	3,0	-2,5	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,7	0,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-1,9	3,4	3,1	0,8	0,9	0,7	0,8	0,0	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 16 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) 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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 4° trim.	49,0	48,4	13,4	14,0	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	43,9
2003 1° trim.	42,0	41,5	9,8	12,9	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
2° trim.	45,8	44,3	11,9	12,7	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,4
3° trim.	42,7	42,2	10,8	12,6	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
4° trim.	49,2	48,2	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 1° trim.	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,1
2° trim.	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,8
3° trim.	42,7	42,2	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
4° trim.	49,0	48,0	13,0	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,8
2005 1° trim.	42,0	41,4	9,9	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
2° trim.	44,4	43,8	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,2
3° trim.	43,3	42,6	11,0	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
4° trim.	49,1	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 1° trim.	42,4	41,9	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	38,9
2° trim.	45,5	45,0	12,3	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,2
3° trim.	43,8	43,2	11,5	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
4° trim.	49,4	48,8	14,1	14,3	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 1° trim.	42,1	41,8	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
2° trim.	45,7	45,3	12,8	13,4	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
3° trim.	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
4° trim.	49,8	49,2	14,5	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,7
2008 1° trim.	42,0	41,6	10,6	12,9	14,8	1,7	0,9	0,3	0,2	38,5
2° trim.	44,9	44,6	12,8	12,8	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	40,8
3° trim.	43,1	42,7	11,8	12,5	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
4° trim.	48,8	48,3	13,6	13,6	16,2	3,0	1,1	0,5	0,3	43,7

### 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 4° trim.	50,8	46,3	11,0	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,7	-1,8	1,5
2003 1° trim.	46,8	43,3	10,3	4,5	3,5	24,9	21,4	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,3
2° trim.	47,1	43,5	10,4	4,7	3,4	25,1	21,6	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,3	2,1
3° trim.	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,4	-1,1
4° trim.	51,1	46,3	11,1	5,7	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	3,2	24,9	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
2° trim.	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
3° trim.	46,0	42,6	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,2
4° trim.	50,9	45,7	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 1° trim.	46,8	43,1	10,2	4,6	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
2° trim.	46,1	42,7	10,2	4,9	3,2	24,4	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
3° trim.	45,7	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,5
4° trim.	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,4	1,3
2006 1° trim.	45,2	42,1	10,0	4,5	2,9	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
2° trim.	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	1,0	0,1	3,1
3° trim.	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,6	1,4
4° trim.	50,3	45,0	10,7	5,8	2,7	25,9	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 1° trim.	44,2	41,1	9,8	4,5	2,9	23,9	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
2° trim.	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,2	2,3	0,9	1,2	4,3
3° trim.	45,0	41,2	9,5	4,7	3,0	24,0	20,7	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
4° trim.	50,3	45,1	10,6	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 1° trim.	44,4	41,3	9,7	4,6	2,9	24,0	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,4
2° trim.	45,0	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,5	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,1	3,1
3° trim.	45,3	41,9	9,6	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,3	0,8
4° trim.	51,6	46,5	11,0	6,0	2,8	26,8	22,9	1,4	5,1	3,3	1,8	-2,8	0,0

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

1) Dati relativi agli Euro 16. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

**6.5 Debito e variazione del debito trimestrali <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario <sup>2)</sup>**

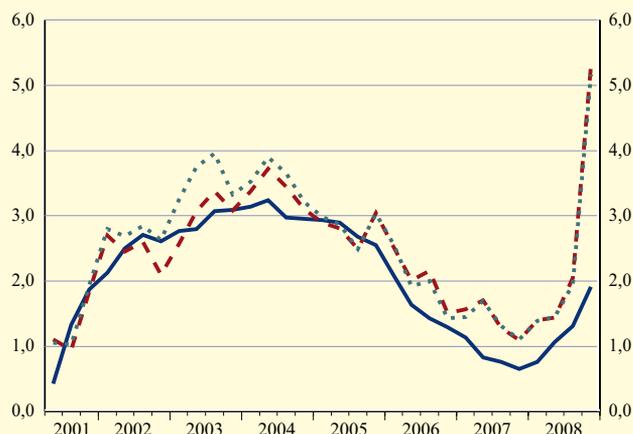
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2006 1° trim.	70,3	2,5	11,7	4,9	51,2
2° trim.	70,3	2,5	11,6	4,8	51,4
3° trim.	69,8	2,5	11,6	4,7	51,0
4° trim.	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3
2007 1° trim.	68,5	2,4	11,4	4,8	49,9
2° trim.	68,6	2,2	11,1	5,1	50,3
3° trim.	67,7	2,1	11,0	5,1	49,4
4° trim.	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 1° trim.	66,8	2,1	11,0	5,0	48,8
2° trim.	67,1	2,1	11,0	4,9	49,1
3° trim.	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
4° trim.	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5

**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
2006 1° trim.	4,9	-2,9	2,0	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,4	-0,4	1,1	5,2
2° trim.	3,2	0,1	3,3	3,3	2,6	0,1	0,4	0,1	0,6	-0,6	2,6
3° trim.	1,2	-1,6	-0,3	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,3	1,0
4° trim.	-2,9	-0,9	-3,8	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8
2007 1° trim.	4,9	-2,1	2,8	1,9	1,0	0,0	0,7	0,2	-0,2	1,1	5,1
2° trim.	3,7	1,2	4,9	4,9	4,0	0,0	0,6	0,3	0,2	-0,2	3,5
3° trim.	-0,5	-1,3	-1,7	-1,7	-2,1	0,1	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,5
4° trim.	-3,5	-0,5	-3,9	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-0,9	-3,4
2008 1° trim.	6,0	-2,5	3,5	3,2	2,1	-0,1	0,9	0,4	-0,1	0,4	6,1
2° trim.	3,7	-0,1	3,7	3,6	2,0	0,2	1,1	0,2	0,1	0,0	3,7
3° trim.	2,1	-2,3	-0,2	-0,9	-1,6	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,2	1,6
4° trim.	9,3	-2,8	6,5	6,5	0,6	3,4	0,8	1,8	0,0	-0,1	9,3

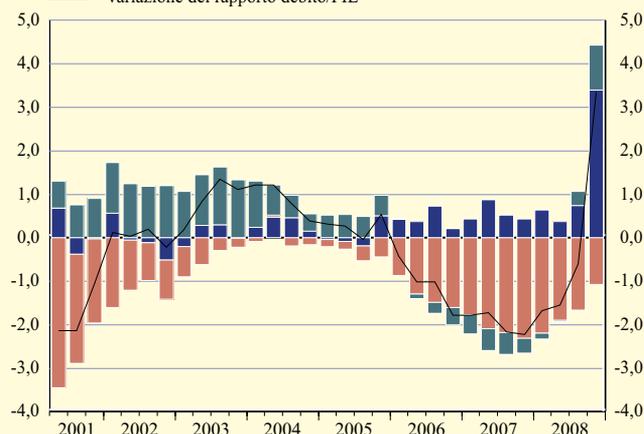
**F29 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito**  
(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

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



**F30 Debito (definizione di Maastricht)**  
(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

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



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

1) Dati relativi agli Euro 16.

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

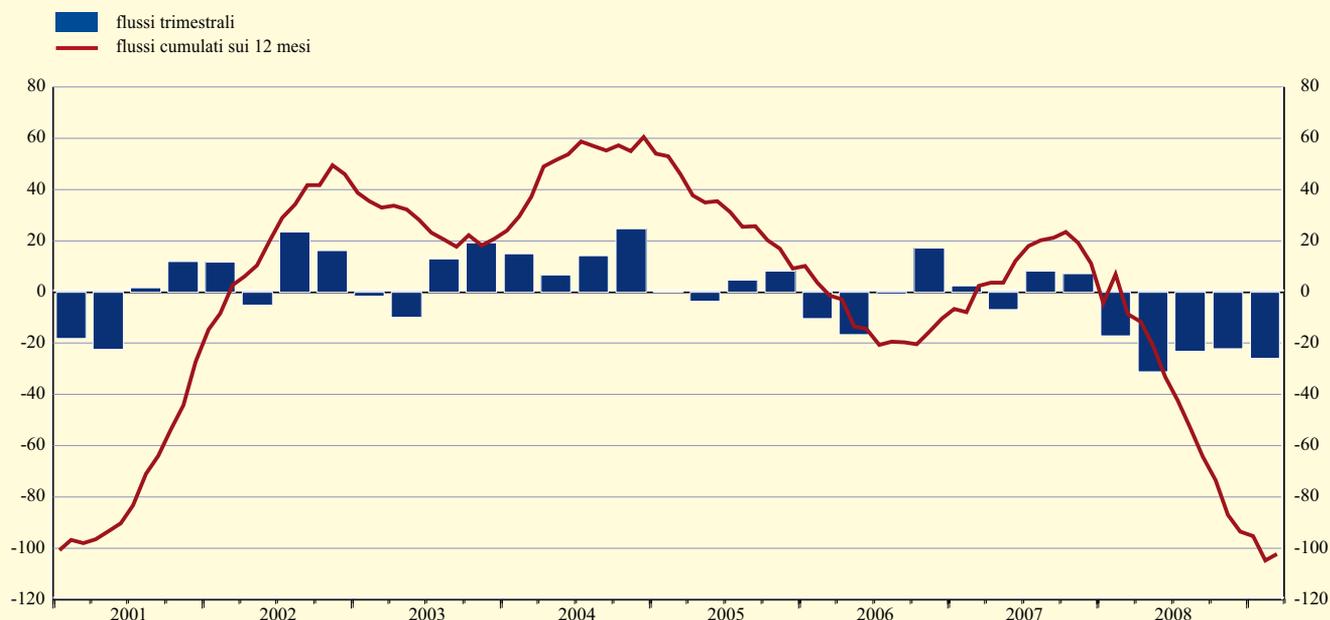
### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2006	-10,5	12,3	43,3	13,6	-79,7	9,2	-1,2	141,4	-157,6	293,7	3,3	2,9	-0,9	-140,2
2007	11,1	46,4	49,2	1,4	-85,9	13,7	24,8	41,2	-92,5	159,7	-67,0	46,0	-5,1	-66,0
2008	-93,6	-6,1	41,7	-32,4	-96,8	12,4	-81,2	313,6	-251,3	439,2	-30,9	160,5	-3,9	-232,4
2008 1° trim.	-17,3	-2,5	10,0	3,4	-28,3	6,0	-11,2	35,5	-75,2	88,6	-22,8	50,0	-5,1	-24,3
2° trim.	-31,1	6,1	13,1	-32,0	-18,3	3,1	-28,0	79,7	-53,4	27,3	-8,9	114,8	0,0	-51,7
3° trim.	-23,1	-9,0	13,4	-3,0	-24,6	1,9	-21,2	61,7	-35,9	121,5	-8,4	-17,2	1,6	-40,4
4° trim.	-22,0	-0,7	5,2	-0,9	-25,7	1,3	-20,7	136,7	-86,7	201,8	9,2	12,8	-0,4	-116,0
2009 1° trim.	-25,9	-6,3	4,5	1,9	-26,0	3,0	-22,9	105,6	-46,6	134,7	10,0	1,9	5,7	-82,7
2008 apr.	-7,5	5,1	2,9	-7,4	-8,1	0,7	-6,8	25,7	-23,0	-17,9	-3,1	73,0	-3,3	-18,9
mag.	-24,0	-1,6	4,1	-21,0	-5,6	1,9	-22,2	39,1	-5,4	1,4	-10,6	50,9	2,7	-16,9
giu.	0,4	2,6	6,1	-3,6	-4,7	0,6	0,9	14,9	-25,1	43,8	4,8	-9,0	0,5	-15,9
lug.	-4,1	0,4	4,3	-0,6	-8,2	0,9	-3,2	48,5	-1,6	29,1	-0,1	23,4	-2,3	-45,3
ago.	-11,5	-7,1	5,0	-1,1	-8,2	0,5	-10,9	0,4	-11,8	19,3	-8,3	-1,1	2,3	10,6
set.	-7,5	-2,3	4,1	-1,2	-8,2	0,5	-7,1	12,8	-22,5	73,1	0,1	-39,5	1,6	-5,7
ott.	-5,1	3,7	1,5	0,6	-10,9	0,0	-5,1	97,3	-10,9	135,3	17,7	-36,8	-8,0	-92,3
nov.	-13,7	-4,0	0,9	-1,5	-9,2	1,5	-12,2	19,6	-53,3	60,2	-5,7	18,8	-0,4	-7,4
dic.	-3,3	-0,4	2,8	-0,1	-5,6	-0,2	-3,4	19,7	-22,5	6,4	-2,9	30,8	7,9	-16,3
2009 gen.	-19,9	-10,1	1,6	-1,7	-9,7	0,7	-19,2	51,2	-15,9	-7,4	5,8	63,3	5,4	-32,0
feb.	-2,1	1,0	1,5	0,5	-5,1	0,9	-1,1	-3,4	-11,8	56,1	3,6	-52,5	1,1	4,5
mar.	-4,0	2,8	1,4	3,0	-11,2	1,4	-2,6	57,8	-18,9	85,9	0,6	-8,9	-0,9	-55,3
apr.	-9,2	4,0	2,3	-6,9	-8,6	2,0	-7,2	2,8	-1,2	-6,0	6,7	3,2	0,1	4,4
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2009 apr.	-104,0	-11,0	35,6	-33,5	-95,0	10,7	-93,3	360,8	-200,9	497,2	11,6	42,6	10,2	-267,5

### F31 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

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

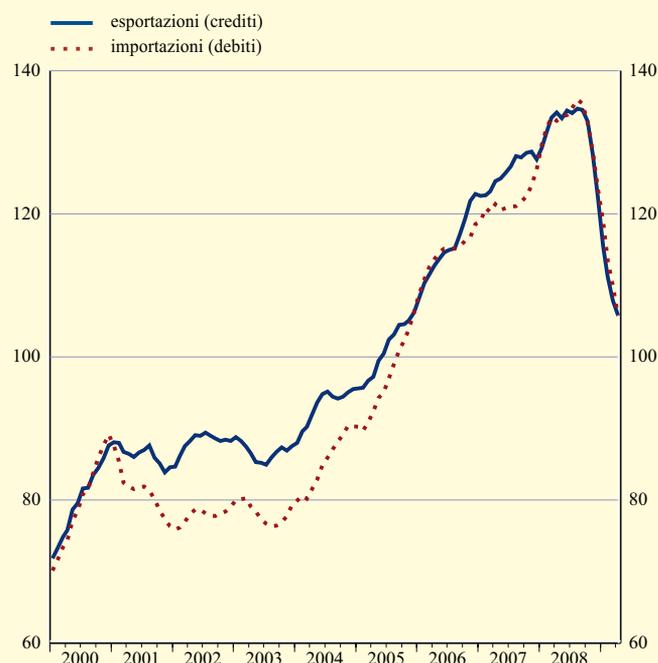
**7.2 Conto corrente e conto capitale**  
(miliardi di euro; transazioni)

**1. Conto corrente e conto capitale: principali voci**

	Conto corrente										Conto capitale				
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Rimesse dei lavoratori 11	12	Rimesse dei lavoratori 13	14	15
2006	2.423,8	2.434,3	-10,5	1.396,8	1.384,5	440,8	397,5	496,4	482,8	89,8	5,4	169,5	17,4	23,9	14,7
2007	2.686,1	2.675,0	11,1	1.513,7	1.467,3	490,3	441,1	592,3	591,0	89,8	6,4	175,7	20,5	25,9	12,2
2008	2.760,3	2.853,9	-93,6	1.579,3	1.585,4	504,0	462,3	588,8	621,2	88,2	6,6	185,0	21,1	25,7	13,3
2008 1° trim.	680,4	697,7	-17,3	390,3	392,7	116,9	106,9	147,1	143,7	26,1	1,6	54,3	5,1	8,9	2,9
2° trim.	709,2	740,4	-31,1	407,8	401,7	126,1	113,0	153,4	185,3	22,0	1,5	40,3	5,3	7,3	4,1
3° trim.	696,6	719,8	-23,1	403,1	412,1	136,2	122,8	143,8	146,7	13,5	1,8	38,1	5,4	4,8	2,9
4° trim.	674,0	696,1	-22,0	378,2	378,9	124,7	119,5	144,5	145,5	26,6	1,7	52,2	5,3	4,8	3,4
2009 1° trim.	570,3	596,2	-25,9	312,3	318,7	108,0	103,5	123,5	121,7	26,5	-	52,4	-	5,4	2,4
2009 feb.	193,1	195,1	-2,1	102,9	101,9	34,4	32,9	39,8	39,3	16,0	-	21,1	-	1,5	0,6
mar.	195,8	199,7	-4,0	111,0	108,3	36,6	35,2	43,4	40,4	4,7	-	15,9	-	2,2	0,8
apr.	185,8	194,9	-9,2	104,0	100,0	36,9	34,6	39,5	46,4	5,4	-	13,9	-	2,8	0,7
	Dati destagionalizzati														
2008 1° trim.	701,6	718,3	-16,7	400,4	400,5	128,1	113,1	151,2	157,5	21,8	-	47,2	-	-	-
2° trim.	702,1	718,9	-16,8	403,4	401,6	126,4	115,7	148,4	154,5	23,9	-	47,1	-	-	-
3° trim.	696,4	719,9	-23,5	403,5	406,4	125,8	116,5	147,8	154,9	19,3	-	42,1	-	-	-
4° trim.	653,4	688,7	-35,3	366,4	370,3	123,3	115,8	141,8	154,0	21,9	-	48,6	-	-	-
2009 1° trim.	592,4	619,6	-27,2	323,7	329,8	119,1	110,4	127,6	134,3	22,0	-	45,1	-	-	-
2008 nov.	220,2	235,8	-15,6	120,9	124,9	42,0	40,1	50,2	55,1	7,1	-	15,7	-	-	-
dic.	205,4	218,2	-12,8	115,1	117,8	39,4	35,7	43,4	48,3	7,5	-	16,4	-	-	-
2009 gen.	203,4	215,7	-12,3	110,1	114,0	41,8	38,0	44,5	48,1	7,0	-	15,5	-	-	-
feb.	197,2	205,1	-7,8	108,3	108,7	38,7	36,1	42,1	45,7	8,1	-	14,6	-	-	-
mar.	191,8	198,8	-7,0	105,3	107,0	38,6	36,3	41,0	40,5	7,0	-	15,0	-	-	-
apr.	187,6	193,5	-5,9	104,0	101,4	38,9	36,0	38,5	41,2	6,2	-	14,9	-	-	-

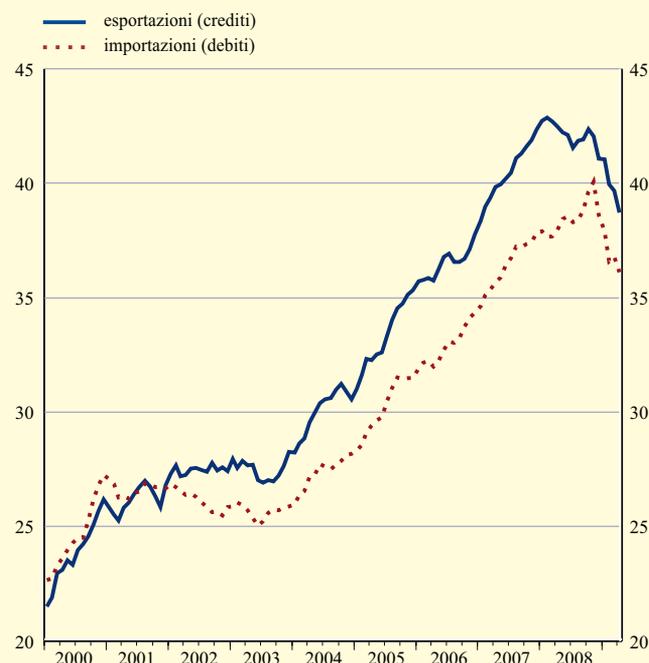
**F32 Conto dei beni**

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



**F33 Conto dei servizi**

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



Fonte: BCE.

## 7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

### 2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni			Su debito			Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
	Crediti	Utili reinvestiti			Debiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
			1	2											3	4
2006	17,4	9,8	478,9	472,9	182,7	41,4	111,5	36,6	20,6	20,2	39,2	99,1	103,6	91,5	132,9	150,6
2007	18,7	10,2	573,6	580,7	207,0	75,0	130,5	38,6	26,1	24,4	45,5	116,1	117,5	113,2	177,5	196,5
2008	19,1	10,4	569,7	610,8	192,3	65,8	126,6	43,3	30,0	25,7	42,8	124,4	123,0	129,3	181,6	204,8
2007 4° trim.	4,9	2,7	147,7	141,4	52,5	13,8	31,2	6,9	7,4	6,5	9,4	20,6	30,7	30,5	47,5	52,5
2008 1° trim.	4,9	2,0	142,2	141,7	50,1	22,2	31,7	15,9	6,8	6,2	9,7	21,0	30,3	31,4	45,3	51,4
2° trim.	4,7	2,6	148,7	182,7	52,0	13,3	34,7	4,6	7,5	6,9	14,4	58,5	30,4	31,4	44,4	51,2
3° trim.	4,6	3,1	139,2	143,6	45,8	18,1	31,9	15,5	7,1	6,1	10,2	23,8	32,0	31,1	44,0	50,7
4° trim.	4,9	2,7	139,7	142,7	44,4	12,2	28,4	7,3	8,6	6,5	8,5	21,0	30,3	35,3	47,9	51,6

### 3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterne all'area dell'euro)						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
	dal 1° trim. 2008 al 4° trim. 2008	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Crediti															
<b>Conto corrente</b>	2.760,3	999,7	60,5	85,8	518,6	277,7	57,1	41,1	35,9	85,2	31,1	57,2	103,4	185,8	404,8	815,9
Beni	1.579,3	542,5	36,4	54,3	233,6	218,1	0,0	22,5	18,6	65,5	23,5	33,8	79,1	91,8	192,6	509,4
Servizi	504,0	171,4	12,9	13,7	110,0	29,0	5,7	7,3	6,8	15,2	5,7	11,3	14,2	50,6	79,8	141,8
Redditi	588,8	222,7	10,4	16,2	162,1	27,4	6,7	11,0	9,8	4,3	1,8	11,8	9,8	36,9	125,4	155,4
da capitale	569,7	216,1	10,3	16,0	160,3	26,6	2,9	11,0	9,7	4,2	1,7	11,7	9,7	29,9	123,6	152,1
Trasferimenti correnti	88,2	63,2	0,8	1,5	13,0	3,2	44,6	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,4	6,5	7,1	9,3
<b>Conto capitale</b>	25,7	22,3	0,0	0,0	1,1	0,2	21,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,4	1,2
	Debiti															
<b>Conto corrente</b>	2.853,9	904,0	47,3	85,1	439,4	228,0	104,1	-	31,8	-	-	100,4	-	180,9	391,2	-
Beni	1.585,4	435,9	30,4	51,5	176,2	177,8	0,0	27,9	14,3	179,3	20,9	55,8	111,9	79,2	143,1	517,1
Servizi	462,3	141,2	8,2	11,7	87,6	33,4	0,2	5,3	6,8	11,2	4,6	8,3	9,4	39,9	95,4	140,2
Redditi	621,2	212,7	7,7	20,6	163,5	11,9	9,0	-	8,9	-	-	35,7	-	55,8	144,1	-
da capitale	610,8	206,6	7,6	20,5	162,0	7,5	9,0	-	8,8	-	-	35,6	-	55,3	143,1	-
Trasferimenti correnti	185,0	114,2	1,0	1,3	12,1	4,9	95,0	1,5	1,8	2,5	0,7	0,6	0,5	6,0	8,7	48,6
<b>Conto capitale</b>	13,3	2,3	0,0	0,1	1,2	0,2	0,8	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	7,6
	Saldo															
<b>Conto corrente</b>	-93,6	95,7	13,2	0,7	79,2	49,7	-47,1	-	4,1	-	-	-43,2	-	4,9	13,6	-
Beni	-6,1	106,6	6,0	2,9	57,3	40,4	0,0	-5,4	4,3	-113,8	2,6	-22,0	-32,8	12,6	49,5	-7,7
Servizi	41,7	30,1	4,7	2,0	22,4	-4,5	5,5	2,0	0,0	4,0	1,1	3,0	4,8	10,7	-15,6	1,6
Redditi	-32,4	10,1	2,7	-4,5	-1,4	15,5	-2,3	-	0,8	-	-	-24,0	-	-18,9	-18,7	-
da capitale	-41,1	9,5	2,7	-4,5	-1,8	19,2	-6,1	-	0,9	-	-	-23,9	-	-25,4	-19,5	-
Trasferimenti correnti	-96,8	-51,1	-0,2	0,3	0,9	-1,6	-50,3	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,6	-1,6	-39,3
<b>Conto capitale</b>	12,4	20,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	20,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	-6,3

Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni e altre variazioni del periodo)

**1. Conto finanziario: principali voci**

	Totale <sup>1)</sup>			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
2004	8.602,5	9.518,4	-915,9	109,5	121,2	-11,7	2.268,7	2.235,4	3.045,0	4.080,2	-37,4	3.045,2	3.202,9	281,0
2005	10.785,2	11.605,3	-820,2	132,3	142,4	-10,1	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.109,1	-21,4	3.805,8	4.052,0	322,5
2006	12.258,8	13.306,1	-1.047,3	143,3	155,6	-12,2	3.131,7	2.728,7	4.371,5	5.866,5	-20,8	4.448,7	4.711,0	327,7
2007	13.750,6	14.915,4	-1.164,9	152,9	165,8	-13,0	3.526,1	3.091,6	4.653,8	6.340,0	-10,2	5.233,5	5.483,9	347,4
2008 3° trim.	13.929,1	15.185,3	-1.256,3	150,5	164,1	-13,6	3.777,4	3.198,8	4.281,0	6.029,1	23,2	5.476,5	5.957,5	370,9
4° trim.	13.126,5	14.847,4	-1.720,9	141,6	160,1	-18,6	3.753,7	3.185,7	3.747,3	5.978,2	19,7	5.222,0	5.683,5	383,9
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
2004	740,8	888,6	-147,8	9,4	11,3	-1,9	99,2	151,2	389,4	494,0	-17,3	295,4	243,4	-25,7
2005	2.182,7	2.086,9	95,7	26,8	25,6	1,2	522,1	209,0	842,5	1.028,9	16,0	760,6	849,1	41,5
2006	1.473,6	1.700,8	-227,1	17,2	19,9	-2,7	340,9	284,3	484,0	757,4	0,6	642,9	659,0	5,2
2007	1.491,8	1.609,3	-117,5	16,6	17,9	-1,3	394,4	362,9	282,3	473,5	10,6	784,7	772,9	19,7
2008 3° trim.	229,7	288,3	-58,6	10,0	12,6	-2,6	112,7	45,7	-151,1	-20,8	27,9	223,2	263,4	17,0
4° trim.	-802,5	-337,9	-464,6	-34,0	-14,3	-19,7	-23,8	-13,0	-533,8	-50,9	-3,5	-254,5	-274,0	13,0
<b>Transazioni</b>														
2005	1.329,2	1.339,4	-10,2	16,3	16,4	-0,1	358,4	152,4	416,2	543,3	17,3	554,9	643,7	-17,7
2006	1.680,0	1.821,4	-141,4	19,6	21,3	-1,7	417,4	259,8	527,6	821,4	-3,3	737,4	740,3	0,9
2007	1.896,7	1.937,9	-41,2	21,1	21,5	-0,5	474,2	381,7	439,5	599,3	67,0	910,9	956,9	5,1
2008	395,2	708,8	-313,6	4,3	7,6	-3,4	351,0	99,7	-14,7	424,5	30,9	24,2	184,7	3,9
2008 3° trim.	135,6	197,3	-61,7	5,9	8,6	-2,7	88,7	52,8	-60,9	60,7	8,4	101,0	83,8	-1,6
4° trim.	-373,1	-236,4	-136,7	-15,8	-10,0	-5,8	50,5	-36,2	-155,3	46,5	-9,2	-259,6	-246,8	0,4
2009 1° trim.	-238,9	-133,3	-105,6	-10,9	-6,1	-4,8	75,0	28,4	-55,0	79,6	-10,0	-243,2	-241,3	-5,7
2008 dic.	-225,5	-205,8	-19,7	.	.	.	8,0	-14,5	-22,1	-15,7	2,9	-206,4	-175,6	-7,9
2009 gen.	-14,3	36,9	-51,2	.	.	.	27,2	11,3	20,8	13,5	-5,8	-51,2	12,1	-5,4
feb.	-110,3	-113,7	3,4	.	.	.	20,4	8,6	-21,0	35,1	-3,6	-104,9	-157,4	-1,1
mar.	-114,3	-56,4	-57,8	.	.	.	27,4	8,6	-54,8	31,0	-0,6	-87,1	-96,1	0,9
apr.	77,9	80,6	-2,8	.	.	.	56,6	55,4	0,4	-5,7	-6,7	27,7	30,9	-0,1
<b>Altre variazioni</b>														
2004	-76,9	97,0	-173,9	-1,0	1,2	-2,2	-69,8	61,8	43,6	76,2	-25,8	-11,7	-41,0	-13,3
2005	853,5	747,5	105,9	10,5	9,2	1,3	163,7	56,5	426,3	485,6	-1,4	205,7	205,4	59,2
2006	-206,4	-120,6	-85,7	-2,4	-1,4	-1,0	-76,5	24,5	-43,6	-63,9	3,9	-94,4	-81,3	4,3
2007	-404,9	-328,5	-76,3	-4,5	-3,7	-0,8	-79,7	-18,8	-157,2	-125,8	-56,4	-126,1	-184,0	14,6
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
2004	-168,8	-96,4	-72,4	-2,1	-1,2	-0,9	-36,0	7,4	-62,3	-50,2	.	-61,2	-53,5	-9,4
2005	369,3	214,4	154,9	4,5	2,6	1,9	86,9	-18,2	136,8	118,1	.	126,9	114,5	18,7
2006	-321,7	-207,9	-113,8	-3,8	-2,4	-1,3	-70,7	11,7	-131,1	-118,0	.	-104,6	-101,5	-15,3
2007	-501,6	-244,1	-257,5	-5,6	-2,7	-2,9	-110,0	27,1	-194,5	-124,1	.	-182,2	-147,1	-14,9
<b>Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi</b>														
2004	102,1	218,6	-116,5	1,3	2,8	-1,5	30,7	25,0	100,3	193,6	-25,8	.	.	-3,1
2005	288,1	327,5	-39,4	3,5	4,0	-0,5	60,7	48,6	186,6	278,9	-1,4	.	.	42,1
2006	297,0	309,5	-12,5	3,5	3,6	-0,1	61,2	39,4	215,7	270,1	3,9	.	.	16,3
2007	156,6	-63,8	220,3	1,7	-0,7	2,4	29,6	12,3	151,7	-76,1	-56,4	.	.	31,6
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
2004	-10,3	-25,2	15,0	-0,1	-0,3	0,2	-64,5	29,4	5,6	-67,2	.	49,5	12,5	-0,8
2005	195,5	205,6	-10,2	2,4	2,5	-0,1	16,0	26,1	102,9	88,6	.	78,8	90,9	-2,2
2006	-181,4	-222,3	40,9	-2,1	-2,6	0,5	-67,0	-26,6	-128,2	-216,0	.	10,2	20,3	3,7
2007	-59,5	-20,7	-38,9	-0,7	-0,2	-0,4	0,6	-58,2	-114,3	74,4	.	56,0	-36,8	-1,9
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,1	9,5	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,6	19,5	-5,8
2006	15,7	15,8	-	.	.	.	15,0	10,6	13,8	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007	15,5	14,5	-	.	.	.	15,2	14,0	10,0	10,1	.	20,5	20,4	1,6
2008 3° trim.	8,2	8,1	-	.	.	.	12,2	8,9	5,3	6,6	.	7,4	9,6	-0,4
4° trim.	2,8	4,8	-	.	.	.	10,1	3,2	-0,6	7,1	.	0,4	3,4	1,1
2009 1° trim.	-3,0	-0,1	-	.	.	.	7,3	1,1	-3,6	6,0	.	-9,3	-6,9	-1,8

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

## 7.3 Conto finanziario

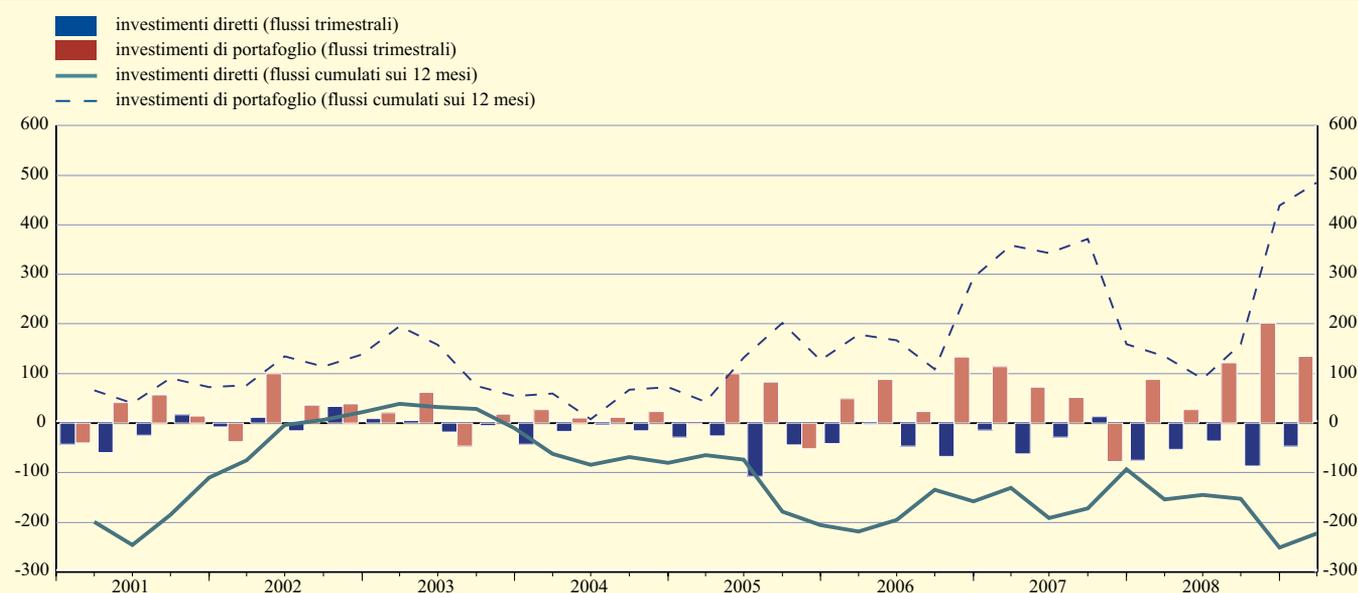
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 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)														
2006	3.131,7	2.540,4	217,4	2.323,0	591,3	2,2	589,1	2.728,7	2.091,9	65,5	2.026,4	636,8	9,7	627,1
2007	3.526,1	2.844,3	246,4	2.597,9	681,9	6,3	675,6	3.091,6	2.343,9	69,1	2.274,8	747,7	14,9	732,8
2008 3° trim.	3.777,4	3.007,4	253,2	2.754,2	770,1	6,7	763,4	3.198,8	2.371,8	65,7	2.306,2	826,9	18,3	808,7
4° trim.	3.753,7	2.970,1	241,2	2.728,8	783,6	6,4	777,2	3.185,7	2.368,9	65,6	2.303,3	816,8	17,1	799,7
Transazioni														
2007	474,2	355,5	24,6	330,9	118,7	-0,1	118,8	381,7	267,4	5,2	262,2	114,3	1,4	112,9
2008	351,0	234,6	15,2	219,4	116,4	-0,2	116,6	99,7	69,0	-1,2	70,2	30,7	1,5	29,2
2008 3° trim.	88,7	65,7	-7,6	73,4	22,9	-0,4	23,3	52,8	30,9	0,8	30,2	21,9	0,5	21,4
4° trim.	50,5	35,0	7,1	28,0	15,5	-0,3	15,8	-36,2	0,7	0,0	0,7	-36,9	-0,2	-36,7
2009 1° trim.	75,0	34,8	7,3	27,5	40,2	2,2	38,1	28,4	20,0	-0,2	20,2	8,4	0,1	8,3
2008 dic.	8,0	7,2	2,2	5,0	0,8	-0,5	1,3	-14,5	2,6	0,5	2,1	-17,1	-0,2	-16,9
2009 gen.	27,2	15,1	5,6	9,5	12,1	1,6	10,5	11,3	6,3	0,6	5,7	5,0	0,4	4,6
feb.	20,4	8,6	0,7	7,9	11,8	0,5	11,4	8,6	5,6	0,4	5,3	2,9	0,1	2,8
mar.	27,4	11,1	1,0	10,1	16,3	0,1	16,2	8,6	8,1	-1,2	9,2	0,5	-0,4	0,9
apr.	56,6	47,9	6,7	41,2	8,8	1,5	7,2	55,4	47,9	0,3	47,6	7,5	0,1	7,4
Tassi di crescita														
2006	15,0	14,6	20,1	14,1	17,1	-2,9	17,2	10,6	12,3	10,2	12,4	5,5	-1,2	5,6
2007	15,2	14,0	11,1	14,3	20,1	-82,4	20,3	14,0	12,8	8,5	12,9	18,0	9,0	18,2
2008 3° trim.	12,2	10,2	1,1	11,1	20,6	11,5	20,7	8,9	6,4	1,0	6,5	17,2	15,6	17,2
4° trim.	10,1	8,3	6,2	8,5	17,1	-4,5	17,3	3,2	3,0	-1,9	3,1	4,1	8,4	4,0
2009 1° trim.	7,2	5,3	5,9	5,2	14,9	-6,5	15,1	1,1	2,0	-2,3	2,1	-1,3	8,1	-1,5

## F34 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									
	1	2	Totale		non IFM		Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario					
			3	4	5	6	IFM		non IFM		12	13	14	15		
							Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche						
7	8	9	10	11	12	13	14	15	16							
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																
2006	4.371,5	1.936,2	127,8	2,8	1.808,4	37,0	2.056,0	875,0	13,0	1.181,0	14,1	379,3	311,6	11,1	67,7	0,2
2007	4.653,8	1.984,7	145,2	2,4	1.839,5	44,6	2.231,5	937,4	15,5	1.294,0	16,9	437,7	350,6	33,9	87,1	0,5
2008 3° trim.	4.281,0	1.510,5	88,2	2,7	1.422,3	39,0	2.287,9	990,8	23,2	1.297,1	19,4	482,6	390,8	55,1	91,9	0,7
4° trim.	3.747,3	1.154,7	70,2	2,9	1.084,5	28,1	2.147,3	957,6	19,2	1.189,7	17,0	445,3	376,8	61,6	68,5	1,2
<b>Transazioni</b>																
2007	439,5	79,5	36,0	-0,4	43,6	5,5	282,5	153,6	3,8	128,9	2,0	77,5	68,5	25,0	9,0	0,3
2008	-14,7	-113,0	-55,4	0,6	-57,6	-0,5	91,1	49,7	6,9	41,4	2,4	7,1	24,9	24,5	-17,8	0,3
2008 3° trim.	-60,9	-51,3	-4,4	0,1	-46,9	0,6	19,9	-0,8	-0,2	20,6	1,1	-29,4	-33,0	-1,2	3,6	-0,2
4° trim.	-155,3	-49,7	-4,0	0,4	-45,6	-1,3	-59,6	-15,3	-4,5	-44,3	-0,5	-46,1	-19,0	-1,8	-27,1	0,2
2009 1° trim.	-55,0	-2,7	-8,0	0,0	5,3	-	-34,4	-20,5	-2,6	-13,8	-	-18,0	-19,3	-4,7	1,4	-
2008 dic.	-22,1	-5,0	-1,7	0,1	-3,3	-	-23,3	-5,2	-1,5	-18,1	-	6,2	9,5	-0,5	-3,3	-
2009 gen.	20,8	7,8	-0,2	0,0	8,0	-	10,9	7,7	-0,7	3,2	-	2,2	1,7	1,0	0,4	-
feb.	-21,0	-8,4	-3,5	0,0	-4,9	-	-12,8	-2,3	0,3	-10,5	-	0,1	-0,3	1,5	0,4	-
mar.	-54,8	-2,1	-4,3	0,0	2,2	-	-32,5	-25,9	-2,2	-6,5	-	-20,2	-20,8	-7,2	0,6	-
apr.	0,4	-1,5	0,1	-0,1	-1,6	-	6,8	-6,9	0,4	13,7	-	-5,0	0,4	1,3	-5,4	-
<b>Tassi di crescita</b>																
2006	13,8	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,1	24,1	15,8	12,5	9,0	21,3	22,2	220,7	20,4	-27,3
2007	10,0	4,0	29,0	-13,1	2,3	14,4	13,8	17,8	30,1	10,8	14,0	20,8	22,5	225,0	13,0	173,4
2008 3° trim.	5,3	-2,4	-26,2	6,6	-0,6	4,4	9,8	10,3	65,0	9,4	19,3	16,9	22,7	146,4	-5,8	-94,1
4° trim.	-0,6	-6,5	-37,8	26,0	-3,9	-1,3	4,1	5,3	26,0	3,3	14,5	1,3	7,0	94,5	-22,7	52,8
2009 1° trim.	-3,5	-4,6	-23,5	19,0	-3,2	-	0,8	0,0	-10,4	1,4	-	-16,9	-13,1	50,2	-33,0	-

**4. Investimenti di portafoglio: passività**

	Totale		Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito							
	1	2	Totale		non IFM		Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
			3	4	5	6	IFM		non IFM		9	10	11	12
							Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche				
7	8	9	10	11	12									
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>														
2006	5.866,5	2.910,8	657,6	2.253,2	2.656,9	953,8	1.705,5	1.019,2	298,8	125,7	173,2	138,0		
2007	6.340,0	3.103,1	754,7	2.348,3	2.917,3	1.128,0	1.789,3	1.113,4	319,6	153,4	166,1	142,5		
2008 3° trim.	6.029,1	2.414,9	715,4	1.699,3	3.152,6	1.150,5	2.001,6	1.253,7	461,6	176,6	285,0	228,4		
4° trim.	5.978,2	2.126,5	680,8	1.445,7	3.275,8	1.165,8	2.110,1	1.383,1	575,8	171,7	404,1	339,3		
<b>Transazioni</b>														
2007	599,3	127,6	76,7	50,6	433,0	229,7	203,4	148,6	38,6	41,1	-2,6	8,1		
2008	424,5	-77,1	93,4	-170,5	281,6	45,1	237,0	197,4	219,9	-6,7	226,6	198,8		
2008 3° trim.	60,7	-73,6	-14,9	-58,8	63,9	10,3	53,7	54,8	70,4	-4,2	74,7	52,3		
4° trim.	46,5	-45,9	17,8	-63,8	-13,0	-42,0	29,0	32,8	105,5	-11,0	116,5	108,7		
2009 1° trim.	79,6	-54,0	-0,9	-53,1	106,2	12,8	93,4	-	27,4	-32,6	60,1	-		
2008 dic.	-15,7	-6,1	-	-	-29,0	-	-	-	19,3	-	-	-		
2009 gen.	13,5	-44,5	-	-	27,8	-	-	-	30,2	-	-	-		
feb.	35,1	-5,9	-	-	35,1	-	-	-	6,0	-	-	-		
mar.	31,0	-3,6	-	-	43,3	-	-	-	-8,7	-	-	-		
apr.	-5,7	-20,2	-	-	-12,4	-	-	-	26,9	-	-	-		
<b>Tassi di crescita</b>														
2006	16,3	12,1	17,5	10,6	22,9	25,9	21,2	15,2	1,5	21,5	-10,0	-11,2		
2007	10,1	4,4	11,4	2,3	16,3	24,3	11,9	14,6	12,7	33,7	-0,2	6,6		
2008 3° trim.	6,6	-2,4	5,6	-5,1	13,0	10,9	14,3	17,8	26,0	19,1	34,3	27,6		
4° trim.	7,1	-3,4	12,8	-8,8	9,9	4,1	13,4	18,1	65,5	-3,7	135,6	144,4		
2009 1° trim.	5,9	-7,6	2,7	-11,7	10,6	3,5	14,8	-	63,2	-24,5	148,4	-		

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche			Altri settori				
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	
															1
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2006	4.448,7	14,1	12,7	1,4	2.937,6	2.874,9	62,8	120,0	14,2	58,2	15,4	1.377,1	187,9	1.062,1	395,6
2007	5.233,5	39,1	37,7	1,4	3.342,5	3.271,4	71,1	107,1	12,7	48,1	13,5	1.744,8	191,1	1.387,7	441,7
2008 3° trim.	5.476,5	34,2	33,2	1,0	3.553,1	3.477,3	75,8	100,8	12,3	39,9	8,7	1.788,5	199,8	1.365,6	371,0
4° trim.	5.222,0	33,5	32,5	1,0	3.284,5	3.226,8	57,7	101,4	12,0	41,2	7,0	1.802,6	190,2	1.388,9	379,7
Transazioni															
2007	910,9	22,0	22,0	0,0	548,3	541,0	7,3	-7,6	-1,4	-7,2	-2,0	348,3	13,7	292,7	38,7
2008	24,2	-4,3	-4,3	0,0	-31,0	-50,0	19,0	-7,0	-1,1	-6,7	-5,9	66,4	13,3	-5,9	-50,7
2008 3° trim.	101,0	-1,9	-1,9	0,0	81,3	81,3	0,0	-8,0	-0,1	-8,8	-8,3	29,6	2,7	6,8	-1,5
4° trim.	-259,6	-2,2	-2,3	0,0	-227,2	-240,8	13,7	-0,3	-0,3	1,0	-1,9	-29,9	-5,6	-23,6	-9,5
2009 1° trim.	-243,2	-8,3	-	-	-229,3	-	-	6,5	-	-	9,0	-12,1	-	-	-6,9
2008 dic.	-206,4	-2,3	-	-	-161,5	-	-	-7,3	-	-	-7,2	-35,3	-	-	-26,1
2009 gen.	-51,2	-2,4	-	-	-52,6	-	-	13,4	-	-	11,3	-9,7	-	-	-3,6
feb.	-104,9	-3,6	-	-	-91,4	-	-	-7,8	-	-	-3,2	-2,2	-	-	-6,3
mar.	-87,1	-2,3	-	-	-85,4	-	-	0,8	-	-	0,9	-0,3	-	-	3,0
apr.	27,7	1,6	-	-	39,6	-	-	-9,9	-	-	-10,2	-3,7	-	-	-7,2
Tassi di crescita															
2006	19,5	-37,6	-40,0	1,6	21,1	21,3	10,7	-5,5	-26,1	-4,3	24,5	20,0	3,4	24,5	8,5
2007	20,5	157,3	173,8	-1,7	18,8	18,9	11,5	-6,4	-9,7	-12,4	-13,1	25,2	7,4	27,3	9,8
2008 3° trim.	7,4	2,0	2,3	0,3	7,6	7,5	10,5	-5,1	-8,9	-13,2	-31,4	7,9	12,5	3,7	-12,5
4° trim.	0,4	-13,6	-14,0	5,0	-0,9	-1,5	27,0	-6,5	-8,6	-14,1	-45,7	3,8	7,0	-0,5	-12,0
2009 1° trim.	-9,4	-47,4	-	-	-13,5	-	-	4,2	-	-	37,8	-1,1	-	-	-16,8

### 6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2006	4.711,0	116,3	116,1	0,2	3.484,8	3.430,4	54,5	51,6	0,0	47,5	4,1	1.058,2	146,8	819,6	91,7
2007	5.483,9	201,7	201,4	0,2	3.938,7	3.871,7	67,0	51,8	0,0	46,6	5,2	1.291,7	158,4	1.024,1	109,3
2008 3° trim.	5.957,5	371,8	371,4	0,3	4.197,0	4.126,6	70,4	52,3	0,0	48,8	3,4	1.336,5	170,0	1.062,0	104,4
4° trim.	5.683,5	481,7	481,5	0,3	3.774,7	3.718,0	56,7	61,3	0,0	57,7	3,6	1.365,8	166,8	1.090,4	108,6
Transazioni															
2007	956,9	91,4	91,4	0,0	635,2	630,4	4,8	-0,9	0,0	-1,8	0,9	231,3	9,9	224,4	-3,0
2008	184,7	280,0	280,0	0,1	-173,3	-191,3	18,0	9,4	0,0	10,8	-1,4	68,6	6,8	62,8	-1,1
2008 3° trim.	83,8	107,8	107,7	0,1	-26,9	-30,9	4,0	2,2	0,0	2,4	-0,1	0,7	1,5	2,8	-3,7
4° trim.	-246,8	110,6	110,7	-0,1	-403,6	-416,9	13,4	8,9	0,0	8,5	0,4	37,3	-3,4	34,4	6,2
2009 1° trim.	-241,3	-81,5	-	-	-118,6	-	-	-1,6	-	-	-	-39,6	-	-	-
2008 dic.	-175,6	11,4	-	-	-173,5	-	-	-0,5	-	-	-	-12,9	-	-	-
2009 gen.	12,1	-59,1	-	-	99,2	-	-	2,1	-	-	-	-30,0	-	-	-
feb.	-157,4	-28,0	-	-	-106,9	-	-	-4,9	-	-	-	-17,6	-	-	-
mar.	-96,1	5,6	-	-	-110,9	-	-	1,3	-	-	-	7,9	-	-	-
apr.	30,9	-28,9	-	-	37,8	-	-	-0,6	-	-	-	22,6	-	-	-
Tassi di crescita															
2006	18,4	22,4	22,4	5,7	16,1	16,1	13,3	3,6	-24,1	4,2	-3,2	27,3	9,8	31,9	17,6
2007	20,4	79,2	79,4	-6,9	18,3	18,5	8,8	-1,6	29,1	-3,6	18,0	21,4	6,7	27,4	-1,5
2008 3° trim.	9,6	126,0	126,3	10,3	7,1	7,1	7,2	-9,6	54,1	-6,0	-42,4	3,0	9,2	4,0	-13,5
4° trim.	3,4	140,9	141,1	20,8	-4,4	-4,9	26,8	18,2	-4,8	23,3	-28,1	5,3	4,3	6,1	-1,3
2009 1° trim.	-6,8	82,5	-	-	-13,6	-	-	16,2	-	-	-	-1,1	-	-	-

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 nel periodo)

**7. Altri investimenti: attività**

	Riserve ufficiali													Per memoria		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti a breve termine di valuta estera
		in miliardi di euro	in milioni di onces			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	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,5	0,0	44,3	-38,5
2008 2° trim.	353,9	207,9	352,314	4,3	4,0	137,7	7,4	24,0	105,6	0,5	89,9	15,2	0,6	0,0	59,7	-59,3
3° trim.	370,9	216,8	350,634	4,6	4,0	145,4	11,6	18,1	117,8	0,5	100,0	17,2	-2,1	0,0	187,3	-185,3
4° trim.	383,9	217,0	349,190	4,7	7,3	154,8	7,6	8,0	129,5	0,6	111,0	17,9	9,7	0,1	262,8	-245,7
2009 mar.	395,7	240,4	349,059	4,8	8,4	142,1	8,4	3,7	129,9	-	-	-	0,1	0,1	155,4	-141,4
apr.	386,3	231,4	347,851	4,8	8,4	141,6	8,2	4,7	128,6	-	-	-	0,1	0,0	130,1	-116,6
mag.	392,2	240,6	347,784	4,6	10,8	136,0	7,9	5,9	121,9	-	-	-	0,4	0,1	103,1	-90,7
<b>Transazioni</b>																
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-
2008	3,9	-2,1	-	-0,1	3,7	2,3	4,9	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-
2008 3° trim.	-1,6	-0,3	-	0,1	-0,2	-1,3	4,5	-7,7	1,7	0,0	1,8	-0,1	0,3	0,0	-	-
4° trim.	0,4	-0,9	-	0,0	3,2	-2,0	0,5	-10,7	7,1	0,0	6,2	0,9	1,1	0,1	-	-
2009 1° trim.	-5,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tassi di crescita</b>																
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-
2008 3° trim.	-0,4	-1,3	-	-1,5	6,1	0,8	51,2	-36,7	6,1	81,6	16,6	-33,3	67,2	-	-	-
4° trim.	1,1	-1,0	-	-2,6	104,7	1,7	66,0	-69,0	10,8	27,7	18,0	-20,7	-26,2	-	-	-
2009 1° trim.	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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
<b>2007</b>	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
<b>Investimenti diretti</b>	434,6	-97,4	-4,0	-32,9	-277,8	217,6	-0,3	23,7	27,0	-11,0	112,6	-67,4	-37,4	-0,2	484,6
All'estero	3.526,1	1.285,8	37,1	82,5	916,2	249,9	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,8
Azioni/utili reinvestiti	2.844,3	1.012,7	32,3	55,2	710,0	215,2	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,4
Debito	681,9	273,1	4,9	27,3	206,2	34,7	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
Nell'area dell'euro	3.091,6	1.383,2	41,2	115,4	1.194,0	32,3	0,3	67,9	3,7	80,1	237,4	751,9	429,0	0,3	138,2
Azioni/utili reinvestiti	2.343,9	1.127,8	33,6	93,7	988,2	12,1	0,2	56,6	0,9	65,7	181,6	552,6	267,8	0,1	90,8
Debito	747,7	255,4	7,6	21,7	205,8	20,2	0,1	11,3	2,7	14,4	55,9	199,3	161,2	0,2	47,4
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	4.653,8	1.371,3	68,2	139,3	995,5	97,8	70,6	82,5	42,0	241,9	132,4	1.493,5	630,2	26,8	633,3
Azioni	1.984,7	415,3	11,4	45,9	335,4	22,1	0,5	20,3	39,5	141,7	115,7	635,1	285,3	1,0	331,0
Strumenti di debito	2.669,2	956,0	56,8	93,4	660,1	75,6	70,1	62,3	2,5	100,2	16,6	858,4	344,9	25,9	302,4
Obbligazioni e note	2.231,5	781,0	52,7	78,2	505,6	75,0	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	713,3	303,1	24,8	272,0
Strumenti di mercato monetario	437,7	174,9	4,0	15,1	154,5	0,6	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	145,1	41,8	1,1	30,4
<b>Altri investimenti</b>	-250,4	-163,9	-155,4	-8,8	122,2	43,5	-165,5	-66,0	-45,3	-31,5	-54,9	-71,1	-91,2	-23,8	297,4
Attività	5.233,5	2.571,9	104,5	72,3	2.242,6	141,7	10,8	23,5	35,0	81,3	266,2	840,1	516,8	57,5	841,1
Amministrazioni pubbliche	107,1	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,7
IFM	3.381,6	1.916,2	86,7	52,1	1.663,5	113,0	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	411,6	353,5	18,7	448,8
Altri settori	1.744,8	634,1	16,9	20,1	568,8	27,5	0,9	8,5	17,9	36,1	108,6	425,4	162,0	0,5	351,6
Passività	5.483,9	2.735,8	259,8	81,0	2.120,5	98,1	176,4	89,5	80,3	112,8	321,1	911,2	608,1	81,3	543,7
Amministrazioni pubbliche	51,8	28,9	0,0	0,3	2,4	0,0	26,2	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,9	3,0
IFM	4.140,4	2.142,4	249,6	58,4	1.660,0	72,6	101,9	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,8	402,1
Altri settori	1.291,7	564,5	10,2	22,4	458,0	25,6	48,3	8,0	18,1	23,3	72,7	379,8	84,1	2,6	138,7
<b>dal 1° trim. 2008 al 4° trim. 2008</b>	Transazioni cumulate														
<b>Investimenti diretti</b>	251,3	83,4	1,1	3,8	52,7	25,7	0,0	4,1	3,7	4,7	8,7	84,4	31,8	0,0	30,5
All'estero	351,0	72,6	2,9	20,8	26,9	22,0	0,0	9,8	3,6	6,1	21,5	107,3	41,1	0,0	89,0
Azioni/utili reinvestiti	234,6	41,5	1,9	8,6	19,3	11,6	0,0	9,3	4,0	4,3	23,1	70,8	29,9	0,0	51,8
Debito	116,4	31,0	0,9	12,2	7,6	10,4	0,0	0,6	-0,4	1,8	-1,5	36,5	11,1	0,0	37,2
Nell'area dell'euro	99,7	-10,8	1,8	17,1	-25,9	-3,8	0,0	5,8	-0,1	1,4	12,8	22,9	9,2	0,0	58,5
Azioni/utili reinvestiti	69,0	-3,8	-0,1	10,9	-16,5	1,9	0,0	3,5	0,2	3,0	4,9	23,3	24,6	0,0	13,3
Debito	30,7	-6,9	1,9	6,2	-9,3	-5,7	0,0	2,3	-0,3	-1,6	7,9	-0,4	-15,4	0,0	45,2
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-14,7	79,9	2,3	-5,7	82,1	0,8	0,5	16,6	0,9	-6,4	-13,1	-54,7	-35,1	-1,8	-0,9
Azioni	-113,0	-14,2	0,2	-6,2	-7,5	-0,8	0,1	7,2	0,2	-26,0	-12,8	-36,5	0,7	0,0	-31,6
Strumenti di debito	98,2	94,1	2,0	0,5	89,5	1,6	0,5	9,4	0,7	19,6	-0,3	-18,2	-35,8	-1,8	30,7
Obbligazioni e note	91,1	93,6	-0,3	0,2	93,4	1,1	-0,8	8,9	0,3	-3,3	1,2	8,4	-41,3	-1,1	24,5
Strumenti di mercato monetario	7,1	0,6	2,3	0,3	-3,9	0,6	1,3	0,5	0,3	23,0	-1,5	-26,6	5,5	-0,7	6,1
<b>Altri investimenti</b>	-160,5	-303,1	10,7	6,5	-384,1	71,4	-7,6	0,3	14,7	40,9	22,8	-225,8	121,0	24,6	144,1
Attività	24,2	-75,4	-12,5	0,2	-143,4	73,0	7,4	3,6	-3,1	17,8	-6,9	-44,2	27,6	-1,1	105,9
Amministrazioni pubbliche	-7,0	-5,8	-0,1	0,3	-6,8	-0,5	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	-1,8
IFM	-35,3	-79,2	-12,9	0,3	-142,0	69,4	6,0	3,0	-5,0	19,9	-5,4	-29,9	11,9	-1,8	51,4
Altri settori	66,4	9,7	0,5	-0,4	5,4	4,1	0,1	0,6	1,9	-2,1	-1,5	-14,3	15,7	0,0	56,4
Passività	184,7	227,7	-23,2	-6,3	240,6	1,6	14,9	3,4	-17,8	-23,1	-29,8	181,6	-93,3	-25,7	-38,2
Amministrazioni pubbliche	9,4	3,8	0,0	-0,1	-1,0	0,0	4,8	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	0,0	5,8	-0,1
IFM	106,7	197,4	-23,8	-8,3	227,6	-2,0	3,9	2,7	-18,5	-23,3	-34,3	186,0	-108,0	-31,4	-63,8
Altri settori	68,6	26,5	0,6	2,1	14,1	3,6	6,2	0,7	0,7	0,1	4,9	-4,6	14,6	-0,1	25,7

Fonte: BCE.

**7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>**

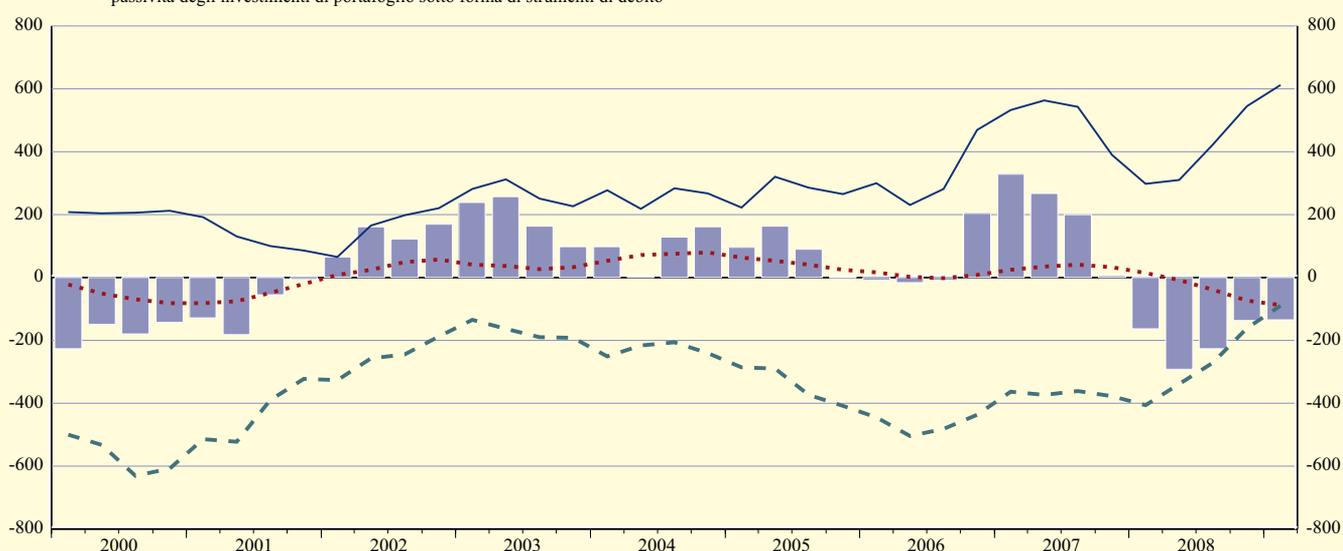
(miliardi di euro; transazioni)

	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		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>2)</sup>	Strumenti di debito <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	7,9	-390,3	264,2	-282,3	237,5	468,9	-225,0	225,8	3,6	-138,5	171,8	204,9
2007	32,4	-451,4	379,2	-182,4	81,9	389,8	-340,9	230,4	-67,3	-64,8	7,0	6,8
2008	-74,1	-336,5	97,5	34,3	-127,6	545,0	-60,3	78,5	-30,8	-231,9	-105,8	-136,0
2008 1° trim.	-9,8	-156,3	91,6	-20,1	18,8	73,2	-68,8	43,2	-22,8	-23,8	-74,6	-85,9
2° trim.	-25,8	-39,2	-9,4	-85,4	-33,9	151,6	0,7	-14,2	-8,8	-52,8	-117,3	-127,1
3° trim.	-19,5	-97,0	52,1	22,8	-69,6	170,1	-21,8	2,9	-8,5	-41,6	-10,2	1,9
4° trim.	-19,0	-44,0	-36,8	117,0	-42,9	150,2	29,7	46,6	9,3	-113,7	96,3	75,0
2009 1° trim.	-22,9	-65,6	28,3	7,1	-50,9	139,1	5,7	-41,2	10,0	-82,7	-73,1	-83,8
2008 apr.	-5,9	9,0	-28,0	-22,2	-44,7	52,9	-3,0	-8,4	-3,0	-20,2	-73,5	-73,9
mag.	-21,1	-23,8	18,2	-44,2	-1,2	37,4	0,9	-5,2	-10,6	-18,0	-67,5	-69,6
giu.	1,2	-24,4	0,4	-19,0	12,0	61,2	2,7	-0,6	4,7	-14,6	23,7	16,4
lug.	-2,5	-38,0	22,9	7,1	-8,2	30,2	-1,7	14,1	-0,1	-44,4	-20,6	-11,8
ago.	-10,6	-21,5	11,1	-2,2	-17,0	33,3	4,8	-9,1	-8,4	9,5	-10,1	-7,8
set.	-6,4	-37,4	18,1	17,9	-44,5	106,6	-25,0	-2,2	0,0	-6,8	20,4	21,6
ott.	-4,4	-6,7	-2,1	80,0	-60,0	91,9	-18,0	43,9	17,7	-93,0	49,4	42,5
nov.	-11,8	-30,5	-20,2	12,4	-0,6	69,5	5,3	15,9	-5,8	-6,1	28,0	11,6
dic.	-2,8	-6,8	-14,5	24,6	17,7	-11,3	42,4	-13,2	-2,6	-14,6	18,9	20,9
2009 gen.	-19,2	-20,0	10,9	-11,6	-62,8	46,1	-3,8	-27,9	5,8	-32,0	-114,5	-120,7
feb.	-1,1	-19,3	8,5	14,9	-2,9	54,9	10,0	-22,5	3,6	4,5	50,6	44,6
mar.	-2,6	-26,3	8,9	3,8	14,8	38,1	-0,5	9,2	0,6	-55,3	-9,3	-7,7
apr.	-7,2	-48,4	55,3	-6,7	-27,4	29,8	13,6	22,1	6,7	4,4	42,1	32,9
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2009 apr.	-88,5	-303,2	117,5	77,0	-180,0	587,8	30,8	24,5	11,7	-266,3	11,3	-27,2

**F35 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM <sup>1)</sup>**

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- attività nette sull'estero delle IFM
- - - saldo di conto corrente e conto capitale
- - - investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- passività degli investimenti di portafoglio sotto forma di strumenti di debito <sup>3)</sup>



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

### 1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica<sup>1)</sup> (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	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)													
2007	11,4	8,9	1.507,4	738,9	326,3	401,3	1.282,6	1.491,3	914,0	234,4	323,2	1.021,0	227,5
2008	3,8	7,4	1.563,0	769,1	333,8	409,7	1.308,0	1.592,9	1.011,3	228,7	327,5	1.023,6	288,1
2008 2° trim.	8,5	11,2	398,3	197,5	84,2	104,8	331,4	405,3	258,9	56,2	82,0	257,9	75,9
3° trim.	5,6	12,5	399,2	198,6	84,2	102,8	331,5	411,4	269,2	58,3	82,3	260,4	85,5
4° trim.	-4,9	-2,4	367,1	175,9	81,0	95,2	305,6	373,6	228,9	55,9	80,5	242,1	55,2
2009 1° trim.	-21,2	-20,8	311,0	148,5	65,6	85,2	260,5	320,7	182,0	48,9	77,8	214,8	35,5
2008 nov.	-11,6	-5,3	119,9	57,4	25,9	31,1	99,1	124,0	75,8	19,0	26,7	80,7	17,4
dic.	-3,6	-5,8	117,6	54,9	27,0	30,6	98,4	118,0	69,7	18,2	26,4	77,7	14,6
2009 gen.	-24,8	-22,6	103,3	48,3	21,2	28,8	86,0	108,6	62,5	16,1	26,0	72,8	11,8
feb.	-23,6	-21,6	103,1	49,5	22,4	28,2	85,9	105,7	60,1	16,4	25,7	70,0	11,2
mar.	-15,4	-18,3	104,6	50,7	22,1	28,3	88,6	106,4	59,4	16,3	26,1	71,9	12,5
apr.	-26,8	-27,6	103,2	.	.	.	86,6	103,5	.	.	.	67,6	.
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2007	8,9	7,3	144,8	141,8	153,2	144,8	142,1	129,3	123,4	143,5	141,9	134,8	107,7
2008	1,6	-0,4	146,9	142,4	156,3	146,3	143,5	128,1	121,6	141,3	141,1	133,6	106,4
2008 2° trim.	7,1	2,3	150,6	147,2	159,0	150,3	147,0	130,9	123,7	141,7	144,7	137,6	102,4
3° trim.	2,7	1,3	148,6	144,8	157,9	146,1	145,0	127,0	121,2	146,2	141,6	135,3	106,5
4° trim.	-7,5	-5,6	136,9	128,9	149,5	135,9	131,8	122,1	114,7	133,8	135,0	122,6	106,6
2009 1° trim.	-21,3	-14,8	118,0	112,2	120,3	123,5	112,6	113,7	105,5	116,3	129,6	110,1	99,1
2008 nov.	-14,1	-8,7	134,0	125,9	143,4	133,3	128,1	120,7	113,0	136,2	133,2	121,6	101,7
dic.	-5,9	-4,7	131,7	121,5	147,7	131,1	126,5	119,5	112,0	126,9	132,1	117,0	109,7
2009 gen.	-24,8	-16,8	117,9	109,2	116,5	126,8	111,8	115,8	108,8	115,9	129,7	111,9	102,0
feb.	-23,6	-15,7	116,8	111,6	123,0	121,1	110,8	112,5	104,6	117,7	128,2	107,9	94,3
mar.	-15,4	-11,8	119,4	115,9	121,5	122,5	115,2	112,9	103,2	115,4	130,7	110,5	101,1
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

### 2. Prezzi<sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) <sup>3)</sup>							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	100,0	100,0	32,2	46,3	17,7	3,8	99,4	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	101,9	0,5	2,7	-0,5	0,9	2,6	0,5	105,9	0,1	2,3	-3,5	0,5	1,6	-0,3
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,3	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2008 3° trim.	105,0	2,9	2,5	-0,4	2,3	45,7	2,7	117,6	10,5	1,5	-3,5	2,3	42,8	1,9
4° trim.	102,7	0,8	2,6	1,3	2,8	-15,9	0,6	106,9	-1,7	0,9	-1,5	3,8	-8,5	0,1
2009 1° trim.	101,4	-1,1	-1,0	1,4	1,5	-31,8	-1,2	101,4	-8,5	-4,0	-0,3	2,7	-28,1	-2,4
2008 dic.	101,0	-0,9	1,4	1,0	2,1	-34,1	-1,0	102,0	-6,6	-0,8	-1,5	3,0	-24,3	-1,6
2009 gen.	101,5	-0,7	0,0	1,2	1,4	-29,4	-0,8	101,4	-7,8	-2,9	-1,1	2,5	-26,3	-2,1
feb.	101,5	-1,0	-1,1	1,4	1,6	-30,9	-1,1	101,7	-8,4	-4,2	-0,1	2,8	-27,9	-2,4
mar.	101,1	-1,6	-1,9	1,5	1,4	-34,6	-1,7	101,1	-9,2	-5,0	0,3	2,7	-30,0	-2,9
apr.	101,0	-1,9	-2,7	1,8	1,3	-35,7	-1,9	.	.	.	.	.	.	.
mag.	102,2	-1,6	.	1,6	.	.	-1,5	.	.	.	.	.	.	.

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione delle "principali categorie di prodotti industriali". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni ed esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non-nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

**7.5 Commercio di beni**

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**3. Scomposizione per area geografica**

	Totale	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
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2007	1.507,4	34,1	55,7	230,9	216,3	67,9	82,3	41,5	195,9	296,1	60,6	34,3	87,6	61,8	137,5
2008	1.563,0	35,0	54,2	221,7	231,4	78,5	86,3	42,8	186,9	308,3	65,7	33,7	100,7	68,3	148,8
2007 4° trim.	384,5	8,6	13,8	58,3	56,1	17,8	20,8	10,9	47,5	76,3	15,9	8,1	22,4	15,7	36,4
2008 1° trim.	398,4	8,9	14,0	57,3	59,1	19,9	21,3	12,3	49,7	79,3	17,1	8,8	24,2	16,3	36,0
2° trim.	398,3	9,1	14,5	58,4	59,7	20,1	22,1	11,3	47,3	77,7	16,8	8,6	25,0	16,6	36,5
3° trim.	399,2	9,1	14,1	56,5	60,3	20,7	21,8	10,8	46,4	76,7	16,0	8,3	26,7	17,9	38,4
4° trim.	367,1	8,0	11,6	49,6	52,3	17,7	21,1	8,4	43,6	74,6	15,7	8,1	24,8	17,5	37,9
2009 1° trim.	311,0	7,4	10,0	42,6	44,1	12,8	19,9	7,7	39,4	65,5	15,4	7,0	23,4	12,8	25,6
2008 nov.	119,9	2,5	3,8	16,0	17,5	5,4	7,0	2,7	14,7	24,7	5,3	2,7	8,2	5,3	12,1
dic.	117,6	2,6	3,4	15,3	15,5	5,6	6,9	2,6	14,0	24,8	4,9	2,7	8,1	6,0	13,0
2009 gen.	103,3	2,6	3,3	14,3	14,9	4,2	6,7	2,5	12,9	20,6	4,7	2,4	7,7	4,2	9,4
feb.	103,1	2,3	3,3	13,9	14,3	4,4	6,6	2,5	12,8	22,1	5,1	2,4	7,8	4,4	8,5
mar.	104,6	2,5	3,4	14,3	14,9	4,2	6,5	2,7	13,7	22,8	5,6	2,2	7,8	4,2	7,7
apr.	103,2	.	.	.	.	4,3	6,5	2,7	12,6	23,6	5,6	2,3	7,8	4,2	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2008	100,0	2,2	3,5	14,2	14,8	5,0	5,5	2,7	12,0	19,7	4,2	2,2	6,5	4,4	9,4
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2007	1.491,3	28,8	52,2	169,6	169,6	102,2	67,2	32,3	131,5	455,6	172,6	59,1	113,4	75,2	93,7
2008	1.592,9	30,2	52,4	165,2	185,5	117,7	69,6	32,2	137,0	477,8	184,2	56,8	139,6	81,0	104,7
2007 4° trim.	385,5	7,1	13,3	42,7	44,1	28,6	16,6	8,2	32,5	114,8	43,5	14,8	31,0	20,3	26,3
2008 1° trim.	402,6	7,4	13,8	43,8	46,5	29,5	16,8	8,5	34,6	121,2	44,9	14,7	34,8	20,2	25,4
2° trim.	405,3	7,7	13,6	42,3	47,3	30,6	17,5	8,5	33,7	120,0	45,3	14,6	36,9	19,9	27,2
3° trim.	411,4	7,9	13,4	42,2	47,9	33,4	17,9	8,1	34,9	123,3	47,5	14,0	37,3	21,1	23,9
4° trim.	373,6	7,2	11,6	37,0	43,8	24,1	17,4	7,0	33,7	113,3	46,5	13,5	30,6	19,7	28,2
2009 1° trim.	320,7	6,9	9,4	31,6	39,3	17,3	16,7	6,6	33,1	98,9	42,4	11,4	23,9	14,9	22,2
2008 nov.	124,0	2,4	3,8	12,1	15,0	7,9	5,8	2,5	11,2	37,7	15,5	4,5	10,1	6,7	9,0
dic.	118,0	2,4	3,5	11,1	13,2	6,9	5,7	2,1	11,5	36,1	15,1	4,4	9,7	6,3	9,6
2009 gen.	108,6	2,3	3,2	10,8	12,9	6,2	5,6	2,1	10,3	34,1	14,7	4,3	8,1	4,9	8,1
feb.	105,7	2,3	3,1	10,4	12,9	5,2	5,5	2,2	10,9	32,2	13,8	3,6	8,3	4,9	7,8
mar.	106,4	2,3	3,1	10,4	13,6	5,9	5,5	2,3	11,8	32,6	14,0	3,6	7,5	5,0	6,2
apr.	103,5	.	.	.	.	5,6	5,6	2,0	9,3	31,3	13,7	3,4	8,0	4,8	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2008	100,0	1,9	3,3	10,4	11,6	7,4	4,4	2,0	8,6	30,0	11,6	3,6	8,7	5,1	6,6
<b>Saldo</b>															
2007	16,1	5,4	3,5	61,3	46,7	-34,3	15,1	9,1	64,3	-159,6	-112,0	-24,8	-25,8	-13,4	43,8
2008	-29,9	4,8	1,8	56,5	45,9	-39,2	16,6	10,6	49,9	-169,5	-118,6	-23,1	-38,9	-12,7	44,1
2007 4° trim.	-1,0	1,5	0,5	15,6	12,0	-10,8	4,3	2,6	15,0	-38,5	-27,6	-6,7	-8,6	-4,6	10,1
2008 1° trim.	-4,2	1,5	0,3	13,5	12,6	-9,6	4,5	3,8	15,1	-41,9	-27,7	-5,9	-10,6	-3,9	10,6
2° trim.	-7,0	1,4	0,8	16,1	12,4	-10,4	4,5	2,8	13,6	-42,3	-28,5	-6,0	-11,9	-3,3	9,3
3° trim.	-12,2	1,2	0,7	14,3	12,4	-12,7	3,9	2,7	11,4	-46,6	-31,5	-5,8	-10,7	-3,2	14,5
4° trim.	-6,5	0,8	0,0	12,6	8,6	-6,5	3,7	1,4	9,9	-38,7	-30,8	-5,4	-5,7	-2,2	9,8
2009 1° trim.	-9,7	0,5	0,6	10,9	4,7	-4,5	3,2	1,1	6,3	-33,4	-27,1	-4,4	-0,5	-2,1	3,4
2008 nov.	-4,1	0,1	0,0	4,0	2,5	-2,5	1,2	0,2	3,6	-13,0	-10,2	-1,8	-2,0	-1,4	3,2
dic.	-0,4	0,2	-0,1	4,2	2,4	-1,3	1,2	0,5	2,5	-11,3	-10,2	-1,7	-1,6	-0,3	3,4
2009 gen.	-5,3	0,3	0,1	3,5	2,0	-2,0	1,1	0,3	2,6	-13,5	-10,0	-1,9	-0,3	-0,7	1,2
feb.	-2,7	0,0	0,2	3,5	1,4	-0,8	1,1	0,3	1,9	-10,0	-8,7	-1,1	-0,4	-0,6	0,7
mar.	-1,8	0,1	0,3	3,8	1,3	-1,7	1,0	0,4	1,9	-9,8	-8,4	-1,4	0,3	-0,8	1,5
apr.	-0,3	.	.	.	.	-1,4	0,9	0,7	3,3	-7,7	-8,1	-1,1	-0,2	-0,6	.

Fonte: Eurostat.

# 8

## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-21						TCE-41	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	103,7	105,0	103,9	102,3	101,4	100,9	110,1	103,9
2007	107,9	109,0	107,8	106,4	104,5	104,4	114,3	107,2
2008	113,0	113,6	110,8	111,5	111,0	109,9	120,0	111,1
2008 2° trim.	116,0	116,7	114,0	114,4	113,6	112,7	122,9	114,1
3° trim.	114,1	114,3	111,1	112,5	112,7	110,5	120,8	111,5
4° trim.	109,1	109,6	106,2	107,8	107,4	107,0	116,7	107,7
2009 1° trim.	111,9	112,2	107,8	108,5	114,0	109,3	120,1	110,5
2° trim.	113,2	113,4	108,3	.	.	.	121,1	111,2
2008 giu.	115,8	116,4	113,4	-	-	-	122,7	113,8
lug.	116,2	116,6	113,3	-	-	-	123,2	113,9
ago.	113,9	114,1	111,0	-	-	-	120,3	111,1
set.	112,0	112,1	108,9	-	-	-	118,7	109,4
ott.	107,9	108,3	105,2	-	-	-	115,4	106,4
nov.	107,1	107,5	104,2	-	-	-	114,5	105,6
dic.	112,4	112,8	109,2	-	-	-	120,3	110,9
2009 gen.	111,9	112,3	108,1	-	-	-	119,9	110,5
feb.	110,4	110,6	106,3	-	-	-	118,6	109,1
mar.	113,3	113,4	108,8	-	-	-	121,6	111,7
apr.	112,5	112,8	107,8	-	-	-	120,5	110,7
mag.	113,0	113,3	108,1	-	-	-	120,9	111,0
giu.	114,0	114,2	108,9	-	-	-	122,0	111,9
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2009 giu.	0,9	0,8	0,7	-	-	-	0,9	0,8
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2009 giu.	-1,6	-1,9	-3,9	-	-	-	-0,6	-1,6

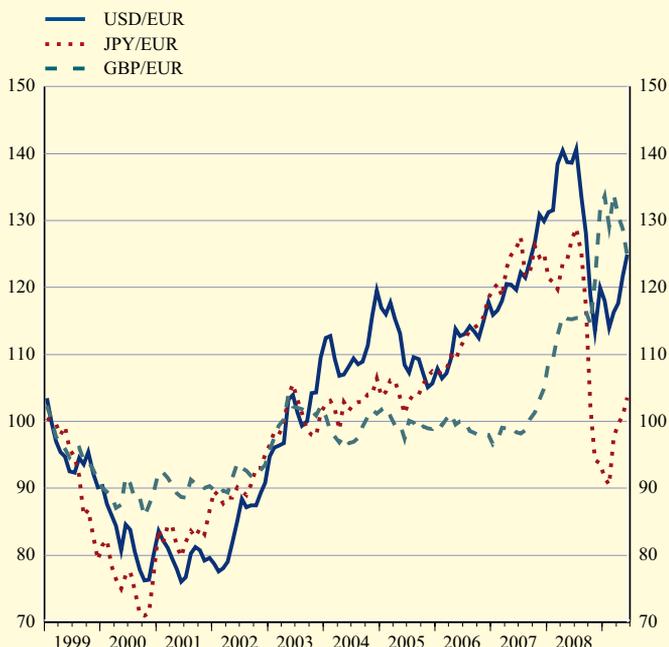
### F36 Tassi di cambio effettivi

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



### F37 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
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
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2008 4° trim.	7,4512	10,2335	0,83907	1,3180	126,71	1,5249	1.796,44	10,2191	1,9588	1,5916	8,9328	1,9606
2009 1° trim.	7,4514	10,9410	0,90878	1,3029	122,04	1,4977	1.847,59	10,1016	1,9709	1,6223	8,9472	1,9648
2° trim.	7,4471	10,7806	0,87883	1,3632	132,59	1,5138	1.747,10	10,5657	2,0050	1,5883	8,8431	1,7917
2008 dic.	7,4503	10,7538	0,90448	1,3449	122,51	1,5393	1.850,06	10,4240	1,9888	1,6600	9,4228	2,0105
2009 gen.	7,4519	10,7264	0,91819	1,3239	119,73	1,4935	1.801,97	10,2687	1,9742	1,6233	9,2164	1,9633
feb.	7,4514	10,9069	0,88691	1,2785	118,30	1,4904	1.843,90	9,9128	1,9411	1,5940	8,7838	1,9723
mar.	7,4509	11,1767	0,91966	1,3050	127,65	1,5083	1.894,48	10,1138	1,9949	1,6470	8,8388	1,9594
apr.	7,4491	10,8796	0,89756	1,3190	130,25	1,5147	1.760,14	10,2229	1,9823	1,6188	8,7867	1,8504
mag.	7,4468	10,5820	0,88445	1,3650	131,85	1,5118	1.710,18	10,5807	1,9939	1,5712	8,7943	1,7831
giu.	7,4457	10,8713	0,85670	1,4016	135,39	1,5148	1.768,80	10,8638	2,0357	1,5761	8,9388	1,7463
	variazione percentuale sul mese precedente											
2009 giu.	0,0	-2,7	-3,1	2,7	2,7	0,2	3,4	2,7	2,1	0,3	1,6	-2,1
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2009 giu.	-0,2	16,0	8,2	-9,9	-18,6	-6,1	10,2	-10,5	-4,3	-0,3	11,9	6,9
	Corona ceca	Corona estone	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno	Kuna croata	Nuova lira turca		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090		
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865		
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064		
2008 4° trim.	25,344	15,6466	0,7090	3,4528	263,36	3,7658	1,9558	3,8165	7,1752	2,0261		
2009 1° trim.	27,601	15,6466	0,7061	3,4528	294,19	4,4988	1,9558	4,2682	7,4116	2,1635		
2° trim.	26,679	15,6466	0,7065	3,4528	285,71	4,4523	1,9558	4,1963	7,3528	2,1410		
2008 dic.	26,120	15,6466	0,7084	3,4528	265,02	4,0044	1,9558	3,9227	7,2245	2,0894		
2009 gen.	27,169	15,6466	0,7043	3,4528	279,86	4,2300	1,9558	4,2354	7,3603	2,1233		
feb.	28,461	15,6466	0,7056	3,4528	298,30	4,6467	1,9558	4,2864	7,4309	2,1280		
mar.	27,231	15,6466	0,7083	3,4528	304,14	4,6210	1,9558	4,2828	7,4430	2,2340		
apr.	26,774	15,6466	0,7093	3,4528	295,26	4,4326	1,9558	4,2041	7,4172	2,1277		
mag.	26,731	15,6466	0,7092	3,4528	281,93	4,4103	1,9558	4,1700	7,3515	2,1251		
giu.	26,545	15,6466	0,7015	3,4528	280,46	4,5084	1,9558	4,2131	7,2954	2,1675		
	variazione percentuale sul mese precedente											
2009 giu.	-0,7	0,0	-1,1	0,0	-0,5	2,2	0,0	1,0	-0,8	2,0		
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2009 giu.	9,2	0,0	-0,2	0,0	15,7	33,6	0,0	15,3	0,7	12,9		
	Real brasiliano <sup>1)</sup>	Yuan renminbi cinese	Corona islandese <sup>2)</sup>	Rupia indiana <sup>3)</sup>	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano <sup>1)</sup>	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sudafricano	Bath thailandese
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2006	2,7333	10,0096	87,76	56,844	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	56,419	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,614	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2008 4° trim.	3,0102	9,0155	261,87	64,007	14.469,21	4,6798	17,1856	2,2829	63,653	35,9649	13,0786	45,904
2009 1° trim.	3,0168	8,9066	-	64,795	15.174,96	4,7259	18,7267	2,4498	62,133	44,4165	12,9740	46,038
2° trim.	2,8245	9,3107	-	66,398	14.334,53	4,8340	18,1648	2,2565	65,097	43,7716	11,5242	47,294
2008 dic.	3,2266	9,2205	290,00	65,146	15.276,62	4,7755	18,0764	2,4119	64,505	37,8999	13,4275	47,107
2009 gen.	3,0596	9,0496	-	64,510	14.802,07	4,7291	18,3762	2,4132	62,354	42,3282	13,1255	46,218
feb.	2,9685	8,7406	-	62,885	15.233,33	4,6466	18,6536	2,4851	60,832	45,8079	12,8005	45,156
mar.	3,0198	8,9210	-	66,803	15.477,84	4,7949	19,1278	2,4527	63,105	45,1451	12,9870	46,667
apr.	2,9197	9,0110	-	66,047	14.552,65	4,7562	17,7645	2,3123	63,462	44,2135	11,8784	46,741
mag.	2,8232	9,3157	-	66,176	14.137,45	4,8057	17,9969	2,2663	64,600	43,5678	11,4475	47,241
giu.	2,7391	9,5786	-	66,919	14.315,40	4,9305	18,6813	2,1967	67,036	43,5553	11,2718	47,844
	variazione percentuale sul mese precedente											
2009 giu.	-3,0	2,8	-	1,1	1,3	2,6	3,8	-3,1	3,8	0,0	-1,5	1,3
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2009 giu.	8,8	-10,7	-	0,5	-0,9	-2,7	16,3	7,6	-2,7	18,4	-8,7	-7,4

Fonte: BCE.

- 1) Per queste valute la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2008. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.
- 2) Il tasso di cambio più recente relativo alla Corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.
- 3) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.

## 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	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IACP											
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,7	2,3
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2008 3° trim.	12,5	6,5	4,6	11,0	15,6	12,0	6,3	4,4	8,2	4,0	4,8
4° trim.	9,0	4,4	3,0	8,7	11,9	9,4	4,2	3,6	6,9	2,7	3,9
2009 1° trim.	5,1	1,5	1,7	3,7	9,0	8,4	2,7	3,6	6,8	2,1	3,0
2009 gen.	6,0	1,4	1,7	4,7	9,7	9,5	2,4	3,2	6,8	2,0	3,0
feb.	5,4	1,3	1,7	3,9	9,4	8,5	2,9	3,6	6,9	2,2	3,2
mar.	4,0	1,7	1,6	2,5	7,9	7,4	2,8	4,0	6,7	1,9	2,9
apr.	3,8	1,3	1,1	0,9	5,9	5,9	3,2	4,3	6,5	1,8	2,3
mag.	3,0	0,9	1,1	0,3	4,4	4,9	3,8	4,2	5,9	1,7	2,2
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,9	-0,5	-0,4	-9,2	-3,9	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,6	4,5	2,7	-0,4	-1,0	-4,9	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,5	-1,5	3,6	-3,0	-4,0	-3,2	-3,4	-3,9	-5,4	2,5	-5,5
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2006	22,7	29,6	31,3	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,8	3,5	9,0	17,0	65,8	44,9	12,7	40,5	44,2
2008	14,1	29,8	33,3	4,8	19,5	15,6	73,0	47,1	13,6	38,0	52,0
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo											
2008 dic.	7,76	4,30	3,50	-	9,03	9,00	8,31	5,70	8,38	2,67	3,37
2009 gen.	7,14	4,21	3,44	-	10,64	13,95	8,76	5,46	9,23	2,80	3,17
feb.	7,09	4,74	3,55	-	11,50	14,50	10,65	5,97	8,42	2,93	3,23
mar.	7,73	5,16	3,44	-	11,32	14,50	11,65	6,22	9,38	2,94	3,00
apr.	7,24	5,25	3,50	-	11,15	14,50	10,63	6,19	9,77	3,18	3,16
mag.	7,08	5,06	3,62	-	11,09	14,50	10,01	6,31	8,32	3,57	3,41
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo											
2008 dic.	7,74	3,89	5,29	7,84	13,94	9,20	11,18	6,38	14,70	2,75	3,20
2009 gen.	7,03	3,14	4,44	7,28	11,86	8,67	9,80	5,49	14,48	2,23	2,32
feb.	6,61	2,50	3,86	6,90	10,65	7,19	-	4,69	14,61	1,52	2,09
mar.	6,58	2,49	3,28	7,11	12,08	7,11	-	4,30	14,49	1,16	1,83
apr.	6,05	2,50	2,94	6,51	12,43	6,94	9,56	4,20	13,61	1,00	1,53
mag.	5,98	2,30	2,67	6,27	13,41	6,81	11,30	4,52	11,23	0,95	1,36
PIL a prezzi costanti											
2007	6,2	6,1	1,6	6,3	10,0	8,9	1,2	6,8	6,2	2,6	2,6
2008	6,0	3,0	-1,2	-3,6	-4,6	3,0	0,6	4,9	7,1	-0,2	0,7
2008 3° trim.	6,8	3,1	-1,7	-3,5	-5,8	2,0	0,3	4,9	9,2	0,2	0,5
4° trim.	3,5	-0,1	-3,7	-9,7	-10,7	-1,3	-2,2	2,6	2,9	-5,1	-1,8
2009 1° trim.	-3,5	-3,4	-4,3	-15,1	-18,6	-11,8	-5,4	1,9	-6,2	-6,4	-4,9
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL											
2007	-27,2	-2,6	0,7	-16,9	-20,6	-12,8	-5,3	-3,6	-12,9	8,5	-2,7
2008	-24,5	-2,2	2,2	-7,7	-11,2	-9,7	-7,6	-4,4	-11,8	7,6	-1,5
2008 3° trim.	-14,2	-3,0	4,1	-6,5	-11,0	-8,4	-9,5	-4,2	-10,9	9,1	-2,1
4° trim.	-28,7	-5,2	2,5	-3,4	-7,0	-2,9	-10,0	-4,9	-8,3	5,5	-1,6
2009 1° trim.	-15,3	4,6	-0,9	1,2	4,1	4,7	1,1	3,2	-3,4	7,3	-3,3
Costo del lavoro per unità di prodotto											
2007	14,2	3,1	4,2	19,8	27,0	10,3	5,2	1,5	.	4,7	1,8
2008	16,2	4,2	6,9	17,5	23,2	10,6	.	5,3	.	2,6	2,6
2008 3° trim.	13,0	4,1	7,7	19,6	24,5	12,0	-	5,2	-	2,0	2,3
4° trim.	17,5	7,9	9,1	13,8	18,5	9,3	-	6,9	-	6,0	3,0
2009 1° trim.	16,1	4,4	.	9,9	3,6	22,5	-	.	-	8,2	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,3	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,6	7,6	6,0	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 3° trim.	5,3	4,3	3,3	6,4	7,5	6,3	7,9	6,9	5,7	6,0	5,8
4° trim.	5,2	4,5	3,8	7,7	10,4	8,4	8,1	6,9	5,8	6,9	6,3
2009 1° trim.	5,6	5,2	4,7	11,1	14,6	13,4	8,9	7,5	.	7,7	7,0
2009 gen.	5,3	4,9	4,4	9,8	13,2	11,5	8,5	7,2	.	7,4	6,8
feb.	5,6	5,2	4,6	11,1	14,6	13,5	8,8	7,5	.	7,7	7,1
mar.	5,9	5,5	5,1	12,4	16,1	15,2	9,3	7,7	.	8,1	7,2
apr.	6,2	5,7	5,5	13,9	17,4	16,8	9,6	7,8	.	8,5	.
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,9	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

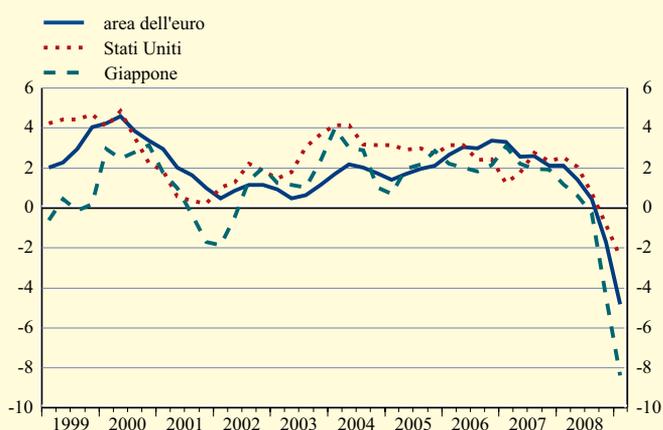
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero (dati di fine periodo)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2005	3,4	2,2	2,9	4,2	5,1	4,3	3,57	4,84	1,2441	-3,3	49,1
2006	3,2	2,8	2,8	2,7	4,6	5,0	5,20	5,41	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,0	1,6	4,6	5,7	5,30	5,35	1,3705	-2,9	49,3
2008	3,8	0,9	1,1	-3,1	5,8	6,7	2,93	4,39	1,4708	-5,9	56,8
2008 2° trim.	4,4	0,2	2,1	-0,9	5,4	6,3	2,75	4,66	1,5622	-5,7	49,6
3° trim.	5,3	1,7	0,7	-3,9	6,1	6,0	2,91	4,69	1,5050	-5,9	52,8
4° trim.	1,6	1,6	-0,8	-8,7	6,9	8,3	2,77	3,71	1,3180	-8,0	56,8
2009 1° trim.	0,0	2,2	-2,5	-14,0	8,1	9,6	1,24	3,03	1,3029	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,84	3,63	1,3632	.	.
2009 feb.	0,2	.	.	-13,3	8,1	9,4	1,24	3,20	1,2785	.	.
mar.	-0,4	.	.	-14,7	8,5	9,4	1,27	3,15	1,3050	.	.
apr.	-0,7	.	.	-14,4	8,9	8,5	1,11	3,17	1,3190	.	.
mag.	-1,3	.	.	-15,2	9,4	9,0	0,82	3,54	1,3650	.	.
giu.	.	.	.	.	.	.	0,62	4,17	1,4016	.	.
Giappone											
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,49	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,98	146,02	-1,6	160,0
2007	0,1	-1,1	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,89	161,25	-2,5	156,1
2008	1,4	1,7	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,67	152,45	.	.
2008 2° trim.	1,4	0,6	0,6	0,8	4,0	2,0	0,92	1,85	163,35	.	.
3° trim.	2,2	1,3	-0,3	-1,4	4,0	2,2	0,90	1,75	161,83	.	.
4° trim.	1,0	4,4	-4,4	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2009 1° trim.	-0,1	.	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,24	122,04	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,53	1,41	132,59	.	.
2009 feb.	-0,1	.	.	-38,4	4,4	2,1	0,64	1,20	118,30	.	.
mar.	-0,3	.	.	-34,2	4,8	2,2	0,62	1,26	127,65	.	.
apr.	-0,1	.	.	-30,7	.	2,7	0,57	1,41	130,25	.	.
mag.	-1,1	.	.	-29,5	.	2,7	0,53	1,38	131,85	.	.
giu.	.	.	.	.	.	.	0,49	1,43	135,39	.	.

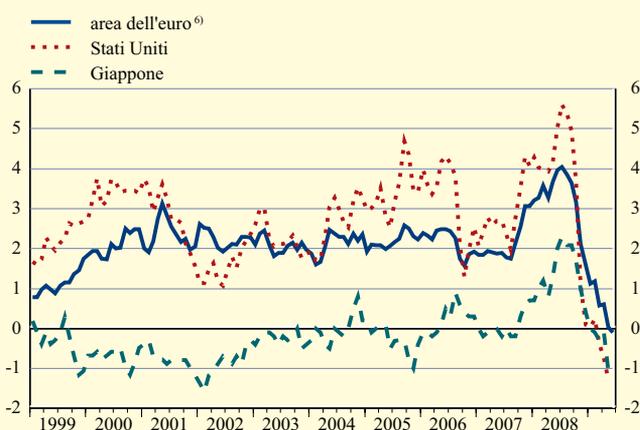
### F38 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F39 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	<b>S12</b>
F2	Contropartite	<b>S12</b>
F3	Componenti degli aggregati monetari	<b>S13</b>
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	<b>S13</b>
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e alle società non finanziarie	<b>S14</b>
F6	Prestiti alle famiglie	<b>S15</b>
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F9	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F11	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	<b>S19</b>
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	<b>S20</b>
F15	Attività totali dei fondi di investimento	<b>S24</b>
F16	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	<b>S35</b>
F17	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	<b>S37</b>
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S38</b>
F19	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S39</b>
F20	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>S40</b>
F21	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	<b>S41</b>
F22	Nuovi depositi con durata prestabilita	<b>S43</b>
F23	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	<b>S43</b>
F24	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	<b>S44</b>
F25	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	<b>S44</b>
F26	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F27	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F28	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	<b>S46</b>
F29	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	<b>S59</b>
F30	Debito (definizione di Maastricht)	<b>S59</b>
F31	Saldi di conto corrente	<b>S60</b>
F32	Conto dei beni	<b>S60</b>
F33	Conto dei servizi	<b>S61</b>
F34	Investimenti diretti e di portafoglio	<b>S61</b>
F35	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	<b>S69</b>
F36	Tassi di cambio effettivi	<b>S72</b>
F37	Tassi di cambio bilaterali	<b>S72</b>
F38	PIL a prezzi costanti	<b>S75</b>
F39	Indici dei prezzi al consumo	<b>S75</b>

## 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:

$$(a) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze corrette al mese  $t$  (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### 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:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (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](http://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:

$$(f) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 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:

$$(h) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti 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:

$$(i) I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$ , cioè  $a_t$ , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, 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<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### 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](http://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 ricchezza 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:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza 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:

$$(m) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze nozionali al mese  $t$ . Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono ri-classificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

## DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 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:

$$(o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

## RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 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 industria-

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](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

li 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. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del con-

to 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:

$$(q) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo 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](http://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](mailto: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 1° luglio 2009.

Tutti i dati relativi al 2009 si riferiscono agli Euro 16 (ovvero all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovacchia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

Le serie statistiche che fanno riferimento alla composizione evolutiva dell'area dell'euro si

basano 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. I dati del 2008 si riferiscono agli Euro 15, ovvero gli Euro 13 più Cipro e Malta, mentre i dati a partire dal 2009 si riferiscono agli Euro 16, ovvero gli Euro 15 più la Slovacchia.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

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. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali (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 depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote

e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

## MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (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 nell'appendice: *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<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

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 stagionalizzati 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 è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i 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 transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari 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 16 (ovvero, gli Euro 15 più la Slovacchia) 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 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

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 emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi 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<sup>3</sup>). 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 corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio

(sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>4</sup>). A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici<sup>5</sup>). La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007<sup>6</sup>). I prezzi alla produzione riflettono i prezzi ex-fabbrica e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime

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. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

6) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 10 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro<sup>7)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>8)</sup>. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli), ad esclusione del carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali. La serie per l'area dell'euro non include Cipro e Malta.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 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 nelle sezioni 6.4 e 6.5,

7) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

8) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

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<sup>9)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 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 non finanziari delle Amministrazioni pubbliche<sup>10)</sup>. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione

patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>11)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>12)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle 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](http://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

9) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

10) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

11) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

12) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

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 investimenti 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 variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla scomposizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella 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. 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 cate-

gories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza fine di lucro. Riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore (c.i.f.) al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici

riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

#### TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati 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-21 è composto dagli 11 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-41 comprende quelli del TCE-21 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Islan-

da, 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. Nella colonna 26 è stato inserito per la prima volta il tasso di cambio della rupia indiana nei confronti dell'euro. I valori precedenti al 1° gennaio 2009 sono tuttavia da considerarsi indicativi.

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

### 11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

### 8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

### 12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

### 6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

### 5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

### 3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2007.

### 7 AGOSTO, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

### 8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 50 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008. In aggiunta, decide di ridurre di 50 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento mar-

<sup>1)</sup> La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2006 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto Annuale della BCE.

ginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, con effetto immediato. Inoltre il Consiglio direttivo decide che, a partire dall'operazione con regolamento il 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali saranno condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, dal 9 ottobre la BCE riduce da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Le due misure resteranno in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio.

#### **15 OTTOBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ampliare ulteriormente lo schema delle garanzie e di accrescere l'erogazione di liquidità. A tal fine, il Consiglio direttivo decide di: a) ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema fino alla fine del 2009; b) di accrescere l'erogazione di rifinanziamento a più lungo termine, con effetto dal 30 ottobre 2008 e fino alla fine del primo trimestre 2009; c) di fornire liquidità in dollari statunitensi mediante *swap* in valuta.

#### **6 NOVEMBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 novembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 50 punti base, rispettivamente al 3,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 12 novembre 2008.

#### **4 DICEMBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifi-

nanziamento principali di 75 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 10 dicembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 75 punti base, rispettivamente al 3,00 e al 2,00 per cento, a decorrere dal 10 dicembre 2008.

#### **18 DICEMBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso che le operazioni di rifinanziamento principali continueranno a essere condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo, oltre il periodo di mantenimento delle riserve che termina il 20 gennaio 2009. Questa misura resterà in vigore per la durata necessaria e almeno fino all'ultima aggiudicazione del terzo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 31 marzo. Dal 21 gennaio il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, che il 9 ottobre 2008 è stato ridotto a 100 punti base intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali, sarà riampliato simmetricamente a 200 punti base.

#### **15 GENNAIO 2009**

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Ha inoltre fissato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,00 per cento e all'1,00 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

#### **5 FEBBRAIO 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale

rimarranno invariati al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

#### **5 MARZO 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, decide di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009. Inoltre, il Consiglio direttivo decide di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

#### **2 APRILE 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 aprile 2009. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,25% e allo 0,25%, con effetto dall'8 aprile 2009.

#### **7 MAGGIO 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di

rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 maggio 2009. Inoltre decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio 2009, e di lasciare invariato allo 0,25 per cento il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. In aggiunta, il Consiglio direttivo della BCE decide di portare avanti la propria linea di maggior sostegno al credito. In particolare, stabilisce che l'Eurosistema condurrà operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo, finalizzate all'immissione di liquidità. Infine, decide in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area.

#### **4 GIUGNO 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre il Consiglio direttivo della BCE stabilisce le modalità tecniche relative all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area, deciso il 7 maggio 2009.

#### **2 LUGLIO 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.





# DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2008

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2008. Per i *Working Paper*, che da gennaio 2009 (dal numero 989 in poi) sono disponibili solo online, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra aprile e giugno 2009. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

## RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 2007*, aprile 2008.

*Rapporto annuale 2008*, aprile 2009.

## RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

*Rapporto sulla convergenza maggio 2008*.

## EDIZIONE SPECIALE DEL BOLLETTINO MENSILE

*10° Anniversario della BCE*, maggio 2008.

## ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

*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.

*I dieci anni del Patto di stabilità e crescita*, ottobre 2008.

*Le fusioni e acquisizioni bancarie transfrontaliere e il ruolo degli investitori istituzionali*, ottobre 2008.

*Il monitoraggio dell'andamento del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro*, novembre 2008.

*Valutazione dei mercati azionari e premio per il rischio azionario*, novembre 2008.

*I dieci anni di Target e l'avvio di Target2*, novembre 2008.  
*Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro*, gennaio 2009.  
*Accumulo di attività estere da parte delle autorità di paesi emergenti*, gennaio 2009.  
*I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa*, febbraio 2009.  
*Una valutazione delle tendenze mondiali in tema di protezionismo*, febbraio 2009.  
*Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti*, aprile 2009.  
*Le revisioni delle stime del PIL nell'area dell'euro*, aprile 2009.  
*Ripartizione per funzione della spesa pubblica nell'Unione Europea*, aprile 2009.  
*Aspettative e conduzione della politica monetaria*, maggio 2009.  
*Cinque anni di appartenenza all'UE*, maggio 2009.  
*Le agenzie di rating: sviluppi e questioni di policy*, maggio 2009.  
*L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro*, luglio 2009.  
*L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007*, luglio 2009.  
*La rotazione dei diritti di voto nel Consiglio direttivo della BCE*, luglio 2009.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

#### **LEGAL WORKING PAPER SERIES**

- 6 *The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law*, di S. Kerjean, giugno 2008.
- 7 *Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects*, di P. Athanassiou e N. Mas-Guix, luglio 2008.

#### **OCCASIONAL PAPER SERIES**

- 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. Capiello, R. A. De Santis e S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 *The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation*, di L. Capiello 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.
- 93 *Russia, EU enlargement and the euro*, di Z. Polański e A. Winkler, agosto 2008.
- 94 *The changing role of the exchange rate in a globalised economy*, di F. di Mauro, R. Ruffer e I. Bunda, settembre 2008.
- 95 *Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems*, del gruppo di esperti del Comitato per le relazioni internazionali sulle sfide per la stabilità finanziaria nei paesi candidati, settembre 2008.
- 96 *The monetary presentation of the euro area balance of payments*, di L. Bê Duc, F. Mayerlen e P. Sola, settembre 2008.
- 97 *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, di F. di Mauro e K. Forster, settembre 2008.
- 98 *Will oil prices decline over the long run?*, di R. Kaufmann, P. Karadeloglou e F. di Mauro, ottobre 2008.
- 99 *The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches*, di A. M. Agresti, P. Baudino e P. Poloni, novembre 2008.
- 100 *Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use*, a cura del Household Finance and Consumption Network dell'Eurosistema, gennaio 2009.
- 101 *Housing finance in the euro area*, a cura di una Task Force del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, marzo 2009.
- 102 *Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications*, di E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabàrbara, aprile 2009.
- 103 *Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets*, di R. Ritter, aprile 2009.
- 104 *Fiscal policy challenger in oil-exporting countries: a review of key issues*, di M. Sturm, F. Gurtner e J. González Alegre, giugno 2009.

#### RESEARCH BULLETIN

*Research Bulletin n. 7*, giugno 2008.

*Research Bulletin n. 8*, marzo 2009.

#### WORKING PAPER SERIES

- 1041 *An economic capital model integrating credit and interest rate risk in the banking book*, di P. Alessandri e M. Drehmann, aprile 2009.
- 1042 *The determinants of public deficit volatility*, di L. Agnello e R. M. Sousa, aprile 2009.
- 1043 *Optimal monetary policy in a model of the credit channel*, di F. De Fiore e O. Tristani, aprile 2009.

- 1044 *The forecasting power of international yield curve linkages*, di M. Modugno e K. Nikolaou, aprile 2009.
- 1045 *The term structure of equity premia in an affine arbitrage-free model of bond and stock market dynamics*, di W. Lemke e T. Werner, aprile 2009.
- 1046 *Productivity shocks and real exchange rates: a reappraisal*, di T. A. Peltonen e M. Sager, aprile 2009.
- 1047 *The impact of reference norms on inflation persistence when wages are staggered*, di M. Knell e A. Stiglbauer, aprile 2009.
- 1048 *Downward wage rigidity and optimal steady-state inflation*, di G. Fagan e J. Messina, aprile 2009.
- 1049 *Labour force participation in the euro area: a cohort-based analysis*, di A. Balleer, R. Gómez-Salvador e J. Turunen, maggio 2009.
- 1050 *Wealth effects on consumption: evidence from the euro area*, di R. M. Sousa, maggio 2009.
- 1051 *Are more data always better for factor analysis? Results for the euro area, the six largest euro area countries and the United Kingdom*, di G. Caggiano, G. Kapetanios e V. Labhard, maggio 2009.
- 1052 *Bidding behaviour in the ECB's main refinancing operations during the financial crisis*, di J. Eisenschmidt, A. Hirsch e T. Linzert, maggio 2009.
- 1053 *Inflation dynamics with labour market matching: assessing alternative specifications*, di K. Christoffel, J. Costain, G. de Walque, K. Kuester, T. Linzert, S. Millard e O. Pierrard, maggio 2009.
- 1054 *Fiscal behaviour in the European Union: rules, fiscal decentralisation and government indebtedness*, di A. Afonso e S. Hauptmeier, maggio 2009.
- 1055 *The impact of extreme weather events on budget balances and implications for fiscal policy*, di E. M. Lis e C. Nickel, maggio 2009.
- 1056 *The pricing of sub-prime mortgage risk in good times and bad: evidence from the ABX.HE indices*, di I. Fender e M. Scheicher, maggio 2009.
- 1057 *Euro area private consumption: is there a role for housing wealth effects?*, di F. Skudelny, maggio 2009.
- 1058 *National prices and wage-setting in a currency union*, di M. Sánchez, maggio 2009.
- 1059 *Forecasting the world economy in the short term*, di A. Jakaitiene e S. Déés, giugno 2009.
- 1060 *What explains global exchange rate movements during the financial crisis?*, di M. Fratzscher, giugno 2009.
- 1061 *The distribution of households' consumption-expenditure budget shares*, di M. Barigozzi, L. Alessi, M. Capasso e G. Fagiolo, giugno 2009.
- 1062 *External shocks and international inflation linkages: a global VAR analysis*, di A. Galesi e M. J. Lombardi, giugno 2009.
- 1063 *Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe*, di A. Popov e P. Roosenboom, giugno 2009.
- 1064 *Does it pay to have the euro? Italy's politics and financial markets under the lira and the euro*, di M. Fratzscher e L. Stracca, giugno 2009.
- 1065 *Monetary policy and inflationary shocks under imperfect credibility*, di M. D. Pariès e S. Moyer, giugno 2009.

#### **ALTRE PUBBLICAZIONI**

*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).

*Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007*, settembre 2008.

*New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, settembre 2008 (disponibile solo online).

*Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation*, settembre 2008 (disponibile solo online).

*Euro money market survey*, settembre 2008 (disponibile solo online).

*EU banking structures*, ottobre 2008 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament*, ottobre 2008 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament*, ottobre 2008 (disponibile solo online).

*A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008*, novembre 2008.

*The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, novembre 2008.

*The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of “legally and operationally located in the euro area”*, novembre 2008 (disponibile solo online).

*Single Euro Payments Area – sixth progress report*, novembre 2008 (disponibile solo online).

*EU banks' liquidity stress-testing and contingency funding plans*, novembre 2008 (disponibile solo online).

*Government finance statistics guide*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Financial Stability Review*, dicembre 2008.

*Covered bonds in the EU financial system*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*The incentive structure of the 'originate and distribute' model*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy, Member of the European Parliament*, gennaio 2009 (disponibile solo online).

*Euro money market study 2008*, febbraio 2009 (disponibile solo online).

*Eurosystem oversight policy framework*, febbraio 2009 (disponibile solo online).

*Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments*, febbraio 2009 (disponibile solo online).

*European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution*, febbraio 2009 (disponibile solo online).

*Guiding principles for bank asset support schemes*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Eurosystem's SEPA expectations*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Housing finance in the euro area*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Manual on investment fund statistics*, maggio 2009 (disponibile solo online).

*EU banks' funding structures and policies*, maggio 2009 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament*, maggio 2009 (disponibile solo online).

*TARGET2 oversight assessment report*, maggio 2009 (disponibile solo online).

*TARGET Annual Report*, maggio 2009 (disponibile solo online).

*The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008)*, maggio 2009.

*Financial Stability Review*, giugno 2009.

#### **OPUSCOLI INFORMATIVI**

*The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks*, aprile 2008.

*La stabilità dei prezzi: perché è importante per te*, giugno 2008.

*A single currency – an integrated market infrastructure*, settembre 2008.

*The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks*, aprile 2009.

*La stabilità dei prezzi: perché è importante per te*, aprile 2009.

## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [*other investment*]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti 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.

**Conti capitale [capital accounts]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non-finanziarie.

**Conto capitale [capital account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [current account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conti finanziari [financial accounts]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

**Conto finanziario [financial account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [yield curve]:** rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]:** i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]:** il debito lordo (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 manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività 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 (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [*industrial production*]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche 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 o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

**Riserve ufficiali [*international reserves*]:** attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Stabilità dei prezzi [*price stability*]:** il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF):** indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione [*write-down*]:** correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]:** medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE nominale dell'euro sono calcolati rispetto a due gruppi di paesi partner: il TCE-21 (comprendente gli 11 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-41 (composto dal TCE-21 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio 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 (prestatore) 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.