BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

BOLLETTINO MENSILE
AGOSTO

01 | 2010
02 | 2010
03 | 2010
EZB EKT EKP
04 | 2010
05 | 2010
06 | 2010
07 | 2010
08 | 2010
09 | 2010
10 | 2010
11 | 2010
12 | 2010

BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Nel 2010 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 500 euro

BOLLETTINO MENSILE
AGOSTO 2010

© Banca centrale europea, 2010

Indirizzo
Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Recapito postale
Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono
+49 69 1344 0

Sito internet
http://www.ecb.europa.eu

Fax
+49 69 1344 6000

Questo Bollettino è stato predisposto sotto la responsabilità del Comitato esecutivo della BCE.

Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.
Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 4 agosto 2010.

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

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

INDICE

EDITORIALE 5

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro 9

Gli andamenti monetari e finanziari 15

Prezzi e costi 52

La produzione, la domanda e il mercato del lavoro 67

I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti 73

Riquadri:

1 Il finanziamento delle IFM dell'area dell'euro tramite l'emissione di titoli di debito 18

2 Risultati dell'indagine di luglio 2010 sul credito bancario nell'area dell'euro 23

3 Andamento del mercato delle obbligazioni garantite e il Programma di acquisto di obbligazioni garantite 34

4 Una valutazione delle carenze patrimoniali accertate dall'esercizio di *stress test* condotto nell'Unione europea 43

5 I conti integrati dell'area dell'euro per il primo trimestre del 2010 45

6 I prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro e la componente degli affitti nello IAPC 53

7 Risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE per il terzo trimestre del 2010 61

8 L'introduzione dell'euro in Estonia il 1° gennaio 2011 75

ARTICOLI

I prezzi del petrolio: fattori determinanti ed effetti sull'inflazione e sulla situazione macroeconomica nell'area dell'euro 81

Andamenti recenti dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro 101

Le statistiche armonizzate della BCE sui fondi di investimento dell'area dell'euro e il loro impiego come strumento di analisi a fini di politica monetaria 117

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO S1

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema I

Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2009 V

Glossario XIII

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

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

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

EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 5 agosto, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha considerato adeguato il livello attuale dei tassi d'interesse di riferimento della BCE e ha pertanto deciso di lasciarli invariati. Tenuto conto dell'insieme delle nuove informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 8 luglio, il Consiglio direttivo continua ad attendersi che, in virtù di pressioni interne modeste, l'evoluzione dei prezzi resti moderata nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria. I dati economici e gli indicatori basati sulle indagini congiunturali suggeriscono un rafforzamento dell'attività nel secondo trimestre del 2010; per il terzo si delinea un quadro migliore delle aspettative. Su un orizzonte di più lungo periodo, alla luce di vari effetti temporanei il Consiglio direttivo seguita ad attendersi un ritmo di crescita economica moderato e ancora discontinuo nell'area dell'euro, a fronte di incertezza. L'analisi monetaria conforta lo scenario di pressioni inflazionistiche ancora contenute nel medio termine, come suggerisce la debole espansione della moneta e del credito. Nel complesso, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione restano saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione resta essenziale.

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

Per quanto riguarda l'analisi economica, dopo una fase di brusca contrazione l'attività nell'area dell'euro risulta in espansione dalla metà del 2009. Nel primo trimestre del 2010 il PIL in termini reali dell'area è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente. I dati economici e gli indicatori basati sulle indagini congiunturali suggeriscono un rafforzamento dell'attività nel secondo trimestre; per il terzo si delinea un quadro migliore delle aspettative. Su un orizzonte di più lungo periodo, tenuto conto degli effetti temporanei il Consiglio direttivo seguita ad attendersi un ritmo di incremento del PIL in termini reali moderato e ancora discontinuo nel corso del tempo e nelle economie nonché nei settori di attività dell'area dell'euro. L'espansione in atto a livello mondiale e il suo impatto sulla domanda nei mercati di esportazione dell'area dell'euro, unitamente all'orientamento accomodante della politica monetaria e alle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario, dovrebbero seguitare a sostenere l'economia dell'area. Ci si attende tuttavia che la ripresa dell'attività sia frenata dal processo di aggiustamento dei bilanci in corso in diversi settori e dalle prospettive per il mercato del lavoro.

Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, le prospettive economiche sono soggette a rischi sostanzialmente bilanciati in un contesto di incertezza. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, l'economia mondiale e il commercio con l'estero potrebbero registrare una ripresa più marcata rispetto alle previsioni correnti, stimolando ulteriormente le esportazioni dell'area dell'euro. In termini di rischi al ribasso persiste la preoccupazione che si manifestino rinnovate tensioni nei mercati finanziari, nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime nonché spinte protezionistiche, oltre a una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Quanto ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica che nell'area dell'euro l'inflazione sui 12

mesi misurata sullo IAPC è aumentata in luglio all'1,7 per cento, dall'1,4 di giugno, con ogni probabilità per effetti base al rialzo connessi alla componente energetica e a quella alimentare. Nei prossimi mesi l'inflazione al consumo dovrebbe continuare a mostrare una certa variabilità attorno al livello corrente. In una prospettiva di più lungo periodo, dovrebbe rimanere nel complesso moderata nel 2011, beneficiando delle modeste pressioni interne sui prezzi. Le aspettative di inflazione a medio-lungo termine continuano a essere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di preservare tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

I rischi per le prospettive sui prezzi sono sostanzialmente bilanciati. Nel medio termine i rischi al rialzo sono connessi soprattutto all'evoluzione dei corsi delle materie prime. Gli incrementi dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati potrebbero inoltre superare le aspettative correnti, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni. Allo stesso tempo, gli andamenti interni dei prezzi e dei costi sono soggetti a rischi contenuti. Nel complesso, il Consiglio direttivo seguirà attentamente la futura evoluzione di tutti gli indicatori di prezzo disponibili.

Passando all'analisi monetaria, il tasso di variazione sui 12 mesi di M3 è diventato positivo, portandosi in giugno allo 0,2 per cento dal -0,1 di maggio. La crescita dei prestiti al settore privato ha registrato un ulteriore lieve incremento sul periodo corrispondente pur restando debole, allo 0,3 per cento. Insieme, questi dati seguitano a confortare la valutazione di un ritmo moderato dell'espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio termine. La dinamica di più breve periodo di M3 e di alcune sue componenti e contropartite ha continuato a essere volatile e ciò potrebbe sicuramente persistere.

Sembra gradualmente attenuarsi l'impatto, in precedenza notevole, della configurazione dei tassi di interesse sulla dinamica della moneta, pur continuando a influenzare il ritmo dell'espansione monetaria di fondo. Ciò comporta una progressiva riduzione dell'impatto sulla crescita effettiva di M3 connesso all'accentuata inclinazione della curva dei rendimenti e alla conseguente allocazione di fondi a favore di depositi e titoli a più lungo termine non inclusi in tale aggregato. Allo stesso tempo, il tasso di incremento sui 12 mesi di M1 ha continuato a diminuire pur restando sostenuto (9,2 per cento in giugno). Tale evoluzione è in parte riconducibile a un certo aumento del costo opportunità di detenere depositi a vista rispetto ad altri depositi a breve termine.

Il tasso di incremento sui 12 mesi dei prestiti bancari al settore privato, tuttora debole, seguita a celare andamenti che si compensano: i prestiti alle famiglie evidenziano una variazione sempre più positiva mentre quelli alle società non finanziarie registrano una stabilizzazione della crescita negativa. Il fatto che questi ultimi reagiscano con un certo ritardo all'evoluzione dell'attività è una normale caratteristica del ciclo economico.

I dati fino a giugno indicano che, dopo l'espansione registrata per qualche mese nella prima parte dell'anno, le dimensioni dei bilanci bancari complessivi non si sono ulteriormente accresciute. Le banche devono dimostrarsi capaci di incrementare la disponibilità di credito al settore non finanziario quando aumenterà la domanda. Ove necessario, per raccogliere tale sfida dovrebbero trattenere gli utili, ricorrere al mercato per rafforzare ulteriormente la propria componente patrimoniale oppure sfruttare appieno le misure di sostegno pubblico a favore della ricapitalizzazione.

In questo contesto, il Consiglio direttivo esprime apprezzamento per le prove di stress predisposte e condotte a livello di UE dal Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS) e dagli organismi nazionali di vigilanza in stretta collaborazione con la BCE. I risultati di tali prove, approfondite e rigorose, confermano la capacità di tenuta dei sistemi bancari dell'UE e dell'area dell'euro nel loro complesso a fronte di gravi shock economici e finanziari. L'esercizio svolto ha anche significativamente accresciuto la trasparenza riguardo alle condizioni finanziarie correnti e all'esposizione ai rischi dei 91 istituti che vi

hanno preso parte. Questo si configura pertanto come un importante progresso in vista di ripristinare la fiducia dei mercati.

Il Consiglio direttivo apprezza inoltre l'impegno assunto dalle autorità nazionali a offrire dispositivi di sostegno alle banche laddove i mezzi del settore privato risultino insufficienti. Situazioni patrimoniali sane, un'efficace gestione del rischio e l'adozione di modelli imprenditoriali solidi e trasparenti sono indispensabili per potenziare la capacità di tenuta delle banche agli shock e assicurare un adeguato accesso ai finanziamenti, gettando le basi per la crescita sostenibile, la creazione di posti di lavoro e la stabilità finanziaria.

In sintesi, l'attuale livello dei tassi d'interesse di riferimento della BCE rimane adeguato. Tenuto conto dell'insieme delle nuove informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 8 luglio, il Consiglio direttivo continua ad attendersi che, in virtù di pressioni interne modeste, l'evoluzione dei prezzi resti moderata nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria. I dati economici e gli indicatori basati sulle indagini congiunturali suggeriscono un rafforzamento dell'attività nel secondo trimestre del 2010; per il terzo si delinea un quadro migliore delle aspettative. Su un orizzonte di più lungo periodo, alla luce di vari effetti temporanei il Consiglio direttivo seguita ad attendersi un ritmo di crescita economica moderato e ancora discontinuo nell'area dell'euro, a fronte di incertezza. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta uno scenario di pressioni inflazionistiche contenute nel medio termine, come suggerisce la debole espansione della moneta e del credito. Nel complesso, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione restano saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione resta essenziale.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, è fondamentale che i programmi di bilancio per il 2011 e gli anni a seguire rispecchino il fermo impegno a ripristinare finanze pubbliche sane. A causa dell'eccezionale deterioramento dei conti pubblici registrato negli ultimi due anni, vi è urgente necessità di attuare strategie credibili di riequilibrio nel medio termine, tese a ristabilire la sostenibilità delle finanze pubbliche e a creare margini di manovra nei bilanci. Gli obiettivi di bilancio dei vari paesi devono, come minimo, rispettare gli obblighi di risanamento previsti dalle rispettive procedure per i disavanzi eccessivi. Il perseguimento di traguardi più ambiziosi, che una serie di paesi dell'area dell'euro ha già fissato, si potrebbe rendere necessario laddove i piani correnti non bastino a conseguire l'obiettivo principale di arrestare e invertire l'incremento del rapporto debito pubblico/PIL. Tutti i paesi devono inoltre precisare misure di aggiustamento credibili incentrate sul lato della spesa, restando comunque pronti ad attuare eventuali misure aggiuntive nei prossimi anni.

Per favorire il processo di risanamento delle finanze pubbliche, promuovere l'adeguato funzionamento dell'area dell'euro e rafforzare le prospettive di una maggiore crescita sostenibile è indispensabile perseguire riforme strutturali di ampia portata. Profonde riforme risultano particolarmente necessarie nei paesi che in passato hanno subito perdite di competitività o che al momento soffrono di disavanzi di bilancio e disavanzi esterni elevati. Le misure dovrebbero assicurare che il processo di contrattazione dei salari ne consenta il flessibile adeguamento alle condizioni di disoccupazione e alle perdite di competitività. Riforme tese a potenziare la crescita della produttività stimolerebbero ulteriormente il processo di aggiustamento di tali economie.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli: il primo valuta l'andamento dei corsi petroliferi e il loro impatto su inflazione e attività economica nell'area dell'euro; il secondo esamina la recente evoluzione degli scambi commerciali su scala mondiale e nell'area dell'euro; il terzo, infine, presenta le nuove statistiche armonizzate della BCE sui fondi di investimento dell'area dell'euro.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

La ripresa dell'economia mondiale sta proseguendo, seppur a un ritmo disomogeneo. Sebbene diverse economie abbiano registrato una crescita robusta nella prima metà del 2010, grazie alle misure di stimolo economico e al ciclo delle scorte, vi sono alcune indicazioni di una attenuazione del ritmo dell'espansione. Le spinte inflazionistiche sono rimaste complessivamente moderate nelle economie avanzate, mentre si sono rafforzate nelle regioni emergenti più dinamiche. I rischi per le prospettive economiche mondiali appaiono sostanzialmente equilibrati.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

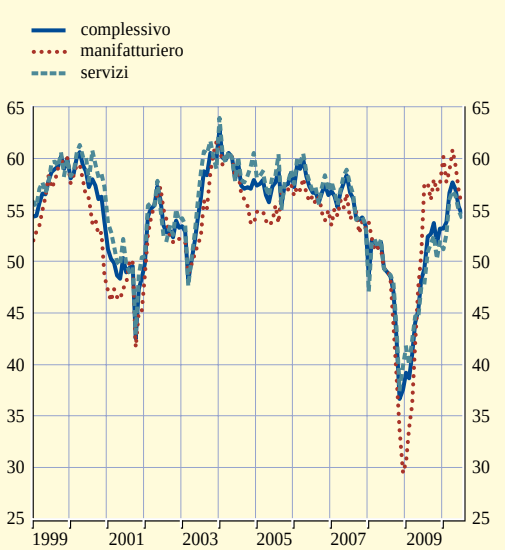
La ripresa dell'economia mondiale sta proseguendo, sostenuta dalle misure di stimolo fiscale e dal ciclo delle scorte, ma il profilo dell'espansione mondiale rimane disomogeneo. Le principali economie avanzate stanno tuttora registrando complessivamente un ampio margine di capacità inutilizzata e solo una crescita modesta, mentre la ripresa dei mercati emergenti è stata molto vigorosa. Vi sono tuttavia alcune indicazioni che il ritmo di espansione nelle economie emergenti in rapida crescita stia iniziando ad attenuarsi verso livelli più sostenibili.

Gli indicatori basati sulle indagini congiunturali suggeriscono che il ritmo dell'espansione economica mondiale, pur rimanendo sostenuto, ha seguitato a moderarsi lievemente. L'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) ha continuato a calare leggermente, scendendo a 54,6 in luglio dal valore medio di 56,7 registrato nei tre mesi precedenti (cfr. figura 1). Tuttavia, tale dato, nettamente al di sopra della soglia tra contrazione ed espansione fissata a 50, rappresenta un valore elevato rispetto alla media degli ultimi dieci anni. Il minore afflusso di nuovi ordini rispetto ai tre mesi precedenti suggerisce inoltre che la crescita dell'attività economica possa aver raggiunto un picco nel secondo trimestre dell'anno. Il rallentamento della crescita mondiale potrebbe inoltre avere delle ripercussioni sulle prospettive dell'interscambio mondiale e pertanto sulla domanda estera dell'area dell'euro nel corso della seconda metà dell'anno.

Gli andamenti dei prezzi mondiali hanno mostrato una tendenza a rispecchiare i profili disomogenei della crescita, con spinte inflazionistiche che restano complessivamente moderate nelle economie avanzate ma che aumentano nelle regioni emergenti più dinamiche. Nell'area OCSE, l'inflazione al consumo è scesa all'1,5 per cento sui 12 mesi a giugno, dal 2,0 per cento registrato in maggio (cfr. figura 2), prevalentemente a causa degli effetti di base legati all'energia. Al netto dei beni alimentari ed energetici, i prezzi al consumo sono saliti dell'1,3 per cento in giugno, con un andamento invariato rispetto al mese precedente. L'indice mondiale PMI relativo al prezzo degli *input* segnala altresì minori pressioni sui prezzi e ha mostrato un'ulteriore moderazione in luglio, scendendo a quota 53,3 dal massimo di 60,9 dell'aprile 2010. Tuttavia, una rilevazione dell'indice superiore a 50 rimane coerente con una dinamica crescente dei prezzi.

Figura 1 PMI sulla produzione mondiale

(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



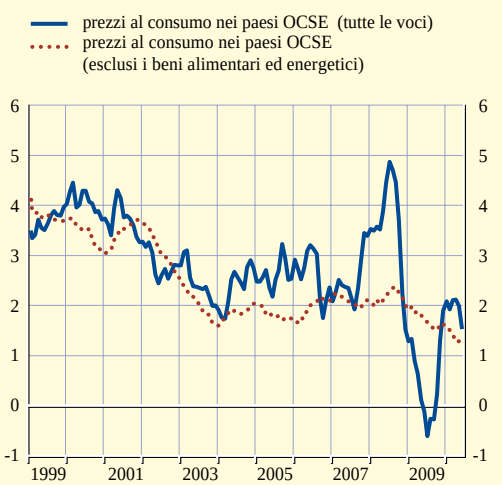
Fonte: Markit.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali ha perso in parte vigore nel secondo trimestre del 2010. La stima preliminare del Bureau of Economic Analysis segnala che nel secondo trimestre di quest'anno il tasso di espansione del prodotto in termini reali è stato pari al 2,4 per cento in ragione d'anno, mentre il dato sulla crescita del primo trimestre è stato rivisto al rialzo dal 2,7 al 3,7 per cento. Sebbene l'incremento della spesa per consumi privati sia diminuito dal primo trimestre, gli investimenti delle imprese private hanno fatto registrare una rapida accelerazione. La crescita del PIL ha inoltre riflesso in parte un contributo positivo delle scorte, nonché dei consumi e degli investimenti pubblici. Per contro, l'espansione è stata frenata da un ampio contributo negativo dell'interscambio commerciale, a causa di una marcata ripresa delle importazioni rispetto alle esportazioni.

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

Per quanto concerne i prezzi, l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa all'1,1 per cento in giugno (dal 2,0 di maggio). Il calo dell'IPC generale è riconducibile a un rallentamento dell'inflazione dei prezzi energetici in giugno. Al netto dei beni alimentari ed energetici, l'inflazione sui 12 mesi è rimasta allo 0,9 per cento in giugno, il tasso più basso dal 1966, rispecchiando la sostanziale debolezza dei mercati dei beni e del lavoro.

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

GIAPPONE

L'economia giapponese ha mostrato ulteriori segnali di ripresa, principalmente per effetto di sostenute esportazioni nette e, in misura minore, di una solida domanda interna. L'elevata crescita in Asia ha continuato ad alimentare le esportazioni, mentre le misure di stimolo fiscale hanno sostenuto la domanda interna. Tuttavia, i dati pubblicati di recente indicano una lieve moderazione dell'attività economica. In particolare, in termini reali le esportazioni sono aumentate sui 12 mesi in giugno, ma a un ritmo minore rispetto a maggio, in parte a causa dell'apprezzamento dello yen. Nel contempo la produzione industriale, pur continuando a registrare nel secondo trimestre del 2010 un tasso di incremento positivo sul periodo precedente, è diminuita su base mensile in giugno.

Per quanto riguarda i prezzi, quelli al consumo sono diminuiti in giugno, ma la deflazione si sta attenuando. L'inflazione misurata sull'IPC si è collocata al -0,7 per cento sui 12 mesi in giugno, a fronte del -0,9 per cento di maggio. Il tasso calcolato al netto delle componenti alimentare ed energetica è stato pari al -1,5 in giugno, contro il -1,6 per cento di maggio. Nella riunione del 10 agosto la Banca

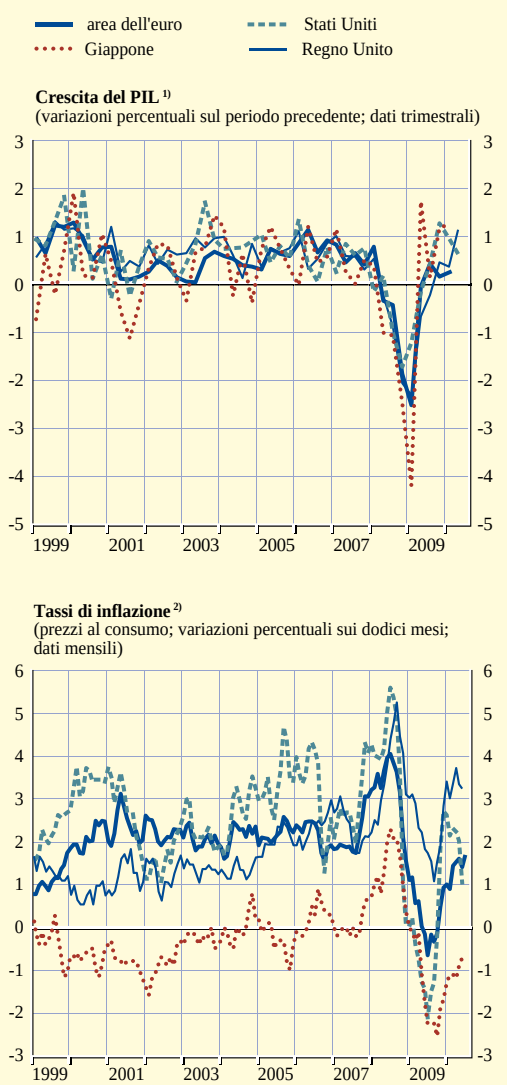
del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,1 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito gli indicatori recenti continuano a suggerire che è in atto una ripresa dell'economia. Nel secondo trimestre il PIL in termini reali è aumentato dell'1,1 per cento rispetto al periodo precedente, dopo aver registrato un'espansione dello 0,3 per cento nel primo trimestre (cfr. figura 3). La ripresa nel secondo trimestre è stata generalizzata a tutti i principali settori economici. I prezzi delle abitazioni hanno continuato la loro tendenza al rialzo in giugno, con l'indice Halifax che è salito del 6,3 per cento sui 12 mesi, sebbene in termini mensili siano calati negli ultimi mesi. In prospettiva, la graduale ripresa dovrebbe proseguire, sorretta dagli effetti ritardati del deprezzamento della sterlina, dalle misure di stimolo monetario e dal miglioramento delle condizioni economiche mondiali. Tuttavia, la crescita della domanda interna dovrebbe continuare a essere frenata dalle condizioni di credito restrittive, dalla correzione dei bilanci delle famiglie e dalla sostanziale contrazione fiscale.

In giugno l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è diminuita al 3,2 per cento, dal 3,4 di maggio. Gli effetti ritardati del deprezzamento della sterlina e l'impatto dell'incremento dell'IVA a decorrere da gennaio 2011 dovrebbero esercitare spinte al rialzo sui prezzi al consumo. Il 5 agosto il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di mantenere invariato allo 0,5 per cento il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali e a 200 miliardi di sterline lo stock previsto dal programma di acquisto di titoli finanziato con l'emissione di riserve della banca centrale.

Figura 3 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono destagionalizzati.
2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

ALTRI PAESI EUROPEI

Nel primo trimestre del 2010 l'attività economica ha continuato a migliorare anche in altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Nel contempo, gli andamenti dell'inflazione evidenziano un quadro contrastante.

In Svezia la crescita del PIL in termini reali è salita all'1,5 per cento nel primo trimestre del 2010, dallo 0,5 per cento del quarto trimestre del 2009. Il mercato del lavoro ha di recente mostrato alcuni segni di stabilizzazione, fornendo ulteriore sostegno alla ripresa economica. In Danimarca il

prodotto è salito dello 0,5 per cento nel primo trimestre, in aumento rispetto allo 0,2 dell'ultimo trimestre dello scorso anno. La ripresa dell'attività economica dovrebbe continuare, seppur solo gradualmente, sotto l'impulso del pacchetto di misure di stimolo fiscale, della bassa inflazione e del miglioramento delle condizioni esterne. In giugno l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è stata pari all'1,6 per cento in Svezia e all'1,7 per cento in Danimarca.

Tra i principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale, solo la Romania ha registrato una crescita negativa del PIL in termini reali nel primo trimestre del 2010 (-0,3 per cento sul periodo precedente). Nel contempo, la crescita ha raggiunto lo 0,9 per cento in Ungheria e lo 0,5 per cento nella Repubblica Ceca e in Polonia. Ad eccezione della Romania, i recenti indicatori del clima di fiducia, della produzione industriale e del commercio segnalano nell'insieme un miglioramento dell'attività. Tuttavia, una serie di fattori – tra cui l'aumento della disoccupazione e le deboli condizioni del credito (soprattutto in Ungheria e Romania) – fanno presagire una perdurante debolezza della domanda interna. In giugno l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC si è collocata all'1,0 per cento nella Repubblica Ceca e al 2,3 per cento in Polonia. Per contro, in Ungheria e Romania è rimasta più elevata, rispettivamente al 5,0 e 4,3 per cento.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

In base alle più recenti evidenze disponibili, l'attività economica nei paesi emergenti dell'Asia è rimasta sostenuta nel secondo trimestre. La forte espansione delle esportazioni e della domanda privata interna sono state le principali determinanti della crescita, mentre la spesa pubblica è diminuita in alcune economie. Nel contempo, vi sono segnali di un lieve rallentamento in atto della crescita in diversi paesi. Dopo essere aumentata nel primo trimestre del 2010, l'inflazione nella regione si è in larga misura stabilizzata nel secondo trimestre.

In Cina, il PIL in termini reali è aumentato del 10,3 per cento sul periodo corrispondente nel secondo trimestre, contro l'11,9 per cento del primo trimestre, segnalando pertanto un lieve raffreddamento dell'economia unitamente a un minore rischio di surriscaldamento. Il graduale ritiro, anche tramite misure amministrative, delle misure di stimolo monetario e fiscale sembra essersi dimostrato efficace nel frenare la spesa pubblica in investimenti fissi e nell'evitare il potenziale ulteriore accumularsi di una bolla speculativa nel mercato immobiliare. La domanda estera si è nettamente ripresa, in parte per effetto del graduale rafforzamento della domanda nelle economie avanzate. Nel contempo, le importazioni sono diminuite leggermente in un contesto di decelerazione degli investimenti domestici, determinando un ampliamento dell'avanzo commerciale in giugno. Le spinte inflazionistiche persistono, ma dovrebbero rimanere contenute in virtù dell'emergere di un eccesso di capacità produttiva in un'economia in fase di raffreddamento. In giugno l'inflazione misurata sull'IPC e sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP) è diminuita rispettivamente al 2,9 e al 6,4 per cento, nel contesto di un rallentamento dell'offerta di credito e moneta.

AMERICA LATINA

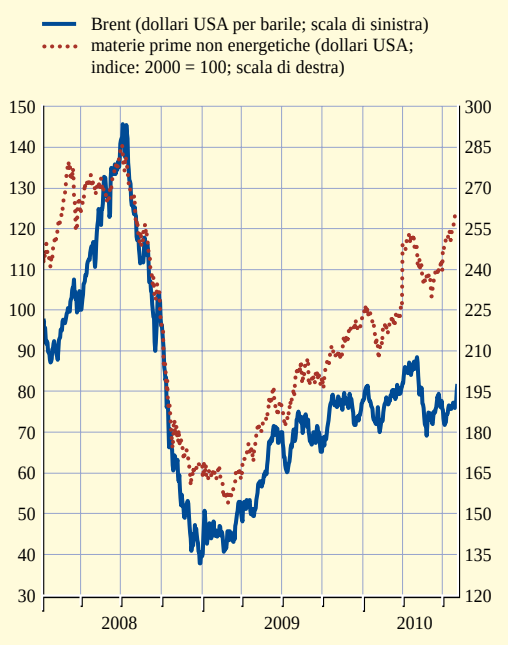
In America latina il ritmo di crescita dell'attività economica è rimasto nel complesso sostenuto, mentre l'inflazione ha mostrato andamenti contrastanti. In Brasile la produzione industriale è aumentata del 14,8 per cento sui 12 mesi in maggio e l'inflazione dei prezzi al consumo si è collocata al 4,8 per cento in giugno. Reagendo alla rapida ripresa dell'attività economica, il 21 luglio il Banco Central do Brasil ha innalzato il tasso di interesse di riferimento di 50 punti base al 10,75 per cento. In Argentina, un raccolto agricolo eccezionale in concomitanza con le misure di stimolo fiscale e gli effetti positivi provenienti dalla rapida crescita del Brasile hanno determinato una forte crescita dell'attività economica negli ultimi mesi. In maggio la produzione industriale è

aumentata del 10,2 per cento sui 12 mesi. Tuttavia, l'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta elevata, con un tasso sui 12 mesi pari all'11 per cento in giugno. Infine, in Messico la produzione industriale è cresciuta dell'8,6 per cento in maggio, mentre le spinte inflazionistiche sono leggermente diminuite, con l'inflazione generale che è scesa al di sotto del 4 per cento nello stesso mese.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi sono aumentati per gran parte del mese di luglio, recuperando il calo registrato all'inizio del mese. Il 4 agosto il greggio di qualità Brent è stato quotato a 81,9 dollari per barile, un livello superiore di circa il 4,6 per cento rispetto agli inizi dell'anno (cfr. figura 4). In prospettiva, gli operatori si attendono una crescita dei prezzi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza nel dicembre 2012 che si collocano a 89,1 dollari per barile.

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

Per quanto riguarda i fondamentali, la domanda di petrolio rimane elevata nei paesi non appartenenti all'OCSE e sta costantemente migliorando nei paesi OCSE, in particolare negli Stati Uniti. L'Agenzia internazionale per l'energia prevede un aumento della domanda mondiale di petrolio dell'1,6 per cento nel 2011, sospinto principalmente da un incremento della domanda nei paesi non appartenenti all'OCSE. Dal lato dell'offerta, la capacità produttiva di petrolio resta ampia e i livelli delle scorte continuano a essere elevati, frenando in parte le pressioni dal lato della domanda sui corsi petroliferi.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati significativamente in luglio. I prezzi dei beni alimentari sono saliti sulla scia di un considerevole rincaro del frumento e anche i prezzi del metallo hanno recuperato quota dai minimi di inizio giugno, in particolare a seguito degli incrementi dei prezzi del rame e del piombo. Verso la fine di luglio l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 17,6 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

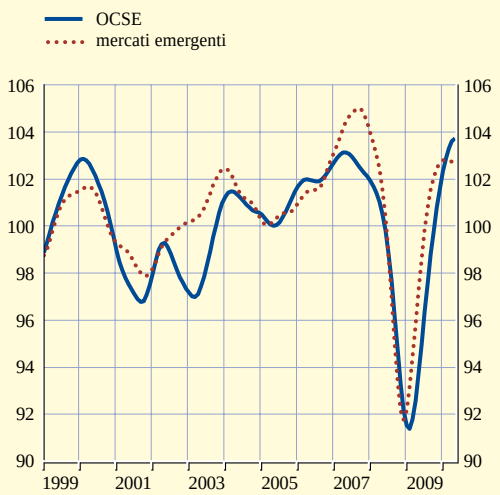
I dati più recenti continuano a indicare che si potrebbe verificare una moderazione della dinamica espansiva nella seconda metà dell'anno man mano che si esaurisce il sostegno proveniente dal ciclo delle scorte e dalle misure di stimolo economico. Gli indicatori anticipatori suggeriscono che la crescita dell'attività economica globale potrebbe aver raggiunto un picco nel secondo trimestre. L'indicatore anticipatore composito dell'OCSE relativo al mese di maggio 2010 segnala una perdurante ma minore espansione nell'area dell'OCSE. Più in particolare, suggerisce un rallentamento

dell'espansione negli Stati Uniti, in Giappone e in Russia e anticipa il raggiungimento di picchi di crescita dell'attività economica nel Regno Unito, in Canada e in alcune delle principali economie emergenti. Di recente anche gli indicatori di fiducia delle principali economie hanno mostrato un raffreddamento, a indicazione di alcune difficoltà per l'espansione economica mondiale nel prossimo futuro.

In un contesto caratterizzato da incertezza, i rischi per l'attività economica mondiale rimangono sostanzialmente equilibrati. Per quel che riguarda i rischi verso l'alto, l'interscambio potrebbe segnare una ripresa più forte di quanto previsto al momento. Quanto ai rischi verso il basso, sussistono timori relativi all'emergere di rinnovate tensioni sui mercati finanziari, a un ulteriore incremento dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime, a spinte protezionistiche e alla possibilità di una correzione disordinata degli squilibri mondiali.

Figura 5 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili; corretti per l'ampiezza)



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

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I tassi di crescita sui 12 mesi di M3 e dei prestiti delle IFM al settore privato hanno registrato un incremento in giugno, ma sono rimasti deboli. L'impatto frenante della pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti sulla crescita di M3 è in fase di graduale attenuazione. In tale contesto, permane tuttora la valutazione di un'espansione monetaria di fondo moderata e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo. La crescita modesta dei prestiti delle IFM al settore privato continua a celare un incremento moderatamente positivo dei prestiti alle famiglie e una variazione negativa di quelli alle società non finanziarie, ancorché su un livello invariato. Infine, i dati disponibili fino a giugno sulle principali attività delle IFM mostrano che la dimensione complessiva dei bilanci bancari si è stabilizzata.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

In giugno il tasso di incremento sui 12 mesi di M3 è diventato lievemente positivo dopo quattro mesi di rilevazioni negative, collocandosi allo 0,2 per cento (cfr. figura 6). Sempre in giugno si è registrato un notevole afflusso rispetto al mese precedente, che ha determinato un ulteriore aumento del tasso di incremento sui 6 mesi espresso in ragione d'anno. Persiste ancora, però, la volatilità che ha caratterizzato nei trimestri recenti gli andamenti di più breve periodo di M3 e di alcune delle sue componenti e contropartite. L'aumento del tasso di crescita sui 12 mesi di M3 è riconducibile prevalentemente a ingenti flussi positivi verso i contratti pronti contro termine in seguito al regolamento di operazioni tramite controparti centrali.

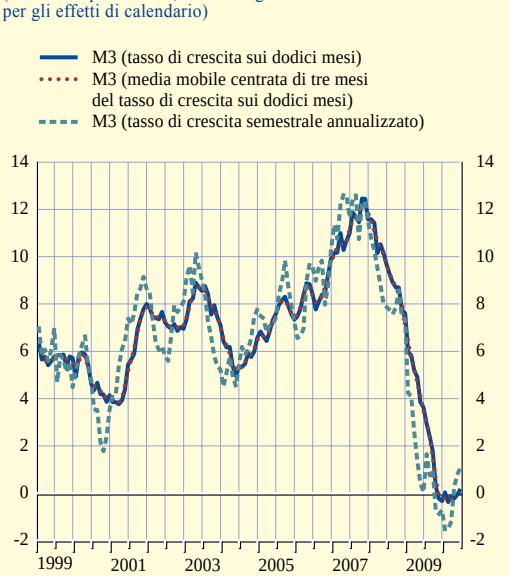
Nel complesso, gli andamenti di M3 continuano a essere ascrivibili, in qualche misura, all'impatto della configurazione dei tassi di interesse. A causa dell'inclinazione ancora accentuata della curva dei rendimenti, che comporta una remunerazione relativamente elevata delle attività fruttifere non monetarie, vi continuano ad essere incentivi all'allocazione di nuovi fondi al di fuori di M3; questo effetto, tuttavia, si sta gradualmente attenuando. La crescita complessiva di M3 continua pertanto a sottostimare il ritmo dell'espansione monetaria di fondo, sebbene in misura minore.

Dal lato delle componenti, la crescita complessiva di M3 ha seguitato a celare differenze sostanziali tra un incremento sui 12 mesi di M1 vigoroso, ma in calo, e una variazione negativa, ma in miglioramento, sia dei depositi a breve termine sia degli strumenti negoziabili. Sul fronte delle contropartite, l'aumento sui 12 mesi dei prestiti al settore privato è rimasto debole, continuando a nascondere divergenze tra la moderata crescita positiva dei prestiti alle famiglie e la variazione negativa di quelli alle società non finanziarie.

I dati fino a giugno riguardanti le principali attività delle IFM mostrano che la dimensione complessiva dei bilanci bancari si è stabilizzata

Figura 6 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

a seguito degli aumenti osservati dal volgere dell'anno. L'andamento riflette una contrazione mensile del credito tra IFM, compensato dall'aumento della attività nei confronti dell'Eurosistema e dei prestiti al settore privato dell'area dell'euro.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In giugno, la debole crescita sui 12 mesi di M3 ha continuato a celare differenze nei livelli di espansione delle sue diverse componenti che, nonostante la tendenza a ridursi nei mesi recenti, rimangono considerevoli. Infatti, il tasso di incremento di M1 è rimasto sostenuto, nonostante il graduale calo dei trimestri recenti. Allo stesso tempo, i tassi di crescita sui 12 mesi degli strumenti negoziabili e dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* hanno continuato a essere considerevolmente negativi, nonostante il parziale recupero registrato di recente.

Il tasso di crescita sui 12 mesi di M1 è ulteriormente diminuito, al 9,2 per cento in giugno, dal 10,3 per cento in maggio, per effetto di afflussi mensili modesti a favore sia dei depositi *overnight* sia del circolante. Sebbene gli andamenti mensili abbiano seguitato a essere caratterizzati da un elevato livello di volatilità, il rallentamento di M1 potrebbe rispecchiare il fatto che i costi opportunità di detenere depositi *overnight* rispetto ad altri tipi di depositi a breve termine hanno evidenziato un progressivo aumento nei mesi recenti, in ragione dell'incremento dei tassi di interesse corrisposti su questa seconda categoria di depositi.

In giugno il tasso di variazione sui 12 mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è salito al -7,2 per cento, dal -8,0 di maggio. L'andamento è stato determinato da un moderato deflusso mensile dai depositi con durata prestabilita fino a 2 anni (depositi a termine a breve scadenza), interamente compensato da un afflusso dello stesso ordine di grandezza a favore di depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi (depositi a risparmio a breve termine). Nel complesso, il tasso di incremento meno negativo dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* suggerisce un possibile calo della riallocazione di fondi a favore dei depositi *overnight* osservata nell'ultimo anno e mezzo.

Il tasso di incremento sui 12 mesi degli strumenti negoziabili è aumentato al -7,3 per cento in giugno, dal -9,8 di maggio. Il dato meno negativo è ascrivibile a un notevole flusso mensile verso i contratti pronti contro termine, mentre le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno registrato un ulteriore deflusso. L'aumento mensile dei contratti pronti contro termine ha continuato a rispecchiare il regolamento di operazioni tramite controparti centrali.

Il tasso di variazione sui 12 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 cui sono disponibili informazioni tempestive per settore, ha registrato a livello settoriale un aumento del contributo delle famiglie per la prima volta dal novembre 2008. Il contributo degli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (AIF) è rimasto stabile, mentre quello delle società non finanziarie ha registrato una nuova flessione. Di conseguenza, i contributi di ciascuno di questi settori al tasso di crescita dei depositi di M3 hanno mostrato una tendenza a convergere in giugno, sebbene l'aumento delle consistenze detenute dalle società non finanziarie ancora rappresenta il maggiore contributo all'espansione sui 12 mesi di tali strumenti.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, in giugno il tasso di crescita sui 12 mesi del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è diminuito all'1,5 per cento, dall'1,7 di maggio, per effetto del calo sia del tasso di incremento del credito alle amministrazioni pubbliche, rimasto piuttosto sostenuto, sia di quello del credito al settore privato, sceso a zero (cfr. tavola 1).

Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

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

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

Il tasso di variazione sui 12 mesi dei prestiti al settore privato (la principale componente del credito a questo settore) è aumentato marginalmente allo 0,3 per cento in giugno dallo 0,2 di maggio, rimanendo pertanto debole. Al pari dei due mesi precedenti, in giugno l'impatto dell'attività di cartolarizzazione è stato trascurabile.

La crescita sui 12 mesi dei prestiti al settore privato continua a riflettere andamenti contrastanti tra i vari sottosettori. In giugno il tasso di espansione dei prestiti alle società non finanziarie è rimasto in territorio negativo (-1,9 per cento), sebbene in misura lievemente minore rispetto a maggio (cfr. tavola 2). Sempre in giugno si è registrato un deflusso mensile, riconducibile principalmente ai prestiti a breve termine (con scadenza fino a un anno). Quest'ultimo andamento potrebbe in parte rappresentare una correzione dopo l'ingente afflusso osservato in maggio. Quanto ai prestiti alle famiglie, il tasso di incremento sui 12 mesi ha continuato ad aumentare lievemente (al 2,8 per cento in giugno). L'espansione dei prestiti alle famiglie continua a rispecchiare principalmente gli andamenti dei mutui per l'acquisto di abitazioni, mentre il credito al consumo ha evidenziato una significativa contrazione.

Nel complesso, la dinamica dei prestiti al settore privato rimane ancora sostanzialmente in linea con le regolarità storiche del ciclo economico. Queste regolarità suggeriscono che, in termini di tassi di crescita sui 12 mesi, i prestiti in termini reali alle famiglie sono sostanzialmente coincidenti con il PIL in termini reali, mentre quelli alle società non finanziarie tendono a seguire con un ritardo di circa un anno quelli dell'attività economica. Sebbene non sia ancora emersa chiara evidenza di un punto di svolta nell'andamento dei prestiti reali alle società non finanziarie, non sarebbero una novità eventuali deviazioni dalle medie storiche, ascrivibili a fattori particolari. Nella situazione attuale, ad esempio, fra quelli che potrebbero comportare un certo ritardo nel recupero del tasso di incremento dei prestiti reali alle imprese si annoverano l'eterogeneità della ripresa tra i vari paesi e settori economici nonché la capacità delle imprese in alcuni comparti di ricorrere in misura crescente all'au-

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale [1]	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 mag.	2010 giu.
Società non finanziarie	**42,7**	**1,2**	**-1,4**	**-2,5**	**-2,2**	**-2,1**	**-1,9**
Fino a 1 anno	24,3	-8,7	-11,9	-12,3	-10,8	-10,4	-10,1
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,7	4,7	-0,2	-3,3	-4,6	-4,7	-4,6
Oltre 5 anni	56,0	5,4	3,9	3,2	3,1	3,2	3,3
Famiglie [2]	**46,5**	**-0,1**	**0,3**	**1,7**	**2,5**	**2,6**	**2,8**
Credito al consumo [3]	12,5	-1,0	-1,0	-0,6	-0,7	-0,3	-1,6
Mutui per l'acquisto di abitazioni [3]	71,5	-0,2	0,2	2,0	3,0	3,1	3,4
Altri prestiti	16,0	1,3	1,9	2,4	3,0	2,9	3,4
Società di assicurazione e fondi pensione	**0,8**	**-6,1**	**-12,4**	**-9,3**	**-9,2**	**-7,8**	**-13,4**
Altri intermediari finanziari non monetari	**10,0**	**0,0**	**0,2**	**0,2**	**0,8**	**0,5**	**-0,4**

Fonte: BCE.
Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95. Per ulteriori dettagli, cfr. le relative Note tecniche.
1) Alla fine dell'ultimo mese per cui sono disponibili i dati. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato; le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.
2) In base alla definizione SEC 95.
3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

tofinanziamento oppure al rifinanziamento sul mercato, che negli ultimi 12 mesi è stato sostenuto. Per maggiori dettagli sull'evoluzione dei criteri per la concessione del credito applicati dalle banche dell'area dell'euro e della domanda di prestiti, si rimanda al riquadro *Risultati dell'indagine di luglio 2010 sul credito bancario nell'area dell'euro* alla fine della presente sezione. Per un'analisi su risparmio, investimenti e finanziamenti per settore istituzionale, si veda il riquadro *I conti integrati dell'area dell'euro per il primo trimestre del 2010* nella sezione 2.6.

Tra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui 12 mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è ulteriormente diminuito in giugno, seguendo una tendenza sostanzialmente decrescente dall'ottobre 2009. Tale calo ha riflesso andamenti analoghi tra le sottocomponenti. Più precisamente, il rallentamento dei depositi a più lungo termine va ascritto al fatto che la riallocazione di fondi da depositi di M3 verso altri depositi a più lungo termine, favorita dalla configurazione dei rispettivi rendimenti, si è ridotta nei mesi recenti. Inoltre, il tasso di crescita dei titoli di debito delle IFM a lungo termine detenuti dal settore detentore di moneta ha registrato un'ulteriore contrazione in giugno per effetto di un nuovo flusso mensile negativo, il più elevato dall'ottobre 2008, che potrebbe riflettere la ridotta appetibilità delle emissioni sul mercato nelle attuali condizioni di mercato (per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Il finanziamento delle IFM dell'area dell'euro tramite l'emissione di titoli di debito*). Il tasso di incremento sui 12 mesi del capitale e delle riserve è sceso in giugno al 6,3 per cento, dall'8,0 di maggio.

Riquadro 1

IL FINANZIAMENTO DELLE IFM DELL'AREA DELL'EURO TRAMITE L'EMISSIONE DI TITOLI DI DEBITO

Le recenti tensioni nei mercati del debito sovrano hanno influenzato nel secondo trimestre del 2010 le condizioni di finanziamento delle IFM e il loro accesso al finanziamento all'ingrosso. L'impatto è stato visibile nei differenziali sulle obbligazioni bancarie e nei premi sui CDS

(*credit default swap*) bancari, aumentati bruscamente in maggio e giugno, ma è anche probabile che abbia inciso negli ultimi mesi sulle decisioni delle banche dell'area dell'euro di emettere debito. A riprova di ciò, i dati sui bilanci delle IFM hanno evidenziato un calo netto dei titoli di debito emessi dalle IFM sia in maggio che in giugno. Questa tesi è avvalorata dagli ultimi risultati dell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema (cfr. il riquadro 2), che evidenziano un peggioramento dell'accesso al finanziamento all'ingrosso nel secondo trimestre. In tale contesto, il presente riquadro descrive i più recenti andamenti dell'emissione di titoli di debito da parte delle IFM dell'area dell'euro.

Emissione netta di titoli di debito

Le tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro hanno implicato ripercussioni dirette dei rendimenti sovrani più elevati su quelli delle obbligazioni bancarie. Le esposizioni degli istituti al debito sovrano, e le incertezze riguardo all'entità di tali esposizioni, avrebbero anche accresciuto il rischio di controparte e inciso sulla probabilità di insolvenza delle banche più in generale. Questa circostanza si è rispecchiata, ad esempio, nei differenziali sulle obbligazioni bancarie con *rating* AA e A, che sono aumentati di circa 70-100 punti base tra metà aprile e metà giugno rispetto a un indice composito dei titoli di Stato dell'area dell'euro (cfr. figura A) [1]. Più di recente, i differenziali sulle obbligazioni bancarie, pur rimanendo su livelli elevati rispetto al primo trimestre del 2010, si sono in qualche misura ristretti, riflettendo – tra le altre cose – la pubblicazione dei risultati dell'esercizio di *stress test* sul sistema bancario a livello di UE il 23 luglio scorso.

Il marcato incremento dei costi sostenuti dalle IFM per emettere debito sul mercato finanziario in maggio e giugno potrebbe aver dissuaso molte banche dell'area dell'euro dal rinnovare il debito in scadenza, come riflettono i flussi netti negativi dei titoli di debito emessi dalle IFM in questi due mesi [2]. Tale andamento è stato anche corroborato dalle statistiche sulle emissioni di titoli di debito (per le quali i dati sono disponibili fino a maggio): queste hanno rilevato in maggio un'emissione netta negativa dell'ordine di 25 miliardi di euro circa da parte delle IFM dell'area dell'euro (cfr. figura B), contro una media di lungo periodo di emissione netta mensile sempre da parte delle IFM dell'area pari a circa 22 miliardi di euro. Un motivo della generale debolezza nell'andamento delle emissioni nette di titoli di debito da parte delle IFM nei mesi recenti potrebbe risiedere nel fatto che il settore bancario dell'area dell'euro si trova attualmente in una fase di aggiustamento dei bilanci e, allo stesso tempo, sta fronteggiando una domanda di prestiti piuttosto debole, che potrebbe aver ridotto il fabbisogno finanziario per nuove attività. Per alcune banche, la modesta attività di emissione netta in maggio e giugno potrebbe semplicemente rispecchiare un rinvio dell'emissione di nuovo debito in attesa di migliori condizioni di mercato nel prossimo periodo. Allo stesso tempo, altre banche (forse più deboli) potrebbero aver considerato proibitivi i costi di accesso al mercato dei titoli di debito per tutto il 2010.

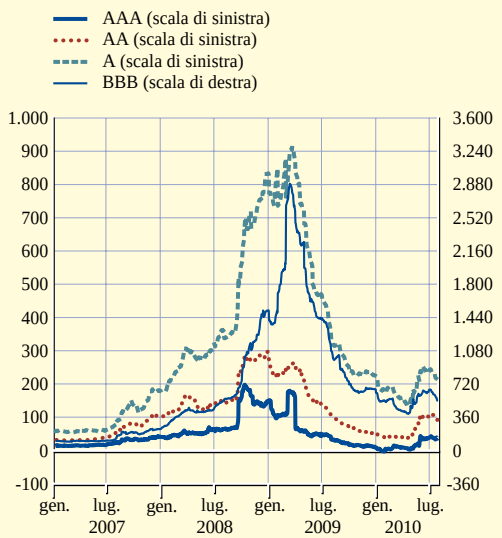
L'emissione di titoli di debito con garanzia pubblica

La presenza di eterogeneità all'interno del settore bancario dell'area dell'euro per quanto riguarda la capacità di ottenere finanziamenti mediante ricorso al mercato per tutto il 2010 è

1) Dati desunti dagli indici Iboxx; analogamente, l'indice Itraxx Senior Financials relativo ai differenziali sui CDS è aumentato di circa 100 punti base nello stesso periodo.
2) Dati desunti dalle statistiche sulle voci di bilancio delle IFM.

Figura A Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie delle istituzioni finanziarie nell'area dell'euro

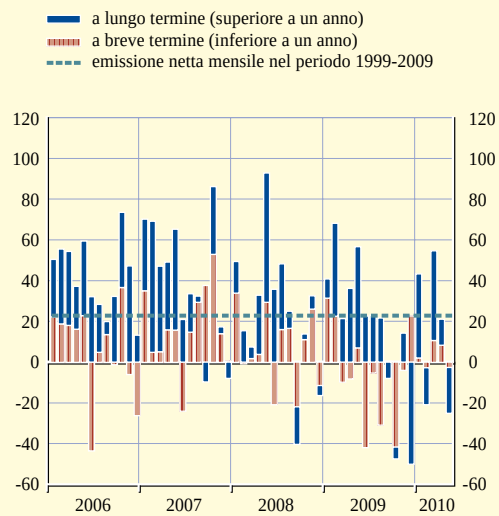
(anni base)



Fonte: Thompson Financial Datastream.
Nota: il valore di riferimento utilizzato è l'indice di rendimento dei titoli di stato dell'UEM con *rating* AAA calcolato da Merrill Lynch.

Figura B Emissione netta di titoli di debito delle IFM: scomposizione per scadenza

(flussi mensili in miliardi di euro; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)

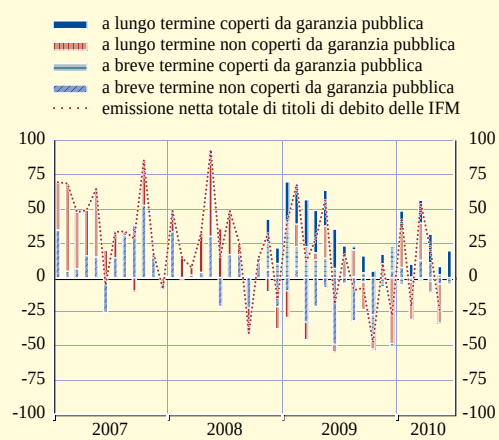


Fonte: BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2010.

suffragata dagli andamenti dell'emissione di titoli di debito delle IFM assistiti da garanzie pubbliche. L'impiego delle garanzie pubbliche dovrebbe agevolare le emissioni sui mercati. Alla fine del 2008 e nella prima metà del 2009 l'introduzione di programmi di sostegno pubblico, in base ai quali le banche emettevano titoli di debito con garanzie pubbliche, ha consentito alle banche di preservare la loro attività di emissione nonostante condizioni di mercato avverse per il debito bancario. Nei primi tre mesi del 2010 il ricorso delle banche dell'area al sostegno pubblico è stato modesto, poiché almeno alcune banche erano sempre più in grado di accedere al finanziamento sul mercato senza sfruttare queste misure di sostegno (cfr. figura C). Il deterioramento delle condizioni di mercato in aprile e maggio non ha dato luogo a un marcato incremento del ricorso a tale forma di sostegno pubblico, nonostante il fatto che, nella prima metà del 2010, questi programmi sussistessero ancora nella maggior parte dei paesi in cui erano stati introdotti. Ciò suggerisce che la maggioranza delle banche dell'area dell'euro non ha fronteggiato un così forte aumento della pressione

Figura C Emissione netta di titoli di debito delle IFM dell'area dell'euro coperti da programmi di garanzia pubblica

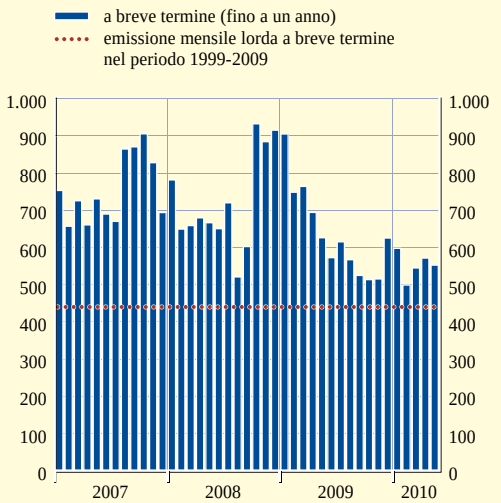
(flussi mensili in miliardi di euro; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)



Fonti: BCE, stime della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2010 per l'emissione netta e per le emissioni non coperte da garanzie, a giugno 2010 per le emissioni coperte da garanzia.

Figura D Emissione lorda di titoli di debito a breve termine da parte delle IFM dell'area dell'euro

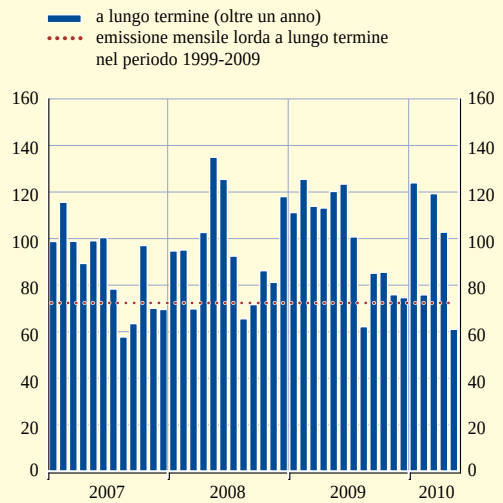
(flussi mensili in miliardi di euro; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2010.

Figura E Emissione lorda di titoli di debito a lungo termine da parte delle IFM dell'area dell'euro

(flussi mensili in miliardi di euro; dati non destagionalizzati e non corretti per le giornate lavorative)



Fonte: BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2010.

sulle forme di finanziamento tale da essere disposta a incorrere nel costo insito nell'emissione di titoli di debito con garanzia pubblica. Allo stesso tempo, l'emissione di tali titoli, sebbene contenuta, non è venuta meno del tutto nei mesi recenti. Il ricorso a questa tipologia di finanziamento si è concentrato nelle IFM residenti in alcuni paesi dell'area dell'euro che hanno costituito l'epicentro delle tensioni nei mercati del debito sovrano e in qualche altro specifico emittente. Ciò indica la presenza di un sottogruppo di IFM dell'area dell'euro caratterizzate da condizioni di accesso al credito molto stringenti quando cercano di ottenere finanziamenti mediante titoli di debito emessi sul mercato senza garanzie pubbliche. Comunque, le garanzie pubbliche consentono inoltre alle IFM di depositare titoli di debito a garanzia delle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema e, quindi, di ottenere finanziamenti.

L'emissione lorda di titoli di debito

Nonostante l'emissione netta contenuta di titoli di debito delle IFM con e senza garanzia pubblica, su base lorda, il settore bancario dell'area dell'euro nel suo complesso ha mantenuto la capacità di emettere ingenti volumi di titoli di debito, anche nei mesi recenti. In particolare, il livello di emissioni lorde di titoli di debito a breve termine (con scadenza originaria fino a un anno) non è rimasto solamente cospicuo in maggio, ma anche superiore alla media storica dei flussi mensili di emissioni lorde dal 1999 (cfr. figura D). Ciò suggerisce che, a livello aggregato, le banche dell'area dell'euro sono rimaste in grado di soddisfare il proprio fabbisogno finanziario di breve termine sul mercato dei titoli di debito, come è evidenziato anche da emissioni nette di titoli a breve termine solo moderatamente negative (cfr. figura B). Pertanto, le tensioni sui mercati finanziari in maggio avrebbero compromesso soprattutto il precedente ricorso da parte delle banche al finanziamento tramite le emissioni di titoli di debito a più lungo termine, che forse rifletteva lo scopo di sfruttare i bassi tassi di interesse a

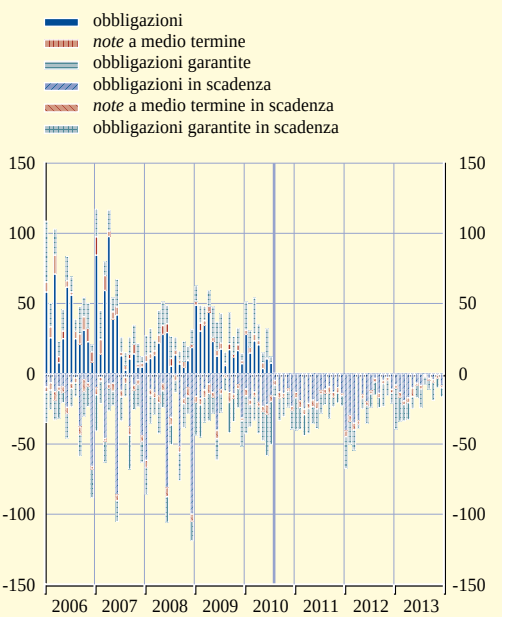
lungo termine. Le emissioni lorde di titoli di debito a più lungo termine si sono ridotte a circa 60 miliardi di euro in maggio da un livello mensile di circa 100-120 miliardi di euro nei due mesi precedenti (cfr. figura E).

L'emissione lorda e le emissioni di titoli di debito a più lungo termine in scadenza

Considerato l'ingente volume di titoli di debito a più lungo termine emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza nei prossimi anni, è probabile che le banche allo stesso tempo aumentino le proprie emissioni nei prossimi mesi allo scopo di assicurarsi il proprio finanziamento di lungo periodo. Secondo stime basate su dati provenienti da Dealogic, società privata specializzata nella fornitura di questi dati, le banche dell'area dell'euro potrebbero fronteggiare rimborsi di titoli di debito a più lungo termine in essere dell'ordine di circa 1.300 miliardi di euro nei prossimi 14 trimestri fino al quarto trimestre del 2013 (cfr. figura F). Questo dato è inferiore all'importo approssimativo di 1.900 miliardi di euro per titoli di debito a più lungo termine scaduti nei 14 trimestri precedenti (tra il primo trimestre del 2007 e il secondo del 2010). In questo periodo, le banche dell'area dell'euro sono riuscite a emettere circa 1.700 miliardi di euro. Pertanto, l'importo del debito in scadenza che le banche necessitano di rifinanziare nei prossimi 2 anni e mezzo, sebbene ingente, sembra gestibile sulla base delle esperienze del recente passato e soggetto ad una normalizzazione delle condizioni di finanziamento nel mercato dei titoli di debito.

Figura F Titoli di debito a più lungo termine emessi dalle IFM dell'area dell'euro: emissione lorda ed emissioni in scadenza

(flussi mensili in miliardi di euro; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)



Fonti: Dealogic ed elaborazioni della BCE.
Note: le emissioni in scadenza sono riportate in scala inversa. I dati sui titoli di debito di Dealogic sono meno capillari delle statistiche della BCE sull'emissione di titoli di debito utilizzati per le figure da B a E. La metodologia statistica applicata non permette confronti diretti fra le due basi di dati. Le elaborazioni si basano sulle emissioni effettuate dalle banche che operano in paesi dell'area dell'euro.

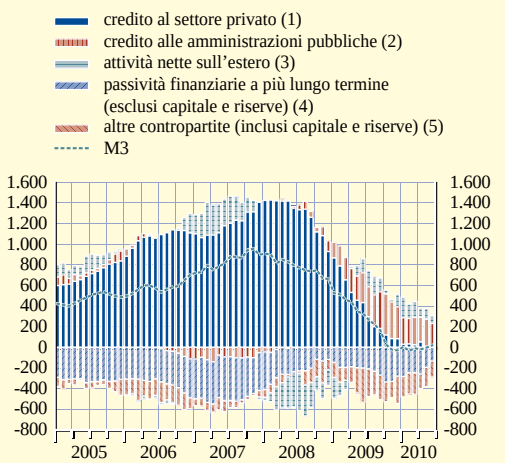
L'esigenza di rinnovare i titoli di debito in scadenza potrebbe inoltre essere inferiore rispetto al passato, poiché è possibile che le banche dell'area dell'euro modifichino i rispettivi modelli di *business*, alla luce della crisi finanziaria, riducendo la loro fiducia nel finanziamento sul mercato e facendo ricorso in maniera crescente alla raccolta tramite depositi. Infatti, una rivalutazione delle strategie di finanziamento potrebbe essere particolarmente necessaria nel contesto del perdurare di un livello contenuto dell'attività di cartolarizzazione (nella quale i titoli non siano sottoscritti dall'*originator*) che, secondo i dati di Dealogic, sta ancora oscillando intorno a un valore modesto, pari a meno di un terzo della media delle emissioni mensili dal 2000. Al contempo, nonostante i recenti interventi tesi al risanamento delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro, è probabile che le banche emittenti titoli di debito debbano fronteggiare una più accesa concorrenza per il reperimento di fondi da parte sia degli emittenti sovrani sia di quelli privati non finanziari, in quanto questi ultimi potrebbero essere sempre più propensi ad accedere al finanziamento sul mercato in seguito alla crisi.

Infine, gli afflussi nell'anno registrati nella posizione netta sull'estero delle IFM sono stati pari a 76 miliardi di euro in giugno, in calo dai 105 miliardi di euro di maggio (cfr. figura 7). Come nel mese precedente, il flusso annuale positivo delle attività nette sull'estero ha riflesso flussi annuali negativi sia nelle attività sia nelle passività sull'estero, con una riduzione di queste ultime superiore a quella delle attività.

In sintesi, i tassi di crescita sui 12 mesi sia di M3 sia dei prestiti al settore privato, seppur aumentati in giugno, sono rimasti deboli. L'inclinazione della curva dei rendimenti rimane pronunciata, ma l'effetto frenante su M3 che ne discende è in fase di attenuazione, ancorché lenta. Pertanto, resta ancora valida la valutazione secondo cui il ritmo dell'espansione monetaria di fondo è moderato e le pressioni inflazionistiche a medio termine derivanti dagli andamenti monetari sono contenute.

Figura 7 Contropartite di M3

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



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

Riquadro 2

RISULTATI DELL'INDAGINE DI LUGLIO 2010 SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro condotta tra il 14 giugno e il 2 luglio dall'Eurosistema [1]. Essi segnalano per il secondo trimestre 2010 una discontinuità rispetto al *trend* discendente dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese osservato nei trimestri precedenti. L'irrigidimento netto è rimasto invece sostanzialmente inalterato per il credito al consumo e gli altri prestiti alle famiglie e per i mutui per l'acquisto di abitazioni.

Prestiti e linee di credito alle imprese

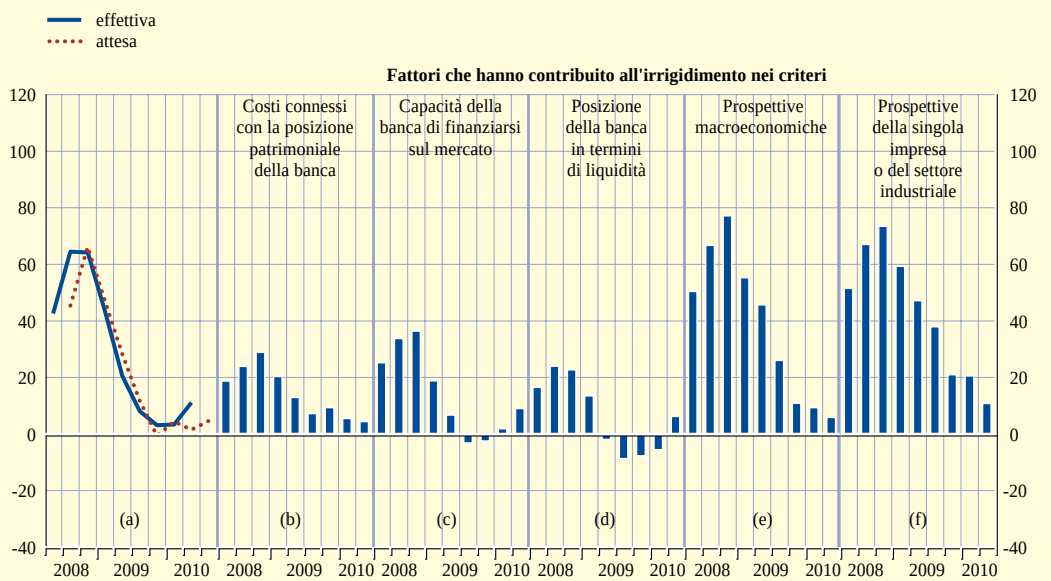
Criteri per la concessione del credito. Nel secondo trimestre del 2010 la percentuale netta [2] di banche che segnalava un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti e linee di credito a favore delle imprese è aumentata all'11 per cento (figura A), un valore superiore a quello relativo alle aspettative formulate dalle banche nell'edizione precedente dell'indagine (che si collocava al 2 per cento). I risultati nel complesso sono stati analoghi nelle varie categorie per dimensione d'impresa. La percentuale netta è aumentata al 14 per cento per i prestiti alle piccole e medie im-

1) Il termine ultimo per la ricezione dei dati era il 2 luglio 2010. Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 28 luglio sul sito Internet della BCE.

2) La percentuale netta riportata fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo positivo indica che le banche hanno mostrato una tendenza a irrigidire i criteri ("irrigidimento netto"), mentre un saldo negativo indica che le banche hanno mostrato una tendenza ad allentarli ("allentamento netto").

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

(saldi percentuali)



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

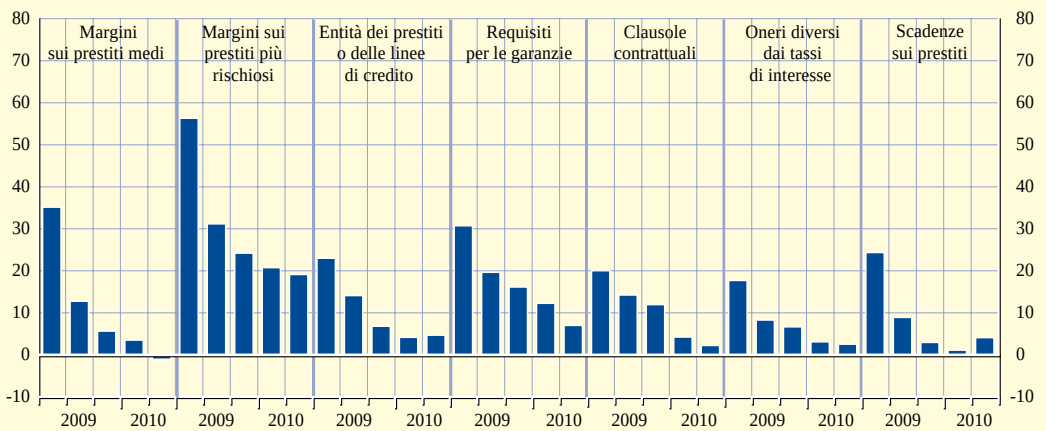
prese (PMI) (rispetto al 4 per cento del primo trimestre del 2010) e al 12 per cento per le grandi imprese (a fronte del 3 per cento nel trimestre precedente).

Quanto ai fattori che hanno concorso all'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito, le banche hanno riportato un aumento del contributo di fattori specifici ai singoli istituti, il che potrebbe segnalare la rinnovata presenza di tensioni nei mercati finanziari. In particolare, ciò ha trovato riscontro nel fatto che la posizione di liquidità delle banche ha contribuito all'inasprimento dei criteri (6 per cento, contro -6 del primo trimestre del 2010), mentre nei quattro trimestri precedenti avevano agito in direzione opposta. Un contributo positivo maggiore è stato segnalato per quanto riguarda la capacità delle banche di finanziarsi sul mercato (9 per cento, rispetto al 2 per cento del primo trimestre). Sebbene abbiano continuato a fornire un contributo positivo all'irrigidimento netto, i costi connessi con le posizioni patrimoniali delle banche sono risultati meno pronunciati (4 per cento contro il 6 del primo trimestre). Di contro, la concorrenza (da parte di altre banche, di istituti non bancari e delle fonti di finanziamento sul mercato) ha generalmente contribuito ad allentare i criteri di concessione dei prestiti alle imprese. Nel contempo, sulla scia del *trend* osservato nei trimestri precedenti, si è verificato un ulteriore calo del contributo fornito all'irrigidimento netto dai fattori collegati al ciclo economico, come ad esempio le prospettive settoriali o specifiche di singole imprese (11 per cento, rispetto al 21 del primo trimestre), nonché le aspettative riguardo all'attività economica in generale (9 per cento contro 6).

Il quadro è risultato eterogeneo rispetto ai termini e alle condizioni, sia di prezzo sia di altra natura, attraverso i quali si è conseguito l'irrigidimento netto nel secondo trimestre del 2010 (cfr.

Figura B Variazioni nei termini e nelle condizioni applicate per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese

(saldi percentuali delle banche che hanno segnalato un irrigidimento nei termini e nelle condizioni applicate)



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

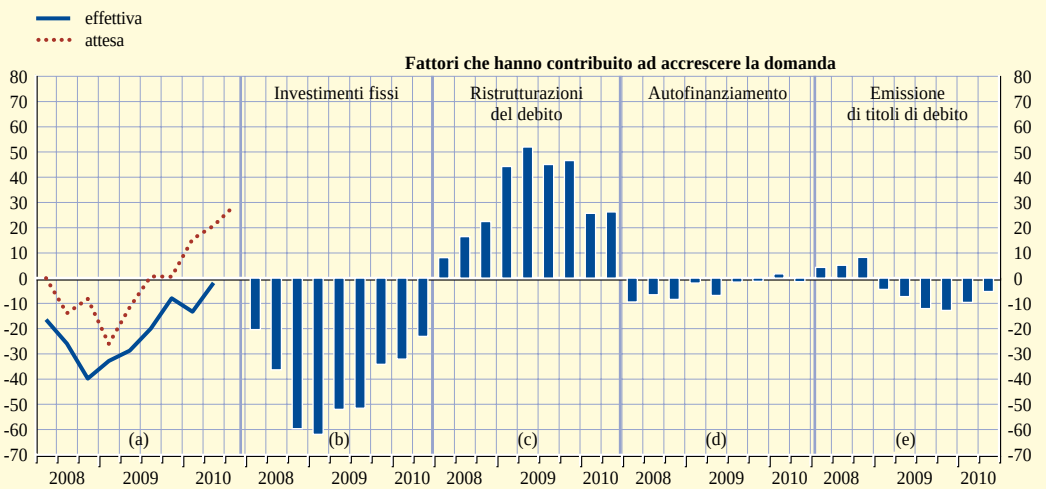
figura B). Mentre i margini, le clausole contrattuali e i requisiti per le garanzie sono stati leggermente allentati, si è osservato un atteggiamento lievemente più restrittivo per quanto riguarda l'entità dei prestiti accordati e la loro scadenza. Come già nel trimestre precedente, i margini per la media dei prestiti alle imprese di grandi dimensioni si sono in certa misura ridotti (dal -1 al -2 per cento), mentre l'irrigidimento netto per i prestiti alle PMI è rimasto sostanzialmente invariato (all'8 per cento). In prospettiva, le banche si attendono un minore irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito nel terzo trimestre del 2010 (al 5 per cento, cfr. figura A).

Domanda di prestiti. La domanda netta di prestiti da parte delle imprese [3)], pur rimanendo negativa, è aumentata al -2 per cento nel secondo trimestre del 2010, dal -13 per cento del trimestre precedente (cfr. figura C), proseguendo così la graduale ripresa iniziata nel primo trimestre del 2009. La domanda netta è risultata meno negativa sia per i prestiti alle PMI (-3 per cento, a fronte del -9 per cento del primo trimestre) sia per quelli alle grandi imprese (-10 per cento da -20), sebbene sia rimasta complessivamente più debole in quest'ultimo caso. In particolare, mentre la domanda netta di prestiti a breve termine ha continuato a essere negativa (-3 per cento), quella dei prestiti a lunga scadenza è divenuta positiva (3 per cento) per la prima volta dal primo trimestre del 2008. Il principale motivo del miglioramento della domanda netta di prestiti da parte delle imprese va ricercato nel contributo meno negativo fornito da fattori quali gli investimenti fissi (-23 per cento, contro -32 per cento nel primo trimestre) e le fusioni e acquisizioni (passato dal -18 al -7 per cento). Inoltre, il contributo negativo delle fonti alternative di finanziamento, segnatamente l'emissione di titoli di debito, si è fatto leggermente meno pronunciato nel secondo trimestre. Al contempo, il contributo positivo della ristrutturazione del debito (ossia la modifica dei termini e delle condizioni degli esistenti obblighi debitori delle imprese) è rimasto invariato rispetto alla precedente rilevazione, mentre quello fornito dalle scorte e del capitale circolante è ulteriormente aumentato in misura lieve (dal 3 al 7 per cento). In prospettiva le banche si atten-

3) L'espressione "domanda netta" fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un aumento della domanda di prestiti e quella delle banche che ne segnalano una diminuzione.

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

(saldi percentuali)



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

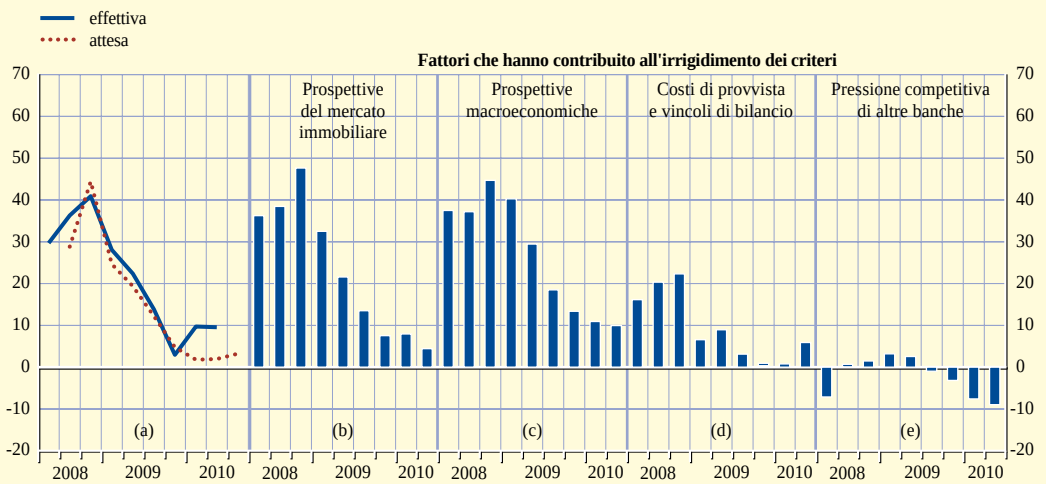
dono che la domanda di prestiti aumenti. Su base netta, il 29 per cento degli istituti interpellati (in rialzo dal 21 per cento) si aspetta che la domanda netta di prestiti da parte delle imprese cresca nel terzo trimestre, soprattutto quella delle PMI (33 per cento delle banche) piuttosto che delle grandi imprese (19 per cento). Inoltre, le banche prevedono un recupero, dal -3 al 30 per cento, della domanda netta di prestiti a breve termine.

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

Criteri per la concessione del credito. Nel secondo trimestre del 2010 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasta invariata al 10 per cento, il livello del trimestre precedente (cfr. figura D). Per il secondo trimestre consecutivo le aspettative formulate dalle banche in occasione delle precedenti indagini hanno sottostimato l'irrigidimento netto dei criteri. Così come nel caso dei prestiti alle imprese, è aumentato il contributo dei fattori connessi ai costi di provvista e ai vincoli di bilancio (passato dall'1 al 6 per cento). Le banche hanno inoltre segnalato un contributo leggermente meno pronunciato dei fattori di rischio, quali le prospettive del mercato degli immobili residenziali e quelle economiche in generale. Infine, come nelle edizioni precedenti, la concorrenza fra istituti bancari ha concorso a un allentamento dei criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Quanto ai termini e alle condizioni praticati sui mutui per l'acquisto di abitazioni, i margini sui prestiti più rischiosi (11 per cento, rispetto al 16 del primo trimestre), il rapporto fra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie (7 per cento, dall'11 per cento) e i requisiti per le garanzie (dal 4 al 3 per cento) hanno continuato ad essere irrigiditi dalle banche, benché in misura minore rispetto ai trimestri precedenti. Per contro, sono state leggermente irrigidite le condizioni relative alla scadenza dei prestiti (dall'1 al 3 per cento) e accresciuti i margini sui prestiti medi (3 per cento, a fronte del -3 per cento del primo trimestre).

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

(saldi percentuali)



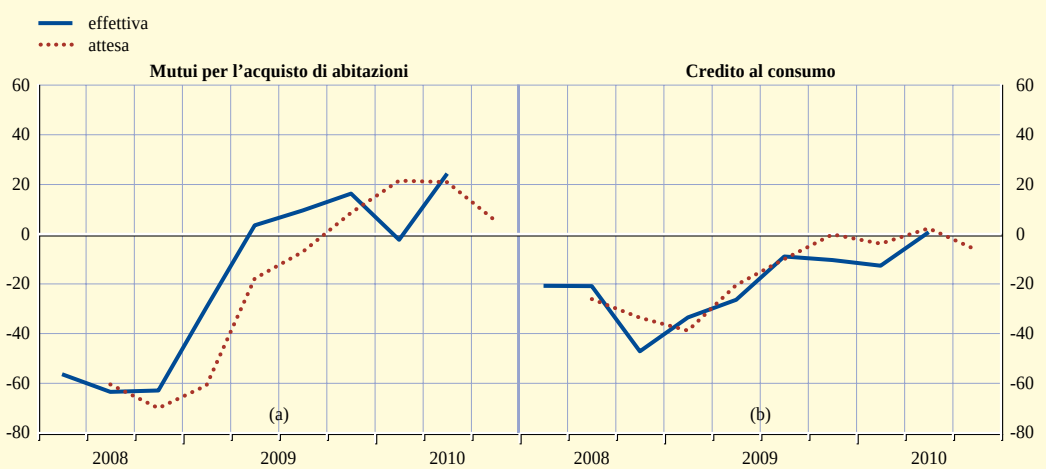
Nota: cfr. note della figura A.

In prospettiva, le banche si attendono un minore irrigidimento netto dei criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni nel terzo trimestre del 2010 (al 3 per cento).

Domanda di prestiti. La domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è aumentata in misura significativa nel secondo trimestre (24 per cento, dal -2 per cento del primo trimestre), sostanzialmente in linea con le aspettative espresse in occasione della precedente indagine (cfr. figura E). L'incremento è in particolare riconducibile al contributo più positivo delle pro-

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

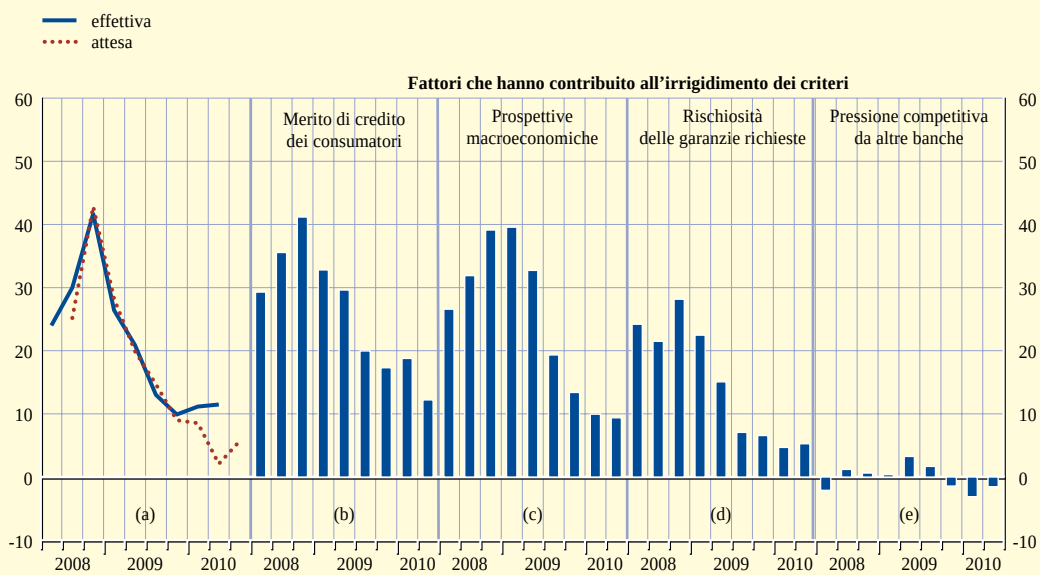
(saldi percentuali)



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

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. note della figura A.

spettive del mercato delle abitazioni (9 per cento, dal 3 per cento del primo trimestre) e meno negativo della fiducia dei consumatori (dal -13 al -6 per cento). Le banche si attendono che nel terzo trimestre del 2010 la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni diminuisca dal 24 al 5 per cento.

Credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

Criteri per la concessione del credito. Nel secondo trimestre del 2010 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie è risultata positiva (12 per cento, cfr. figura F), a un livello simile a quello del trimestre precedente, ma superiore alle aspettative della precedente rilevazione. Così come nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, è aumentato il contributo all'irrigidimento dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio (dall'1 al 4 per cento). Nel contempo si è osservato un lieve miglioramento delle prospettive per il rischio di credito, riscontrabile in particolare nel minore contributo all'irrigidimento dovuto al merito di credito dei consumatori (al 12 per cento, dal 19 per cento del trimestre precedente). In prospettiva le banche continuano ad attendersi per il terzo trimestre un irrigidimento netto, seppure meno pronunciato (al 6 per cento).

Domanda di prestiti. La domanda netta di credito al consumo è aumentata nel secondo trimestre del 2010, passando dal -13 all'1 per cento (cfr. figura E), sostanzialmente in linea con le attese. I principali fattori all'origine di questo incremento attengono alla spesa per beni di consumo durevoli e alla fiducia dei consumatori. In prospettiva, per il terzo trimestre del 2010 le banche si aspettano una domanda netta leggermente negativa (al -6 per cento) di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie.

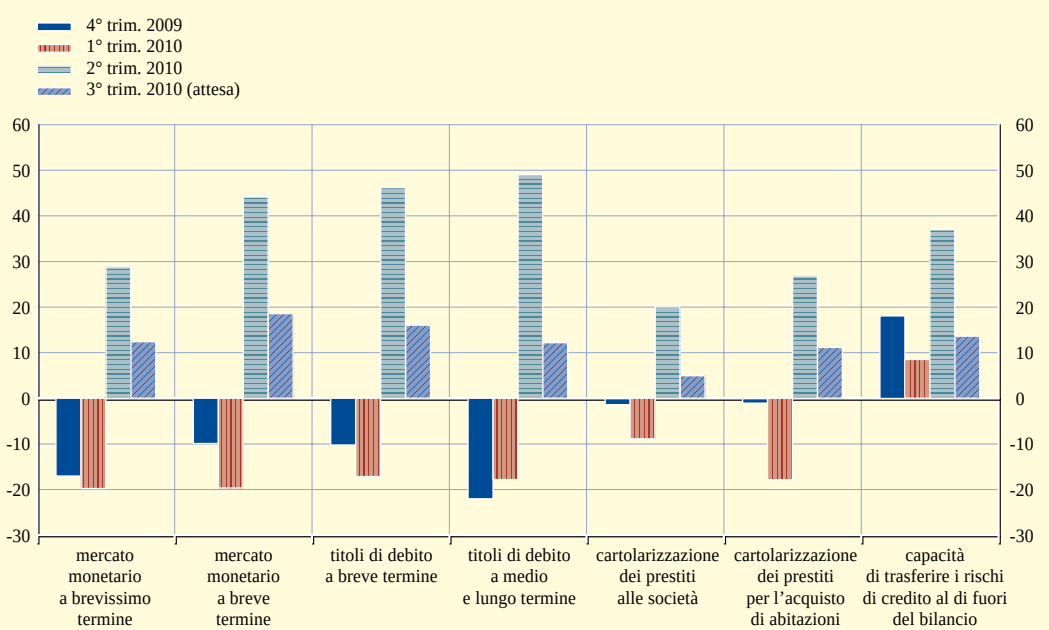
Domande *ad hoc* sull'impatto delle turbolenze finanziarie

Come nelle precedenti rilevazioni, l'indagine di luglio contemplava anche una serie di domande puntuali tese a valutare in che misura le tensioni nei mercati finanziari hanno inciso sui criteri delle banche per la concessione di prestiti e linee di credito alle imprese e di prestiti alle famiglie nell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2010 e in che misura esse potrebbero ancora esercitare un impatto nel terzo trimestre.

Per il secondo trimestre del 2010, forse di riflesso alle rinnovate tensioni presenti nei mercati finanziari a causa dei timori per il rischio sovrano, le banche hanno generalmente indicato un deterioramento delle loro condizioni di accesso al finanziamento all'ingrosso tra i diversi segmenti, e in particolare nel caso dei mercati monetari a breve termine e di quelli per le emissioni di titoli di debito (cfr. figura G). Nel complesso, nel secondo trimestre del 2010 circa il 30-40 delle banche intervistate (escluse quelle che hanno risposto "non applicabile") hanno segnalato un peggioramento dell'accesso ai mercati monetari e circa il 40-50 per cento un peggioramento dell'accesso ai mercati dei titoli di debito. Inoltre, è divenuta lievemente più difficile nel secondo trimestre anche l'attività di cartolarizzazione *pro soluto* per i prestiti alle imprese e per i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Fra le banche per cui tale attività è rilevante (circa il 60 per cento del campione), il 20-30 per cento ha segnalato un deterioramento dell'accesso alla cartolarizzazione di questi impieghi. Inoltre, il 37 per cento delle banche (circa il 40 per cento del campione) per cui è rilevante l'attività di cartolarizzazione sintetica, ossia la capacità di trasferire fuori bilancio il rischio di credito, ha indicato un deterioramento dell'accesso a tale attività.

Figura G Variazione nell'accesso al finanziamento all'ingrosso negli ultimi tre mesi

(saldi percentuali delle banche che hanno segnalato un deterioramento dell'accesso al mercato)



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

Nell'arco dei prossimi tre mesi, su base netta, circa il 10-20 per cento delle banche interpellate continua ad attendersi un ulteriore deterioramento delle condizioni di accesso per tutti i mercati di finanziamento all'ingrosso. In particolare, il 20 per cento degli istituti si aspetta di incontrare difficoltà ancora maggiori nell'accedere ai mercati monetari a breve termine.

Quanto all'impatto delle turbolenze finanziarie sui costi sostenuti dalle banche in relazione alla loro posizione patrimoniale e sulle rispettive politiche di erogazione dei prestiti, vi sono state variazioni molto contenute fra il primo e il secondo trimestre del 2010. In quest'ultimo periodo, circa il 40 per cento degli istituti partecipanti all'indagine ha segnalato un impatto "moderato" o "considerevole" sia sulla posizione patrimoniale sia sull'attività di prestito, sostanzialmente in linea con le risposte rilevate nella precedente edizione dell'indagine. Inoltre, nel secondo trimestre del 2010 il 34 per cento ha segnalato che la propria posizione patrimoniale non aveva subito pressoché alcun impatto a seguito delle turbolenze finanziarie (contro il 38 del primo trimestre).

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Il tasso di crescita sui 12 mesi delle emissioni di titoli di debito ha continuato a ridursi, scendendo al 4,3 per cento in maggio. I dati settoriali mostrano che il rallentamento nell'attività di emissione è stato diffuso tra i vari comparti e le diverse scadenze, anche se va ricondotto principalmente alle IFM. Nel contempo, il tasso di crescita sui 12 mesi delle emissioni di azioni quotate ha seguitato a diminuire.

TITOLI DI DEBITO

Il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro ha continuato a diminuire, portandosi al 4,3 per cento in maggio dal 5,3 del mese precedente (cfr. tavola 3). La dinamica più contenuta di maggio potrebbe in parte essere dovuta al rinvio delle emissioni nel contesto delle difficili condizioni di mercato connesse alla crisi del debito sovrano. Il calo ha riflesso, in larga misura, una diminuzione della crescita sui 12 mesi delle emissioni di titoli di debito a lungo termine che si è ridotta al 5,9 per cento. Proseguendo la tendenza iniziata circa un anno fa, il tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito a breve termine ha seguitato a ridursi, collocandosi al -7,8 per cento in maggio. Il tasso di crescita sui 6 mesi espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati, che meglio coglie gli andamenti tendenziali nel breve periodo, ha ripreso a scendere in maggio, principalmente per effetto di una minor crescita delle emissioni da parte delle IFM (cfr. figura 8).

Nei mesi recenti, l'attività di rifinanziamento, soprattutto a tasso fisso, è rimasta vivace nel segmento a lungo termine, a scapito delle emissioni di titoli di debito a breve termine. Negli ultimi mesi, il tasso di crescita sui 12 mesi delle emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso si è stabilizzato al di sotto dell'11 per cento, mentre quello delle emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile è diventato negativo.

Sulla base di dati settoriali, il rallentamento dell'attività di emissione di titoli di debito registrata negli ultimi mesi sembra essere generalizzata, ad eccezione del settore societario, dove la crescita delle emissioni oscilla intorno a livelli storicamente elevati. In maggio, tuttavia, il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie nell'area dell'euro è diminuito di 1 punto percentuale, pur rimanendo vigoroso al 14,5 per cento. I volumi conside-

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2010 mag.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente [1] 2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 apr.	2010 mag.
Emissione di titoli di debito:	**15.766**	**11,8**	**11,3**	**10,0**	**6,6**	**5,3**	**4,3**
IFM	5.484	5,8	4,0	2,9	1,6	1,3	-0,2
Società finanziarie non monetarie	3.246	30,4	26,1	20,1	8,3	4,1	2,9
Società non finanziarie	885	10,2	13,4	15,8	14,0	15,5	14,5
Amministrazioni pubbliche	6.151	12,2	13,5	12,7	10,0	8,6	8,2
di cui:							
Amministrazioni centrali	5.748	12,4	13,8	12,9	9,9	8,5	8,0
Altre amministrazioni pubbliche	404	9,6	9,5	10,4	10,2	11,0	10,2
Emissione di azioni quotate:	**4.110**	**1,9**	**2,7**	**2,8**	**2,9**	**2,7**	**2,4**
IFM	450	8,7	9,3	8,8	8,2	7,0	6,3
Società finanziarie non monetarie	321	3,1	3,9	2,7	5,4	5,3	5,3
Società non finanziarie	3.340	0,8	1,6	1,9	1,9	1,7	1,5

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*.

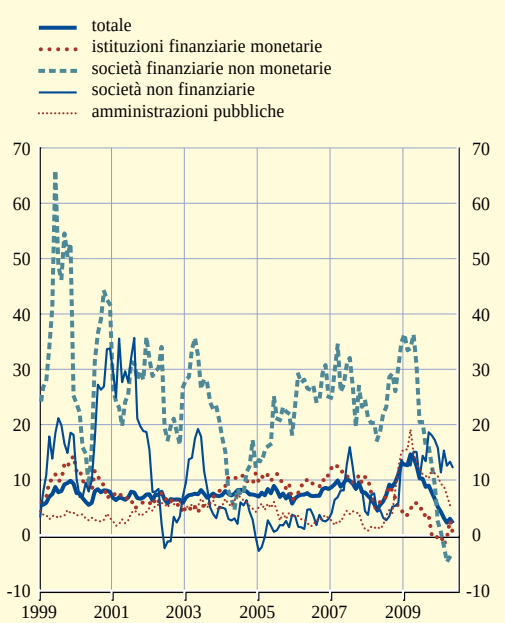
revoli e il ritmo sostenuto delle emissioni nette di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso dalla fine del 2008 suggeriscono che le società, specie quelle di grandi dimensioni, hanno raccolto finanziamenti attraverso i mercati dei capitali, sfruttando le condizioni di mercato ancora favorevoli e in considerazione dei termini e delle condizioni relativamente stringenti applicati ai prestiti bancari.

Nonostante alcuni segnali di moderazione, il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è rimasto sostenuto in maggio, all'8,2 per cento. Ciò è in linea con il perdurante elevato fabbisogno di finanziamento del settore pubblico dell'area dell'euro, sebbene negli ultimi mesi vi sia stata una forte riduzione delle emissioni di titoli di debito pubblico a breve termine la cui crescita è divenuta negativa da aprile.

Quanto al settore finanziario, in maggio il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è divenuto negativo, passando al -0,2 per cento dall'1,3 del mese precedente. L'acuirsi delle tensioni connesse al rischio sovrano avrebbe avuto effetti negativi sull'accesso ai finanziamenti da parte delle banche dell'area dell'euro. Il tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito a lungo termine ha evidenziato un calo significativo, mentre la contrazione del volume di titoli di debito emessi con scadenze a breve termine si

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

(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

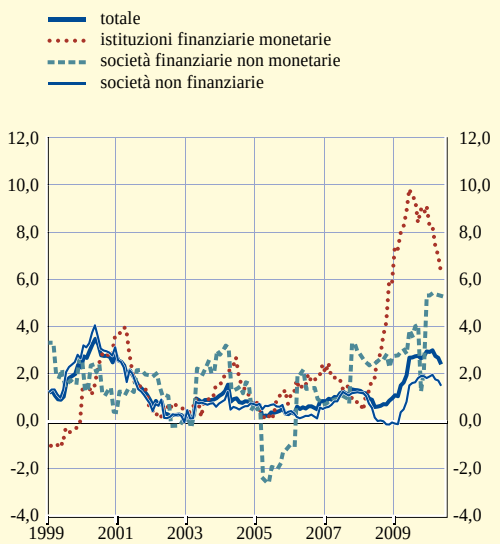
è rafforzata. Il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è diminuito al 2,9 per cento in maggio, dal 4,1 per cento del mese precedente, a causa di una riduzione della crescita delle emissioni a lungo termine.

AZIONI QUOTATE

In maggio, il tasso di crescita sui 12 mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è sceso al 2,4 per cento (cfr. figura 9). Nello stesso periodo, sebbene in lieve calo rispetto al mese precedente, il tasso di crescita delle azioni emesse dalle IFM è rimasto elevato al 6,3 per cento, riflettendo gli sforzi delle banche tesi a raccogliere fondi per rafforzare i propri bilanci. Nel contempo, il tasso di crescita sui 12 mesi delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è diminuito all'1,5 per cento. Il rallentamento dell'emissione di azioni ha riflesso il considerevole aumento del costo del finanziamento tramite capitale di rischio.

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In luglio e agli inizi di agosto i tassi di interesse del mercato monetario hanno continuato ad aumentare su tutte le scadenze. Il tasso Eonia ha evidenziato una maggiore volatilità a partire dal 1° luglio, data di scadenza dell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine a un anno. In linea con la graduale riduzione dell'eccesso di liquidità nell'area dell'euro, durante il settimo periodo di mantenimento del 2010 il ricorso giornaliero medio ai depositi presso la banca centrale è significativamente diminuito rispetto al periodo precedente, conclusosi il 13 luglio.

In luglio e agli inizi di agosto i tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono ulteriormente aumentati su tutte le scadenze. Il 4 agosto i tassi Euribor a 1, 3, 6 e 12 mesi si collocavano rispettivamente allo 0,649, 0,900, 1,149 e 1,421 per cento, ossia a circa 13, 10, 8 e 9 punti base al disopra dei livelli osservati il 7 luglio. Di conseguenza, il differenziale fra l'Euribor a 12 e quello a 1 mese, un indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è diminuito di 4 punti base in quel periodo, portandosi a circa 77 punti base il 4 agosto (cfr. figura 10).

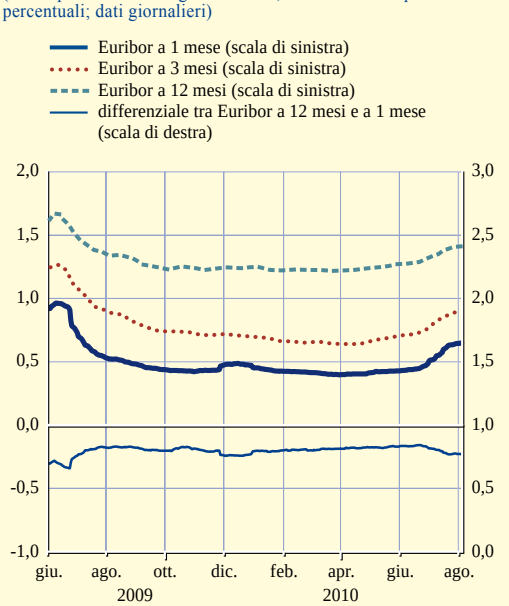
Fra il 7 luglio e il 4 agosto i tassi del mercato monetario ricavati dall'indice degli *swap* sull'Eonia per la scadenza a tre mesi sono aumentati in misura minore dei corrispondenti tassi sui depositi non garantiti. Il 4 agosto il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si collocava allo 0,57 per cento, in rialzo di circa 2 punti base rispetto al 7 luglio. Di conseguenza, il 4 agosto il differenziale fra questo tasso del mercato monetario e il corrispondente tasso Euribor su depositi privi di garanzia risultava ampliato a 33 punti base, in aumento di 8 punti rispetto al 7 luglio, restando pertanto relativamente ampio rispetto ai livelli prevalenti prima dell'inizio delle turbolenze sui mercati finanziari nell'agosto 2007.

Il 4 agosto i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in settembre e dicembre del 2010 e marzo e giugno del 2011 si collocavano rispettivamente allo 0,95, 1,03, 1,10 e 1,18, con decrementi di circa 3, 8, 7 e 6 punti base rispetto ai valori osservati il 7 luglio.

L'Eonia ha evidenziato una maggiore volatilità a partire dal 1° luglio, data in cui è giunta a scadenza l'operazione di rifinanziamento a più lungo termine a un anno. Esso è aumentato nella prima metà di luglio e diminuito successivamente, oscillando su valori compresi fra lo 0,36 e lo 0,56 per cento (cfr. figura 11). L'unica eccezione si è avuta il 13 luglio, ossia l'ultimo giorno del sesto periodo di mantenimento del 2010, quando l'Eonia è salito allo 0,75 per cento a seguito dell'operazione di regolazione puntuale condotta dall'Eurosistema mediante procedura d'asta a tasso variabile, che ha permesso di assorbire liquidità per 200,9 miliardi di euro, a un tasso massimo dell'1,00 per cento, un tasso marginale dello 0,80 per cento e un tasso medio ponderato dello 0,76 per cento. Il 4 agosto l'Eonia si situava allo 0,365 per cento.

Figura 10 Tassi di interesse del mercato monetario

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

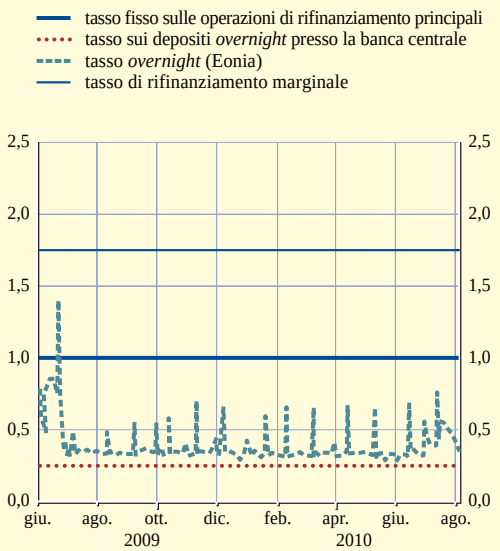


Fonti: BCE e Reuters.

Nelle operazioni di rifinanziamento principale del 13, 20 e 27 luglio e del 3 agosto la BCE ha aggiudicato importi rispettivamente pari a 195,7, 201,3, 190,0 e 154,8 miliardi di euro. Per quanto riguarda le operazioni a più lungo termine, la BCE ha effettuato due ORLT in luglio, entrambe mediante asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo: un'operazione a un mese condotta il 13 luglio (con aggiudicazione di 49,4 miliardi di euro) e un'operazione a tre mesi il 28 luglio (con aggiudicazione di 23,2 miliardi). La BCE ha inoltre condotto quattro operazioni di assorbimento della liquidità mediante aste a tasso variabile con tasso massimo dell'1,00 per cento nelle date del 13, 20 e 27 luglio e 3 agosto. Nell'ultima di queste operazioni la BCE ha assorbito 60,5 miliardi di euro, corrispondenti all'entità degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma relativo al mercato dei titoli, tenuto conto delle transazioni condotte fino al 30 luglio incluso (cfr. anche il riquadro 3).

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

In linea con la graduale riduzione dell'eccesso di liquidità presente nell'area dell'euro, il ricorso giornaliero medio ai depositi presso la banca centrale è sceso a 84,9 miliardi di euro nel periodo dal 14 luglio al 4 agosto, un livello significativamente inferiore a quello di 230,4 miliardi di euro osservato nel periodo di mantenimento precedente, conclusosi il 13 luglio.

Riquadro 3

ANDAMENTI DEL MERCATO DELLE OBBLIGAZIONI GARANTITE E IL PROGRAMMA DI ACQUISTO DI OBBLIGAZIONI GARANTITE [1)]

Il 7 maggio 2009 il Consiglio direttivo ha deciso di istituire il Programma di acquisto di obbligazioni garantite (*Covered bond purchase programme*, CBPP), ai sensi del quale l'Eurosistema ha acquistato obbligazioni garantite idonee. Le specifiche operative del programma sono state comunicate il 4 giugno 2009. Gli acquisti sono iniziati il 6 luglio 2009 e sono terminati il 30 giugno 2010.

Il CBPP aveva la finalità di migliorare sia le condizioni di finanziamento delle istituzioni finanziarie emittenti sia la liquidità sul mercato secondario delle obbligazioni garantite, oltre che promuovere un allentamento delle condizioni del credito, in quanto si prevedeva che il processo di riduzione della leva finanziaria nel settore bancario sarebbe continuato per qualche tempo. Tali misure erano inoltre volte a migliorare il profilo di rischio delle istituzioni detentrici di obbligazioni garantite, agevolando per questa via l'espansione del credito.

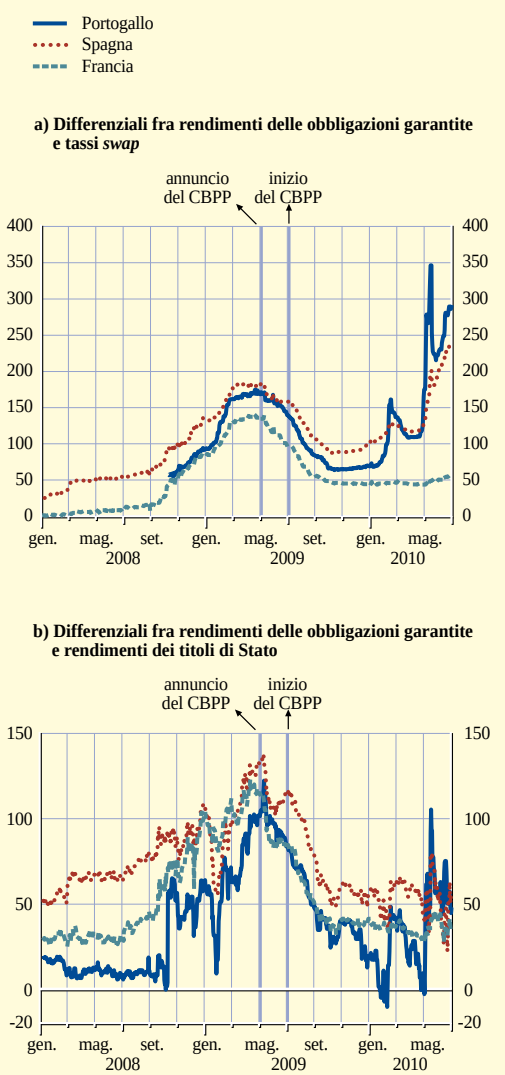
1) Ulteriori informazioni sono disponibili nei comunicati stampa della BCE del 4 giugno 2009 e del 30 giugno 2010, nella decisione della BCE del 2 luglio 2009 sull'attuazione del programma di acquisto di obbligazioni garantite (BCE/2009/16) e nei rapporti mensili sul programma di acquisto di obbligazioni garantite della BCE, pubblicati sul sito Internet della BCE dal luglio 2009 al giugno 2010. Cfr. anche la monografia sulle obbligazioni garantite europee nel Rapporto sull'integrazione finanziaria della BCE dell'aprile 2010.

L'annuncio del CBPP è stato seguito da un restringimento alquanto repentino dei differenziali di rendimento fra le obbligazioni garantite e i tassi *swap*, acceleratosi in alcuni mercati con l'inizio degli acquisti (figura A)). Dal 7 maggio 2009 l'attività sul mercato secondario è stata caratterizzata da un rapidissimo spostamento dal precedente marcato interesse unidirezionale alla vendita a un interesse unidirezionale all'acquisto. Anche il mercato primario, rimasto sostanzialmente chiuso da metà 2008, ha segnato una rapida ripresa con una vigorosa attività di emissione nel periodo fra maggio e ottobre 2009, ad eccezione di agosto giacché tradizionalmente l'attività si riduce nel periodo delle vacanze.

La tendenza a un rapido restringimento dei differenziali si è esaurita nel quarto trimestre del 2009, inducendo numerosi investitori alla realizzazione dei profitti. Inoltre, poiché si è registrata anche una relativa riduzione dei differenziali di rendimento fra diverse obbligazioni garantite e i rispettivi benchmark in titoli sovrani (figura A b)), alcuni investitori hanno iniziato a effettuare operazioni cosiddette di *switch*, abbandonando le obbligazioni garantite a favore dei titoli di Stato. Di conseguenza, la situazione circa l'interesse all'acquisto e alla vendita sul mercato secondario è divenuta maggiormente equilibrata, con flussi più bidirezionali. Dopo l'intensissima attività di nuove emissioni nel settembre 2009, anche il mercato primario ha rallentato leggermente nel quarto trimestre e i volumi di emissioni sono tornati su livelli più normali.

Figura A Andamenti di alcuni segmenti del mercato delle obbligazioni garantite

(punti base)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati iBoxx.

Nei primi mesi del 2010 l'andamento del mercato delle obbligazioni garantite è stato dominato da effetti di propagazione indotti dalle tensioni sui mercati del debito sovrano nell'area dell'euro. Le brusche oscillazioni dei rendimenti dei titoli di Stato hanno determinato anche forti variazioni dei rendimenti delle obbligazioni garantite, generalmente non discesi al di sotto dei rispettivi benchmark in titoli sovrani. Dopo aver toccato un livello massimo in gennaio, l'attività sul mercato primario delle obbligazioni garantite si è fermata su parecchie piazze finanziarie, salvo per una breve ripresa a seguito dei timori per il rischio sovrano nel marzo 2010.

Dopo l'avvio del Programma relativo al mercato dei titoli il 10 maggio 2010, il mercato delle obbligazioni garantite ha segnato un certo recupero. I differenziali di rendimento fra le obbligazioni garantite e i tassi *swap* si sono ridotti su quasi tutte le piazze finanziarie, sebbene in alcuni casi

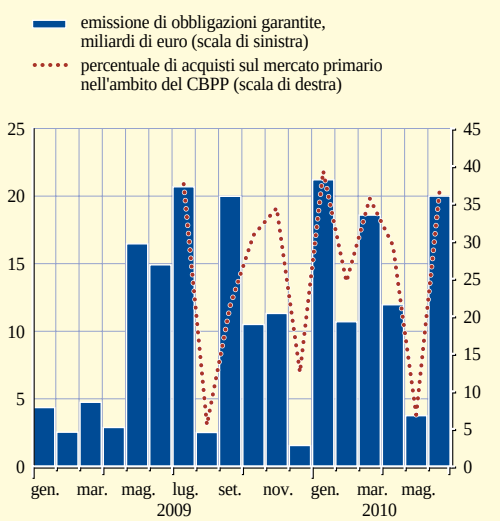
si sia registrata successivamente un'inversione di tendenza. Inoltre, su diverse piazze è ripresa l'attività sul mercato primario.

Come evidenzia il precedente sguardo retrospettivo sugli andamenti del mercato dall'avvio del CBPP, uno dei segnali più qualificanti il successo del programma è da identificarsi nella sensibile ripresa dell'attività sul mercato primario delle obbligazioni garantite. Nel periodo in esame, un ventaglio nettamente più ampio di enti creditizi europei ha adottato le obbligazioni garantite quale strumento di finanziamento. Su alcune piazze ciò ha contribuito ad accrescere marcatamente il numero di emittenti e le consistenze in essere, rafforzando quindi lo spessore e l'estensione dei rispettivi mercati delle obbligazioni garantite. Tali andamenti hanno contribuito a migliorare la situazione di finanziamento complessiva degli istituti finanziari dell'area dell'euro ed esterni all'area, in quest'ultimo caso attraverso effetti di propagazione positivi. Tra l'annuncio del CBPP il 7 maggio 2009 e la sua conclusione il 30 giugno 2010, ci sono state 175 nuove emissioni e 55 emissioni continue di obbligazioni garantite, idonee per il CBPP, per un volume complessivo di circa 184 miliardi di euro. Nello stesso periodo, su una nuova piazza sono state collocate pubblicamente le prime obbligazioni garantite e 25 banche hanno emesso per la prima volta obbligazioni garantite.

L'Eurosistema ha sostenuto in due modi le nuove emissioni di obbligazioni garantite: in primo luogo, partecipando direttamente alle operazioni sul mercato primario, sebbene principalmente per una parte limitata del volume totale di emissioni, e, in secondo luogo, acquistando obbligazioni garantite detenute da altri investitori sul mercato secondario, i quali hanno pertanto avuto la possibilità di partecipare alle operazioni sul mercato primario. Entrambi i meccanismi di sostegno hanno contribuito a stabilizzare i differenziali delle obbligazioni garantite. I volumi di titoli acquistati dall'Eurosistema sul mercato primario in generale sono stati equivalenti a quelli offerti sul mercato primario (figura B). Questa risposta, tuttavia, non è stata meccanica. Ad esempio, nel settembre 2009 le condizioni di mercato per l'emissione di obbligazioni garantite sul mercato primario erano particolarmente favorevoli, per cui il sostegno dell'Eurosistema non era realmente necessario. Pertanto, in quel mese gli acquisti dell'Eurosistema sul mercato primario sono stati più contenuti rispetto ad altri periodi in cui i volumi di emissioni sono stati simili. Nel complesso, su un volume nominale totale di 60 miliardi di euro acquistato dall'Eurosistema, il 27 per cento è stato acquistato sul mercato primario.

Figura B Emissioni di obbligazioni garantite *jumbo* nell'area dell'euro e partecipazione del CBPP alle transazioni sul mercato primario

(miliardi di euro; valori percentuali)



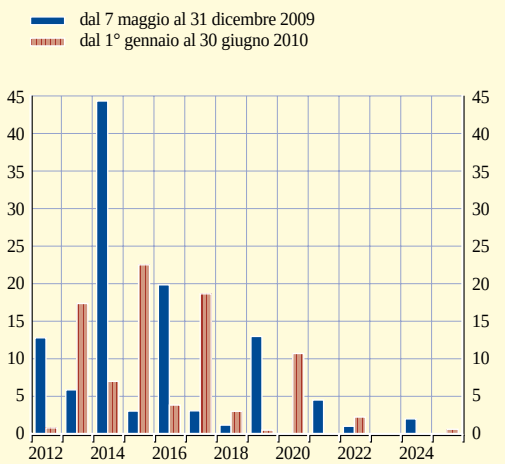
Fonte: elaborazione della BCE basate su dati Dealogic.
Note: gli importi di emissione si riferiscono a titoli idonei alla acquisizione nell'ambito del CBPP aventi volumi di emissione pari o superiori a 500 milioni di euro.

Sul mercato secondario l'Eurosistema ha ampiamente ripartito gli acquisti del CBPP fra i vari segmenti del mercato delle obbligazioni garantite, tenendo conto delle consistenze in essere di obbligazioni garantite e delle offerte di vendita sottoposte da controparti idonee ai gestori di portafoglio del CBPP. L'avvio del programma ha determinato un restringimento dei differenziali denaro-lettera quotati sul mercato delle obbligazioni garantite. Tuttavia,

lo spessore e la liquidità del mercato sono migliorati sensibilmente solo quando, alla fine del 2009, si sono delineati più equilibrati flussi bidirezionali. Tra febbraio e maggio del 2010 tale miglioramento è stato in parte annullato dagli effetti di propagazione delle turbolenze sui mercati del debito sovrano nell'area dell'euro. Nel complesso, lo spessore e la liquidità del mercato secondario delle obbligazioni garantite sono migliorati dal maggio 2009. Su un importo nominale totale di 60 miliardi di euro, il 73 per cento è stato costituito da acquisti effettuati sul mercato secondario.

Figura C Emissioni di obbligazioni garantite *jumbo* nell'area dell'euro: scomposizione per scadenza

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Bloomberg.
Nota: titoli idonei alla acquisizione nell'ambito del CBPP aventi volumi di emissione pari o superiori a 500 milioni di euro.

Dal marzo 2010 i titoli detenuti dall'Eurosistema nel portafoglio del CBPP sono stati resi disponibili per il prestito a controparti qualificate a fronte di garanzie idonee. Il volume di titoli prestati non è consistente, ma neanche trascurabile. Pertanto, la disponibilità al prestito di titoli del CBPP soddisfa la domanda e contribuisce positivamente, sebbene in misura piuttosto contenuta, al corretto funzionamento del mercato delle obbligazioni garantite. In particolare, la consapevolezza degli operatori di mercato che i titoli del CBPP possono essere richiesti in prestito a fronte di garanzie idonee probabilmente rafforza le aspettative che il mercato continuerà a funzionare correttamente a livello aggregato.

Il portafoglio del CBPP contiene obbligazioni garantite con scadenze prevalentemente fra i tre e i sette anni. Per quanto riguarda le scadenze dei titoli acquistati, l'Eurosistema ha risposto all'offerta sui mercati: la maggior parte delle nuove emissioni e delle offerte sul mercato secondario si posizionavano in questo intervallo di scadenza (figura C). Di conseguenza, al giugno 2010 la durata media corretta del portafoglio era pari a 4,12, ossia la durata media residua del portafoglio si aggirava intorno ai quattro anni.

Nel complesso, si può concludere che il funzionamento del mercato delle obbligazioni garantite è migliorato sensibilmente dall'annuncio del CBPP nel maggio 2009, pur avendo risentito degli effetti delle tensioni sui mercati del debito sovrano nei primi mesi del 2010.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

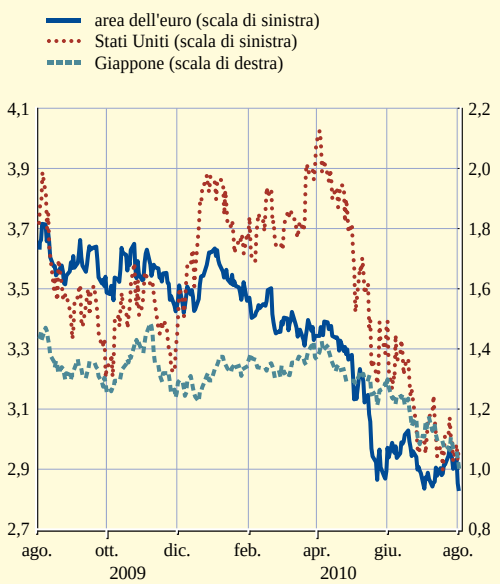
Nel corso di luglio il clima di mercato ha continuato a essere la principale determinante dei rendimenti obbligazionari sui mercati internazionali. Il 4 agosto i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating *AAA si collocavano su livelli leggermente inferiori a quelli dei primi di giugno, mentre i differenziali di rendimento fra titoli sovrani dell'area, in particolare rispetto ai titoli emessi dai paesi i cui conti pubblici destano preoccupazioni fra gli operatori di mercato, si sono significativamente ridotti. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in rassegna. I tassi di inflazione di pareggio a*

lungo termine dell'area dell'euro non hanno subito variazioni di rilievo in luglio.

Tra la fine di giugno e il 4 agosto il livello dei rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni con *rating* AAA nell'area dell'euro è leggermente calato, portandosi al 2,8 per cento circa, mentre quello dei corrispondenti titoli statunitensi è rimasto sostanzialmente stabile al 3,0 per cento circa (cfr. figura 12). Di conseguenza, il differenziale dei tassi di interesse nominali a dieci anni tra i titoli di Stato degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è lievemente ampliato. Sebbene nel periodo in esame la propensione al rischio degli investitori abbia subito alcune oscillazioni, a partire dagli inizi di luglio l'incertezza degli operatori riguardo gli sviluppi sul breve periodo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, è lievemente diminuita su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Figura 12 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



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

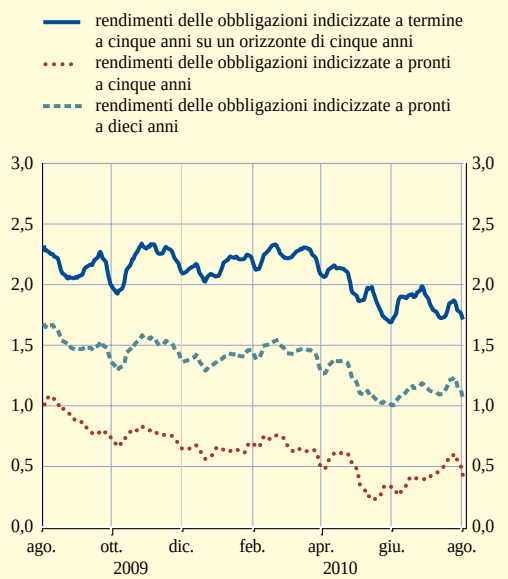
Nel complesso del periodo in rassegna i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni sono risultati sostanzialmente invariati, ma a luglio hanno toccato i livelli minimi dalla primavera del 2009 a causa dei timori per il vigore e la sostenibilità della ripresa economica mondiale sul clima di fiducia dei mercati. In particolare, quest'ultimo ha risentito negativamente dell'incertezza riguardo all'intensità del rallentamento atteso per l'economia statunitense nella seconda metà dell'anno. In tale contesto, i dati macroeconomici contrastanti diffusi nel periodo sia per gli Stati Uniti sia per altre economie, seguiti dalla conferma di un calo della crescita nel secondo trimestre dell'anno, hanno contribuito a mantenere i rendimenti obbligazionari a lungo termine statunitensi al disotto del 3 per cento per gran parte del periodo in esame, sebbene i timori degli investitori circa il rischio sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro siano parsi in calo nel corso di luglio e la pubblicazione dei risultati delle prove di stress condotte per le banche dell'area abbiano influito positivamente sulla propensione globale al rischio.

Nel periodo in esame è migliorato in particolare il clima nei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro. Oltre alla pubblicazione di informazioni dettagliate sull'esposizione delle banche dell'area a diversi rischi collegati al debito sovrano nell'ambito delle prove di stress, anche il buon esito delle aste del debito pubblico di alcuni paesi oggetto di timori riguardo alla solidità delle rispettive finanze pubbliche ha prodotto un effetto positivo sui differenziali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro (rispetto alla Germania). Inoltre, nel corso di luglio i rendimenti di alcune obbligazioni a lungo termine con *rating* AAA sono cresciuti rispetto ai livelli degli inizi di giugno, a indicare una parziale inversione dei consistenti flussi di investimenti alla ricerca di impieghi sicuri (*flight-to-safety*) che erano stati diretti in maggio verso obbligazioni sovrane dell'area ad alto *rating*.

Nel corso di luglio i rendimenti dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro a cinque anni sono rimasti sostanzialmente invariati a circa lo 0,5 per cento, mentre quelli a dieci anni sono calati di approssimativamente 10 punti base, portandosi intorno all'1,1 per cento il 4 agosto

Figura 13 Rendimenti *zero coupon* delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

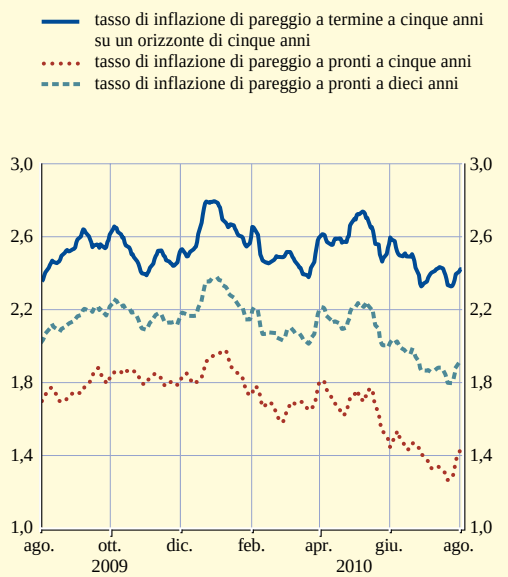
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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



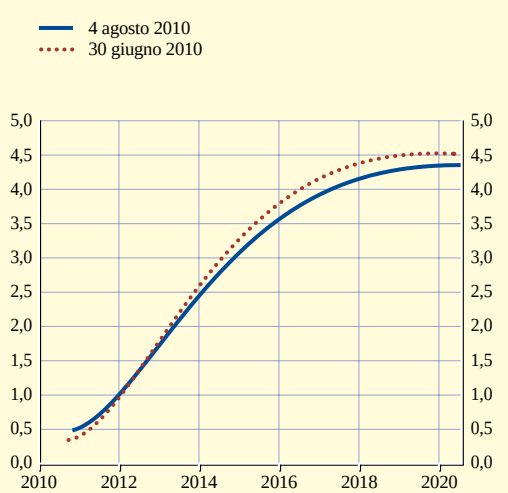
Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

(cfr. figura 13). Di conseguenza, i rendimenti reali a termine impliciti a lunga scadenza sono leggermente diminuiti. Nel contempo gli indicatori finanziari delle aspettative di inflazione di medio-lungo periodo non hanno subito variazioni di rilievo (cfr. figura 14) e i tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza (a cinque anni sull'orizzonte quinquennale) nell'area dell'euro hanno oscillato intorno al 2,4 per cento. I tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e a dieci anni sono rimasti piuttosto stabili e il 4 agosto si collocavano rispettivamente all'1,4 e 1,9 per cento. Anche i tassi a termine a lunga scadenza desunti dagli *swap* sull'inflazione sono rimasti sostanzialmente invariati, intorno al 2,2 per cento, a conferma che le aspettative di inflazione nell'area dell'euro restano fermamente ancorate.

Le aspettative degli investitori circa l'andamento futuro dei tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro sono parse restare sostanzialmente invariate fra la fine di giugno e il 4 agosto, come indicato dalla limitata variazione della curva dei tassi di interesse *overnight* impliciti a termine per i titoli di Stato dell'area (cfr. figura 15).

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

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



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

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In giugno la maggior parte dei tassi di interesse sui prestiti delle IFM è calata, approssimandosi ai minimi storici o registrandone di nuovi, sia per le famiglie sia per le società non finanziarie e su quasi tutte le scadenze. Il processo di trasmissione alla clientela delle passate riduzioni dei tassi di riferimento della BCE sta giungendo a termine.

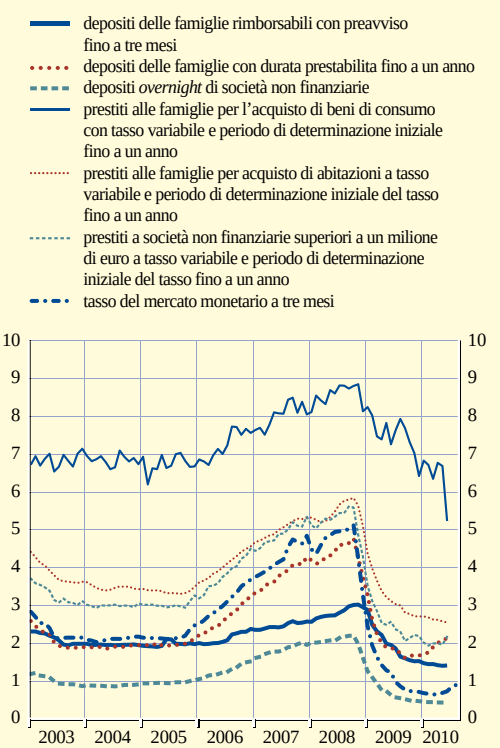
In giugno quasi tutti i tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM ai depositi sono aumentati sia per le famiglie sia per le società non finanziarie. La maggior parte dei tassi a breve sui prestiti alle famiglie è diminuita, mentre quelli sui prestiti alle società non finanziarie hanno seguito andamenti contrastanti (cfr. figura 16). Più precisamente, i tassi medi sugli scoperti di conto concessi alle famiglie sono aumentati al 9,0 per cento, mentre quelli a breve sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono leggermente calati (di 3 punti base, al 2,5 per cento), raggiungendo un nuovo minimo storico. I tassi a breve termine sul credito al consumo, più volatili, sono decisamente diminuiti, al 5,2 per cento (risentendo di andamenti specifici ai singoli paesi). Quanto alle società non finanziarie, i tassi bancari sugli scoperti di conto sono scesi al 3,7 per cento, mentre quelli a breve termine sui prestiti di piccola entità (inferiori a 1 milione di euro) sono rimasti invariati. I tassi sui prestiti a breve termine di grande entità (superiori a 1 milione di euro) sono saliti al 2,2 per cento. Dal momento che l'Euribor è aumentato di 4 punti base in giugno, il differenziale fra i tassi applicati dalle IFM ai prestiti a breve alle famiglie e il tasso del mercato monetario a tre mesi si è ristretto, mentre quello relativo ai tassi di interesse sui prestiti di grande entità alle società non finanziarie si è ampliato (cfr. figura 17).

In una prospettiva di più lungo periodo, fra settembre del 2008 (ossia all'immediata vigilia del ciclo di allentamento di politica monetaria) e giugno del 2010 i tassi di interesse a breve termine sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti alle società non finanziarie sono diminuiti rispettivamente di 325 e 336 punti base, contro un calo di 429 punti base dell'Euribor a tre mesi. Ciò evidenzia che la trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari è stata considerevole.

Quanto alle scadenze più lunghe, in giugno i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi a lungo termine sono aumentati, mentre la maggior parte di quelli sui prestiti a più lunga scadenza alle famiglie e alle società non finanziarie è diminuita (cfr. figura 18). Più precisamente, i tassi di interesse sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso da 5 a 10 anni

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

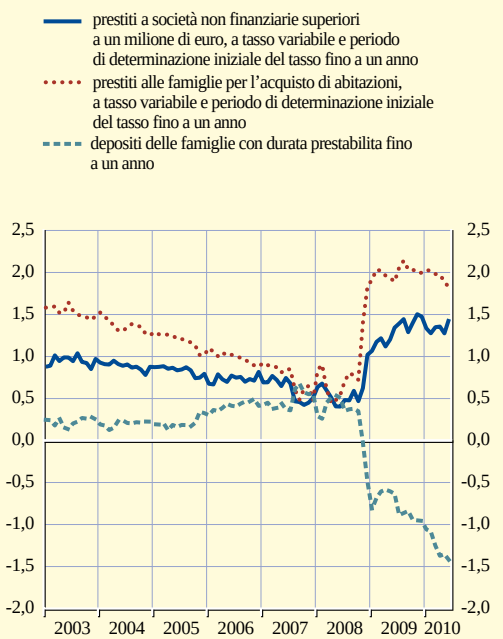
(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)



Fonte: BCE.
Nota: i dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

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

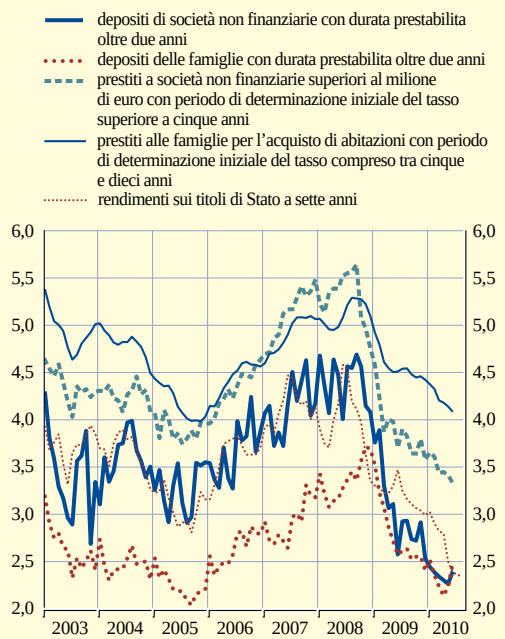
(differenziali in punti percentuali; tassi sulle nuove operazioni)



Fonte: BCE.
Nota: per i prestiti, i differenziali sono calcolati sottraendo al tasso sui prestiti il tasso del mercato monetario a tre mesi; per i depositi, sottraendo a quest'ultimo il tasso sui depositi. I dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

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

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



Fonte: BCE.
Nota: i dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

sono scesi di 6 punti base al 4,1 per cento, mentre quelli sui mutui con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a 10 anni sono calati di 11 punti base, al 3,9 per cento. I tassi medi sui prestiti di piccola entità alle società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso da 1 a 5 anni e superiore ai 5 anni si sono leggermente ridotti, collocandosi rispettivamente al 4,1 e 3,8 per cento. I tassi medi sui prestiti di grande entità sono aumentati di 8 punti base, al 2,9 per cento, nel caso dei prestiti con determinazione iniziale del tasso da 1 a 5 anni, mentre sono calati di 8 punti base, al 3,3 per cento, nel caso dei prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a 5 anni.

In una prospettiva di più lungo periodo, dal settembre 2008 le banche dell'area dell'euro hanno modificato i propri tassi sui prestiti a lungo termine alle società non finanziarie pressoché in linea con il calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Per contro, i tassi sui prestiti a lungo termine alle famiglie non sono diminuiti in pari misura nello stesso periodo, rispecchiando una trasmissione più incompleta e lenta per le famiglie, ma anche accresciuti timori riguardo al rischio di credito in alcune zone dell'area dell'euro. Nel secondo trimestre del 2010 i tassi di interesse a più lungo termine applicati sia alle famiglie sia alle società non finanziarie hanno continuato a ridursi, sebbene in misura minore rispetto ai rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA, calati considerevolmente a causa delle scelte di investimento degli investitori, improntate alla ricerca di sicurezza.

I recenti andamenti dei margini di intermediazione fra prestiti e depositi in essere sono indicativi di un miglioramento della redditività delle banche dell'area dell'euro. Questi margini hanno segnato una ripresa rispetto alla prima parte del 2009, contribuendo così al recupero della redditività delle banche dell'area osservabile a partire dalla seconda metà del 2009.

2.6 MERCATI AZIONARI

La propensione al rischio nei mercati azionari internazionali sembra essersi ripresa nel corso di luglio. La pubblicazione dei risultati dello stress test per le banche dell'intera UE e contestualmente delle informazioni riguardo alle esposizioni bancarie al debito sovrano, le nuove proposte di riforma della regolamentazione finanziaria e l'affievolirsi dei timori dei mercati riguardo alla situazione dei conti pubblici nell'area dell'euro, unitamente ai risultati positivi registrati da alcune società per il secondo trimestre del 2010, hanno alimentato i rialzi delle quotazioni azionarie su entrambe le sponde dell'Atlantico. Nel periodo in esame è inoltre calata l'incertezza degli investitori, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni su azioni, circa gli andamenti dei mercati azionari.

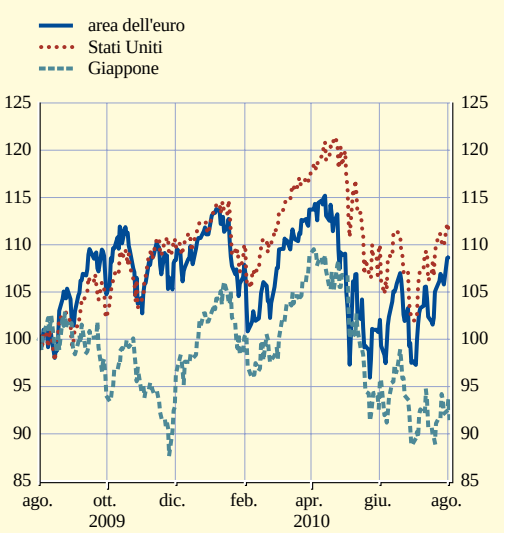
Nel corso di luglio, i principali indici azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti hanno recuperato parte delle perdite subite a partire dai primi di maggio. Il 4 agosto l'indice Dow Jones Euro Stoxx aveva guadagnato circa il 9 per cento rispetto al suo livello di fine giugno, segnando un rialzo guidato dai titoli finanziari e, in particolare, da quelli bancari. Nel contempo, anche l'indice Standard & Poor's 500 è aumentato del 9 per cento circa (cfr. figura 19). Le quotazioni azionarie giapponesi, misurate sull'indice Nikkei 225, sono invece salite di appena l'1 per cento, influenzate da alcuni dati economici deludenti in luglio.

La pubblicazione dei risultati dello stress test per le banche dell'area dell'euro, l'affievolirsi dei timori di mercato riguardo alla situazione dei conti pubblici nell'area e la diffusione di alcuni dati macroeconomici positivi per l'area dell'euro, nonché dei risultati conseguiti dalle imprese nel secondo trimestre del 2010, sono parsi alimentare la propensione al rischio dei mercati in luglio. L'incertezza degli investitori riguardo all'andamento di breve periodo delle quotazioni azionarie, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari, ha registrato una flessione e, pur rimanendo su livelli relativamente elevati, ha continuato a collocarsi ben al disotto dei massimi toccati durante le turbolenze di mercato di maggio.

In luglio, i rialzi dei corsi azionari statunitensi hanno beneficiato del miglioramento della propensione al rischio a livello mondiale e della pubblicazione di alcuni dati positivi sugli utili societari nel corso del periodo di segnalazione. I timori circa la sostenibilità della ripresa

Figura 19 Indici dei corsi azionari

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



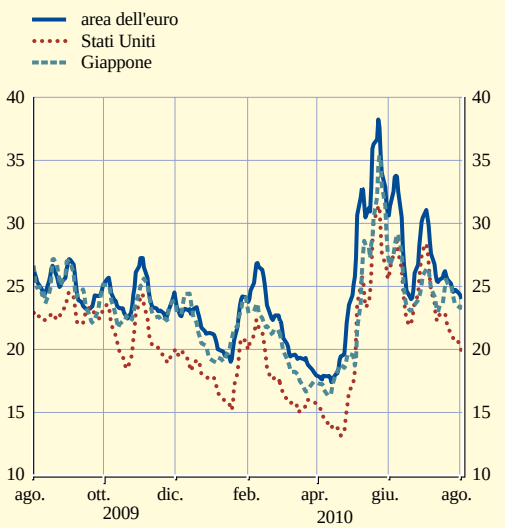
Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.
Note: indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

economica internazionale e le prospettive degli utili societari per la seconda metà dell'anno dopo la conferma di un rallentamento della crescita statunitense nel secondo trimestre del 2010 hanno tuttavia contribuito a contenere i rialzi. Questi ultimi hanno interessato l'insieme dei settori, con *performance* analoghe dei titoli finanziari e non finanziari.

Anche i principali indici dei mercati azionari dell'area dell'euro hanno segnato un recupero significativo in luglio. I titoli finanziari dell'area, e in particolare quelli bancari, hanno tratto notevole slancio dalla pubblicazione dei risultati dello stress test a livello di UE e delle informazioni dettagliate riguardo alle esposizioni bancarie al debito sovrano in vari paesi (cfr. il riquadro 4 di seguito per maggiori ragguagli sullo stress test e in particolare sulle segnalazioni di eventuali carenze patrimoniali), nonché dalla modifica delle bozze di riforma regolamentare avanzate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Di conseguenza, la *performance* dei titoli finanziari, che in gran parte dei paesi hanno segnato rialzi a due cifre, è risultata migliore di quella degli indici generali in luglio, configurandosi come la principale determinante del loro considerevole aumento.

Figura 20 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



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

Riquadro 4

UNA VALUTAZIONE DELLE CARENZE PATRIMONIALI ACCERTATE DALL'ESERCIZIO DI *STRESS TEST* CONDOTTO NELL'UNIONE EUROPEA

L'Unione europea ha recentemente completato uno *stress test* che ha interessato 91 istituti di credito europei. I risultati sono stati pubblicati il 23 luglio dal Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (Committee of European Banking Supervisors, CEBS) e in un comunicato stampa diramato congiuntamente dalla BCE e dalla Commissione europea [1]. Per valutare l'entità delle carenze patrimoniali delle banche partecipanti a tale esercizio è stata fissata una soglia del 6 per cento per il *Tier* 1 *capital ratio* (rapporto tra patrimonio di base e attivo a rischio). È opportuno sottolineare che tale soglia non costituisce un requisito patrimoniale minimo di vigilanza. In base allo scenario macroeconomico avverso previsto dalle prove, il *Tier* 1 *capital ratio* è risultato inferiore alla soglia del 6 per cento per sette banche, fra il 6 e il 7 per cento per 20 banche e fra il 7 e l'8 per cento per 13 banche. Gli altri 51 istituti di credito hanno coefficienti patrimoniali più elevati, a dimostrazione della tenuta complessiva del sistema bancario europeo in uno scenario avverso relativamente severo. Nel complesso, le carenze patrimoniali delle banche che hanno partecipato all'esercizio sono state pari a 3,5 miliardi di euro, un risultato lievemente inferiore a

1) Il comunicato stampa è alla pagina http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100723_1.en.html sul sito Internet della BCE.

Lo *stress test* condotto nell'UE: misure di sostegno patrimoniale e carenze patrimoniali

(miliardi di euro)

	EU	area dell'euro	DE	ES	GR
A) Iniezioni di capitale pubblico avvenute prima della fine del 2009	222	146	54	12	3
B) Misure di sostegno patrimoniale adottate fra fine 2009 e 1° luglio 2010	14,8	14,8 [1)]	0,0	13,1 [2)]	0,0
C) *di cui a compensazione della carenza patrimoniale stimata* [3)]	*11,3*	*11,3*	*0,0*	*10,6*	*0,0*
D) Carenza patrimoniale netta individuata durante lo *stress test*	3,5	3,5	1,2	2,0	0,2
E) Carenza patrimoniale lorda (C+D)	14,9	14,9	1,2	12,6	0,2
F) Rimanente impegno pubblico	189	147	11	88	12 [4)]

Fonti: CEBS, FROB ed elaborazioni della BCE.
1) La cifra riportata è ottenuta cumulando le misure di sostegno patrimoniale adottate in Spagna con il capitale di 1,7 miliardi di euro che la Bank of Ireland ha raccolto da finanziatori privati.
2) La cifra riportata è ottenuta sommando (a) i 10,58 miliardi di capitale che il FROB ha iniettato nelle banche spagnole e (b) i 2,48 miliardi di allentamento dei requisiti patrimoniali forniti dal Fondo spagnolo di garanzia dei depositi alla Caja Castilla-La Mancha.
3) L'importo include la quota delle misure di sostegno patrimoniale destinata a prevenire carenze patrimoniali durante lo *stress test*, ovvero quella quota parte che consente di riportare il *Tier 1 capital ratio* al 6%.
4) L'importo include (a) la parte residua del vecchio schema di ricapitalizzazione (1,8 miliardi di euro) e (b) il nuovo Fondo per la stabilità finanziaria (10 miliardi di euro), attualmente in fase di costituzione.
Eventuali mancate quadrature delle singole voci sono dovute ad arrotondamenti.

quello atteso dagli operatori di mercato. Questo riquadro pone le carenze patrimoniali stimate nel contesto delle misure di sostegno patrimoniale già adottate prima dello *stress test*.

Nel valutare l'entità delle carenze patrimoniali accertate dallo *stress test* nell'Unione europea, occorre ricordare che tale esercizio è stato condotto in una fase piuttosto avanzata della crisi finanziaria, dopo che i governi europei avevano ampiamente contribuito al sostegno patrimoniale dei rispettivi sistemi bancari. Ad esempio, alla fine del 2009, quando è stato avviato l'esercizio, il settore bancario europeo aveva già ricevuto conferimenti di capitale pubblico per un importo pari a 222 miliardi di euro (cfr. la tavola). Inoltre, benché lo *stress test* abbia adottato come riferimento i livelli patrimoniali prevalsi alla fine del 2009, alle banche partecipanti è stato consentito di includere nel *Tier* 1 i conferimenti e gli aumenti di capitale effettuati fra la fine del 2009 ed il 1° luglio 2010 per stimare la carenza patrimoniale complessiva. Nell'insieme dell'UE tali adeguamenti patrimoniali sono ammontati a 14,8 miliardi di euro. Di questi, 11,3 miliardi sono serviti alle banche per evitare che il *Tier* 1 *capital ratio* scendesse sotto la soglia del 6 per cento (ossia, il capitale iniettato ha superato di 3,5 miliardi di euro quello necessario a mantenere la soglia del 6 per cento del *Tier* 1 *capital ratio*). Gli adeguamenti patrimoniali comprendono: a) i conferimenti di capitale del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) a diverse casse di risparmio spagnole; b) l'allentamento dei requisiti patrimoniali concesso dal fondo di garanzia dei depositi spagnoli alla Caja Castilla-La Mancha; e c) l'aumento di capitale attuato dalla Bank of Ireland [2)].

Il capitale iniettato in alcuni sistemi bancari europei fra la fine del 2009 ed il 1° luglio 2010 ha avuto l'effetto di ridurre le carenze patrimoniali aggregate accertate dallo *stress test* in uno scenario avverso. Se si tiene pienamente conto delle misure di sostegno patrimoniale adottate in questo periodo, è possibile calcolare la "carenza patrimoniale lorda", ossia la situazione di inadeguatezza che sarebbe prevalsa qualora le banche partecipanti all'esercizio non avessero potuto includere nei calcoli tali misure aggiuntive. In totale, la carenza patrimoniale lorda sarebbe ammontata a 14,9 miliardi di euro (sommando gli 11,3 miliardi di euro degli ulteriori adeguamenti

2) La Bank of Ireland ha raccolto 1,7 miliardi di euro fra gli investitori privati. Inoltre, ha convertito in azioni ordinarie parte delle azioni privilegiate detenute dall'amministrazione pubblica (per un valore di 1,7 miliardi di euro su 3,5 miliardi di euro). Tale conversione, tuttavia, non influisce sul calcolo delle carenze patrimoniali e quindi non è stata considerata in questa sede.

patrimoniali a fronte delle carenze patrimoniali e i 3,5 miliardi di euro relativi alla "carenza patrimoniale netta" accertata dallo *stress test*) [3].

Le carenze patrimoniali devono essere valutate rispetto alle risorse finanziarie disponibili. A tale riguardo, va ricordato che gli impegni assunti dai governi europei a sostegno delle banche consentono di utilizzare ampi fondi per fronteggiare carenze patrimoniali anche di notevole entità. In particolare, i governi europei hanno stanziato altri 189 miliardi di euro (di cui 147 miliardi da parte dei governi dell'area dell'euro), che all'occorrenza potrebbero essere iniettati nel sistema bancario. Inoltre, nei tre paesi dove alcune banche "non hanno superato" lo *stress test*, gli stanziamenti restanti sono sufficienti a coprire le carenze patrimoniali accertate dall'esercizio. Ad esempio, in Germania, Spagna e Grecia i capitali di garanzia rimanenti, una volta sottratti gli importi già conferiti, ammontano rispettivamente a 11, 88 e 12 miliardi di euro. Inoltre, le banche che non hanno superato lo *stress test* e le rispettive autorità nazionali hanno prontamente comunicato l'intenzione di adottare ulteriori misure di ricapitalizzazione.

3) Le mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

Nel complesso, i risultati conseguiti dalle società nel secondo trimestre del 2010 e pubblicati nel periodo in esame hanno anch'essi contribuito al rialzo delle quotazioni azionarie. Per le società dell'indice Dow Jones Euro Stoxx, il tasso annuo di variazione degli utili effettivi è ulteriormente migliorato in luglio, con un aumento del 2 per cento degli utili unitari, il primo risultato positivo da oltre 24 mesi, a fronte di una variazione del -3 per cento in giugno. Sono inoltre rimaste favorevoli le prospettive per gli utili: le aspettative degli analisti riguardo alla crescita degli utili per azione nell'arco dei 12 mesi successivi continuavano a collocarsi in luglio su livelli sostenuti (23 per cento), mentre quelle relative al più lungo periodo erano intorno al 12 per cento.

Riquadro 5

I CONTI INTEGRATI DELL'AREA DELL'EURO PER IL PRIMO TRIMESTRE DEL 2010 [1]

I conti integrati dell'area dell'euro del primo trimestre del 2010 – che forniscono informazioni esaustive e coerenti su reddito, spesa, finanziamento e scelte di portafoglio di tutti i settori istituzionali dell'area – diffusi il 29 luglio 2010 evidenziano ulteriori segnali di normalizzazione, come il calo del tasso di risparmio delle famiglie, il recupero della propensione al rischio e l'aumento della ricchezza netta. Nel contempo, il settore delle società non finanziarie (SNF) ha messo a segno un avanzo finanziario, per cui il fabbisogno di finanziamento esterno è stato contenuto dall'accresciuta disponibilità di autofinanziamento. In tutti i settori è proseguita la disintermediazione a favore degli strumenti di mercato.

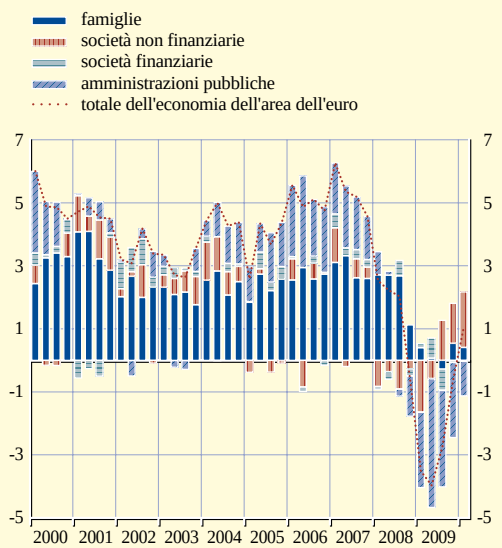
Reddito e accreditamento netto/indebitamento netto dell'area dell'euro

L'aumento del tasso di crescita del reddito disponibile nominale dell'area dell'euro iniziato nel secondo trimestre del 2009 è proseguito nel primo trimestre di quest'anno, segnando il ritorno a una crescita positiva sul periodo corrispondente pari all'1 per cento (cfr. figura A),

1) Informazioni dettagliate sono consultabili sul sito Internet della BCE alla pagina http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181.

Figura A Reddito disponibile lordo nell'area dell'euro e contributi settoriali

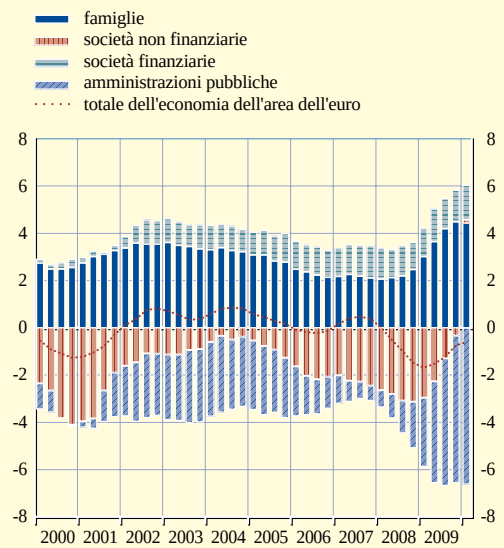
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

Figura B Accreditamento netto/ indebitamento netto nell'area dell'euro

(percentuali del PIL; somma mobile di quattro trimestri)



Fonti: Eurostat e BCE.

a beneficio in particolare delle SNF sulla scorta di un incremento degli utili operativi. Si è inoltre ridotto il calo sul periodo corrispondente del reddito disponibile delle amministrazioni pubbliche, grazie alla modesta ripresa dell'economia e all'entrata in vigore dei pacchetti di risanamento fiscale, e in particolare al rialzo delle imposte. Per contro, e in parte specularmente al miglioramento del reddito delle amministrazioni pubbliche, la crescita del reddito nominale delle famiglie si è ridotta.

In tale contesto, si è protratto il calo del risparmio lordo dell'area dell'euro iniziato a fine 2007. Tuttavia, il ritmo di contrazione sul periodo corrispondente ha segnato una moderazione significativa (collocandosi al -1,7 per cento), di riflesso all'aumento degli utili operativi delle SNF e alla ridotta flessione del risparmio delle amministrazioni pubbliche. Parallelamente, il tasso di risparmio delle famiglie è diminuito, per il terzo trimestre consecutivo, al 14,6 per cento (in termini destagionalizzati).

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli investimenti fissi lordi ha continuato a recuperare terreno, sebbene in maniera meno rapida di quello del risparmio. Tali andamenti hanno concorso a un ulteriore miglioramento dell'accreditamento netto/indebitamento netto dell'area dell'euro (risultando in un disavanzo dello 0,6 per cento del PIL, in base alla somma mobile su quattro trimestri). Da un punto di vista settoriale, ciò riflette principalmente il saldo finanziario delle SNF che, passando in avanzo, ha assorbito il lieve calo del surplus delle famiglie e il nuovo deterioramento del disavanzo delle amministrazioni pubbliche (cfr. figura B).

L'immagine speculare di questi andamenti è data dai conti con l'estero, dove si è registrato un miglioramento del saldo di conto corrente e un calo dell'indebitamento netto con l'estero (colle-

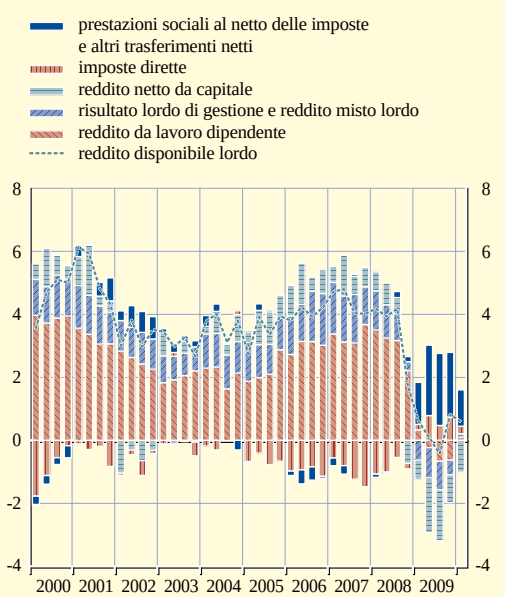
gato in particolare a una riduzione degli afflussi netti a fronte di titoli di debito). Al tempo stesso, il contenimento delle transazioni transfrontaliere "lorde" che stava caratterizzando gli andamenti dei conti con l'estero a partire da fine 2008 ha iniziato a venire meno, mentre si è manifestata un'accresciuta propensione per gli strumenti azionari più rischiosi.

Le scelte economiche dei settori istituzionali

La crescita sul periodo corrispondente del reddito disponibile lordo nominale delle famiglie è calata allo 0,6 per cento (dallo 0,8 dell'ultimo trimestre del 2009), sulla scia di un minore contributo positivo delle prestazioni sociali nette e degli altri trasferimenti netti dalle amministrazioni pubbliche, nonché di un aumento delle imposte dovuto all'introduzione delle prime misure di risanamento dei conti pubblici, mentre tutte le altre fonti di reddito hanno evidenziato una crescita modesta simile a quella osservata nel trimestre precedente (cfr. figura C). La flessione è stata maggiormente accentuata in termini reali a causa della ripresa dei prezzi al consumo che ha portato il tasso di crescita del reddito disponibile lordo reale, nel periodo corrispondente, su valori negativi. I consumi delle famiglie sono cresciuti vigorosamente raggiungendo un tasso di variazione sul periodo corrispondente pari all'1,6 per cento (contro il -0,1 del trimestre precedente), nonostante la minore espansione del reddito, a indicare una lieve ripresa della fiducia nel contesto di prospettive leggermente migliori per il mercato del lavoro e di un aumento della ricchezza finanziaria dovuto agli andamenti dei mercati azionari. Questi sviluppi hanno indotto un ulteriore calo del tasso di risparmio. Gli investimenti fissi lordi delle famiglie sono nuovamente diminuiti in misura sostanziale, sebbene inferiore rispetto al trimestre precedente (-7,4 per cento sul periodo corrispondente a fronte del -11,9 per cento), di riflesso alla protratta debolezza dei mercati degli immobili residenziali e delle pressioni per una riduzione della leva finanziaria. Tale situazione ha trovato riscontro anche nel debole andamento dei nuovi prestiti (2,1 per cento sul periodo corrispondente), che sono tuttavia aumentati rispetto al trimestre precedente. Di fronte alla stabilizzazione degli investimenti finanziari, attestatisi al tasso del 3,3 per cento sul periodo corrispondente, il credito netto è lievemente diminuito. Nel contempo, il profilo delle scelte di portafoglio ha continuato a evidenziare un ulteriore ridimensionamento delle preferenze per la liquidità, una rinnovata ricerca di rendimenti e il ritorno della propensione al rischio. In particolare, gli acquisti di azioni, di quote di fondi comuni non monetari e di passività assicurative sono cresciuti a scapito dei depositi a basso rendimento (cfr. figura D).

Figura C Reddito disponibile lordo nominale delle famiglie

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

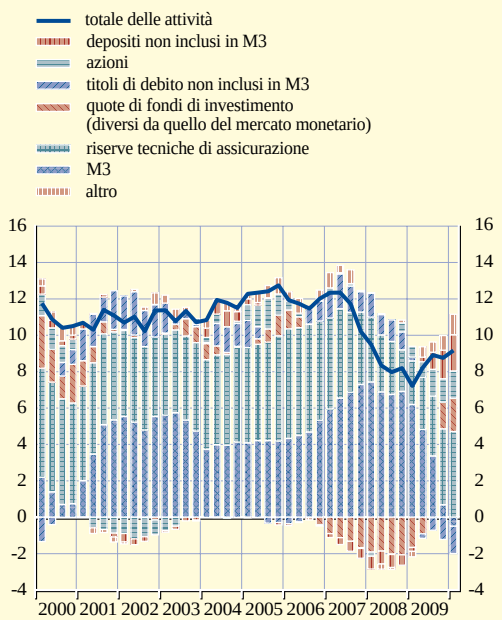


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Il margine operativo lordo delle società non finanziarie ha segnato nel primo trimestre una ripresa sostenuta dovuta alle vigorose esportazioni di beni e alla protratta riduzione dei costi, evidenziando sul periodo corrisponden-

Figura D Investimenti finanziari delle famiglie

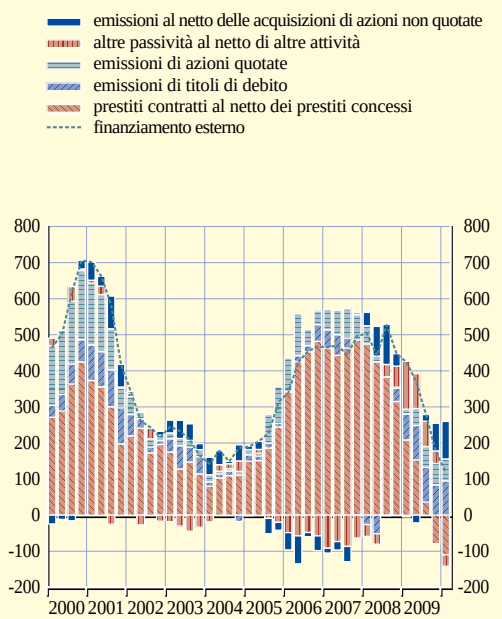
(somma mobile di quattro trimestri; percentuali del reddito disponibile lordo)



Fonti: Eurostat e BCE.

Figura E Finanziamento esterno delle società non finanziarie per tipologia di fonte

(somme mobili di quattro trimestri; in miliardi di euro)

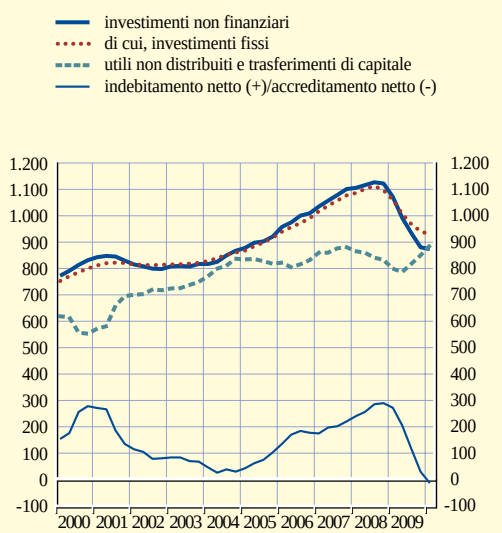


Fonti: Eurostat e BCE.
Nota: a fini di presentazione, alcune transazioni concernenti le attività non sono riportate all'interno del finanziamento essendo prevalentemente interne al settore (prestiti concessi da società non finanziarie, azioni non quotate e altri conti attivi/passivi).

te un tasso di crescita record del 4,1 per cento (dal -3,5 per cento del trimestre precedente), che ha indotto un netto aumento del risparmio essendo rimasti modesti i dividendi distribuiti (cfr. figura E). Al contempo, la contrazione annua degli investimenti fissi delle SNF ha segnato un'ulteriore moderazione e, poiché il ritmo di decumulo delle scorte è bruscamente diminuito, è passata da un tasso del -21 per cento nell'ultimo trimestre del 2009 a un tasso del -2,6 per cento nel primo trimestre di quest'anno. Essendo i risparmi maggiori degli investimenti fissi, tuttavia, la posizione debitoria netta che caratterizzava da tempo le SNF ha lasciato il posto a una posizione creditoria netta in base alla somma mobile di quattro trimestri (cfr. figura F). L'accumulo di abbondanti riserve di liquidità che ne è conseguito potrebbe essere indicativo di un atteggiamento precauzionale dovuto alle prospettive ancora incerte per l'attività e il finanziamento

Figura F Risparmio, investimento e indebitamento netto delle società non finanziarie

(somme mobili di quattro trimestri; miliardi di euro)



Fonti: Eurostat e BCE.

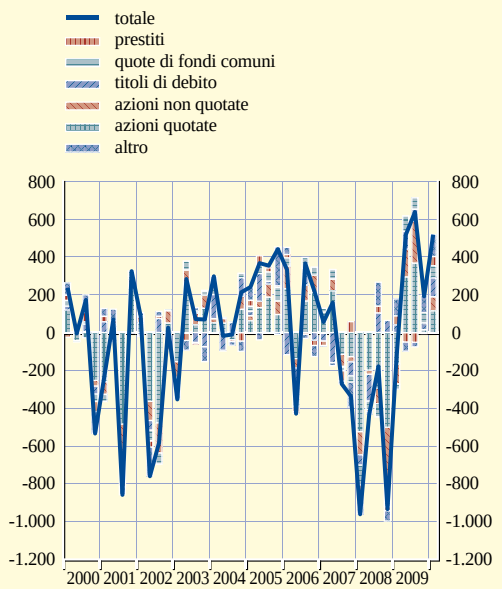
bancario, nonché della protratta riduzione delle vulnerabilità di bilancio. Gli indici di leva delle imprese sono rimasti su livelli ancora storicamente elevati: il rapporto fra debito e valore aggiunto e quello fra debito e capitale di rischio (nozionale) si sono stabilizzati rispettivamente al 165 e 70 per cento. In tale contesto, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del finanziamento delle SNF ha segnato un lieve recupero, all'1,1 per cento, dallo 0,8 per cento del trimestre precedente, dal momento che il fabbisogno di finanziamento esterno è stato limitato dalla debole attività di investimento in termini reali e dal protratto aumento della disponibilità di autofinanziamento che precede il ricorso al finanziamento esterno (secondo la teoria della gerarchia delle fonti di finanziamento societarie). Hanno continuato a osservarsi marcati effetti di sostituzione dovuti al fatto che i fondi raccolti sul mercato (tramite titoli di debito e azioni quotate) hanno più che compensato i rimborsi netti di prestiti erogati dalle IFM.

Nel primo trimestre del 2010 il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (indebitamento netto) è ulteriormente peggiorato, portandosi al 6,6 per cento del PIL (in base alla somma mobile di quattro trimestri), dal 6,2 per cento dell'ultimo trimestre del 2009. Questo deterioramento, il nono trimestrale dalla fine del 2007, riflette soprattutto la sostanziale stabilità degli investimenti lordi del settore (al 2,7 per cento del PIL) e l'ulteriore flessione dei risparmi lordi (al netto dei trasferimenti di capitale), pari al -3,9 per cento del PIL, in calo dal -3,4 per cento del trimestre precedente. I risparmi lordi hanno nondimeno evidenziato un minore tasso di contrazione – che potrebbe anticipare il raggiungimento di un punto di svolta inferiore nel trimestre successivo – dovuto al funzionamento degli stabilizzatori automatici in un'economia in modesta ripresa e al calo dell'impatto di gran parte delle misure di stimolo di bilancio intraprese dai governi dell'area dell'euro. Al tempo stesso, tale andamento è stato sostenuto dagli aumenti dell'imposizione fiscale nel contesto dell'introduzione di misure di risanamento dei conti pubblici. Il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle amministrazioni pubbliche ha segnato un rapido calo, toccando lo 0,7 per cento, il valore di gran lunga più basso dall'inizio della crisi (nel secondo trimestre del 2009 aveva raggiunto un massimo del 15,8 per cento), poiché i governi hanno ridimensionato gli interventi finalizzati a stabilizzare il settore finanziario. In aggiunta, hanno iniziato a ridursi le riserve di liquidità accumulate nei trimestri precedenti. Di conseguenza, la crescita della raccolta di fondi tramite l'emissione di prestiti e di titoli di debito è anch'essa diminuita, dal 9,5 al 7,8 per cento. I collocamenti ancora elevati di titoli delle amministrazioni pubbliche hanno continuato a essere assorbiti dalle IFM e da non residenti nonché, in misura sempre maggiore, dagli investitori istituzionali residenti.

Il reddito lordo di impresa delle società finanziarie è ritornato a segnare una modesta crescita positiva grazie al miglioramento degli interessi netti percepiti (dovuto in parte alle operazioni di *carry trade* sulle obbligazioni pubbliche e alla marcata pendenza della curva dei rendimenti). Il contributo del margine operativo netto alla crescita del reddito si è ridotto (dal 7,3 al 2,8 per cento), per effetto del restringimento dei margini bancari e della debolezza della tradizionale attività di prestito. Nei trimestri recenti le società finanziarie hanno inoltre beneficiato di ingenti plusvalenze sulle disponibilità di valori mobiliari (cfr. figura G), che in termini di flussi cumulati di quattro trimestri hanno raggiunto il massimo storico di circa 1.900 miliardi di euro in un contesto contraddistinto dal calo dei tassi di interesse a lungo termine e dalla ripresa dei mercati azionari dal minimo registrato nel primo trimestre del 2009. Il tasso di crescita degli investimenti finanziari, sul periodo corrispondente, è aumentato dal 2,2 al 2,7 per cento. A tale andamento hanno contribuito principalmente i depositi delle IFM (al netto dei depositi interbancari) presso non residenti (che pure hanno continuato a evidenziare valori negativi in

Figura G Plusvalenze e perdite sulle attività delle società finanziarie

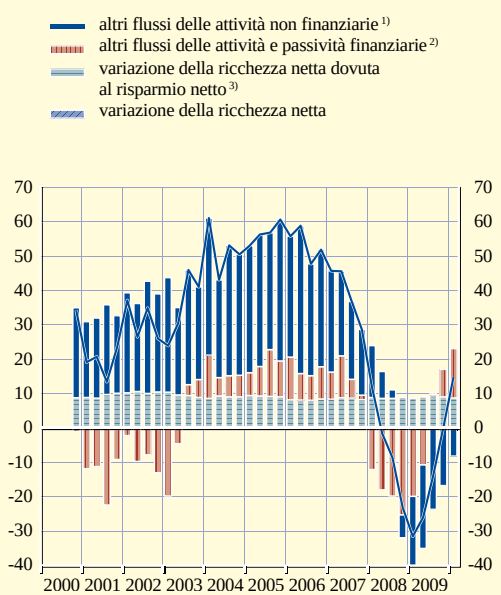
(flussi trimestrali; miliardi di euro)



Fonti: Eurostat e BCE.
Nota: questa figura riporta altri flussi economici, riconducibili principalmente a plusvalenze e perdite (realizzate o non realizzate) sulle attività che nei conti integrati dell'area dell'euro sono contabilizzate al valore di mercato (azioni quotate e non quotate, quote di fondi di investimento e titoli di debito). Per le rimanenti classi di attività (in particolare, prestiti), che sono contabilizzate al valore nominale, vengono riportate le variazioni nel bilancio dovute a oscillazioni del tasso di cambio e alle cancellazioni di attività deteriorate dal bilancio del creditore e del debitore laddove si ravvisi, da parte del primo, l'impossibilità di esigere il flusso di cassa associato all'attività.

Figura H Variazione della ricchezza netta delle famiglie

(somma mobile di quattro trimestri; in percentuale del reddito disponibile)



Fonti: Eurostat e BCE.
Note: i data sulle attività non finanziarie sono stime della BCE.
1) Prevalentemente profitti e perdite su attività immobiliari e terreni.
2) Prevalentemente profitti e perdite su azioni e altre partecipazioni.
3) Questa voce ricomprende il risparmio netto, i trasferimenti di capitale attivi e la discrepanza fra i conti non finanziari e finanziari.

termini di somma mobile di quattro trimestri), mentre il tasso di espansione degli acquisti di titoli di debito da parte delle IFM ha continuato a calare. Nel contempo, hanno continuato ad aumentare le disponibilità di titoli di debito (per lo più del debito pubblico) detenute dagli investitori istituzionali, in particolare dalle compagnie di assicurazione e dai fondi pensione (CAFP), i cui acquisti trimestrali hanno raggiunto il volume record di 77 miliardi di euro (a fronte dei 75 miliardi di euro di acquisti da parte delle IFM). Il rapporto fra capitale di rischio e attività finanziarie si è stabilizzato all'8,8 per cento, dal momento che l'espansione del bilancio del settore è stata compensata dagli aumenti di valore del suo patrimonio.

I mercati finanziari

La notevole espansione delle transazioni nette che aveva caratterizzato gli andamenti nel mercato dei titoli di debito un anno fa ha subito un'ulteriore moderazione, benché le forti emissioni delle SNF abbiano continuato a sostituirsi ai prestiti bancari, come già da fine 2008. La posizione di acquirenti netti ricoperta dagli altri intermediari finanziari (AIF) riflette i consistenti investimenti effettuati dai fondi comuni, mentre hanno subito una moderazione le emissioni delle società veicolo (specie nell'ambito di operazioni *ad hoc* di cartolarizzazione). Analogamente, i CAFP hanno incrementato i propri acquisti, mentre le famiglie hanno effet-

tuato ingenti cessioni. Le emissioni delle IFM sono rimaste contenute e le disponibilità di titoli di debito detenute da queste istituzioni sono moderatamente aumentate. Il resto del mondo ha continuato a configurarsi come importante acquirente netto, sebbene in misura minore che nel trimestre precedente, di riflesso al migliorato indebitamento netto dell'area dell'euro. Nel contempo, i collocamenti di azioni quotate da parte delle SNF sono rimasti robusti, sulla scia della generale tendenza alla disintermediazione a scapito del finanziamento bancario. Le SNF sono risultate venditrici nette di azioni, mentre i fondi di investimento hanno effettuato importanti acquisti. Nel mercato dei fondi comuni è proseguita la forte accelerazione segnata nei trimestri precedenti dalle emissioni di quote di fondi comuni non monetari, favorite dalla propensione delle famiglie per le attività più rischiose e a più lungo termine rispetto a quelle monetarie. Per quanto riguarda il mercato dei prestiti, la riduzione in atto dei fidi delle IFM alle SNF si è accompagnata a un moderato aumento dei prestiti alle famiglie.

Le dinamiche di bilancio

Nel primo trimestre del 2010, la variazione sul periodo corrispondente della ricchezza netta delle famiglie ha continuato a essere positiva (dopo due anni di cali), sulla scia del forte rialzo dei mercati azionari (cfr. figura H). L'incremento delle quotazioni di mercato ha inoltre alimentato i bilanci delle banche, che contengono ampi quantitativi di titoli di capitale e di debito (cfr. figura G).

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC sarebbe aumentata all'1,7 per cento in luglio, dall'1,4 in giugno, molto probabilmente a causa di effetti base al rialzo connessi alle componenti energetica e alimentare dell'indice. Nei prossimi mesi ci si attende che i tassi di inflazione mostrino ulteriore volatilità intorno all'attuale livello. In prospettiva, nel 2011 l'inflazione dovrebbe rimanere nel complesso moderata, grazie alle modeste pressioni interne sui prezzi. I rischi per le prospettive sui prezzi sono sostanzialmente bilanciati.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe salita all'1,7 per cento in luglio, dall'1,4 in giugno (cfr. tavola 4). Le stime ufficiali sulla scomposizione dell'indice per luglio non sono ancora disponibili, ma l'aumento sarebbe connesso principalmente a effetti base al rialzo nelle componenti energetica e alimentare.

Fra maggio e giugno (l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale) il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC totale è sceso leggermente, di 0,2 punti percentuali. Tale ridimensionamento è stato determinato soprattutto dalla marcata flessione della crescita della componente energetica, scesa dal 9,2 al 6,2 per cento, connessa a un effetto base negativo e in parte al calo sul mese precedente dei corsi dei prodotti petroliferi [1].

In giugno il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari totali (inclusi alcolici e tabacchi) ha mantenuto l'andamento al rialzo, collocandosi allo 0,9 per cento, con un incremento di 0,2 punti percentuali sul mese precedente. Riguardo alle singole voci, i prezzi degli alimentari freschi hanno segnato un'accelerazione, principalmente a seguito dell'andamento dei prezzi di frutta e verdura. Fra maggio e giugno la dinamica sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è aumentata dallo 0,4 allo 0,9 per cento, mentre quella dei prezzi degli alimentari trasformati è rima-

Tavola 4 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

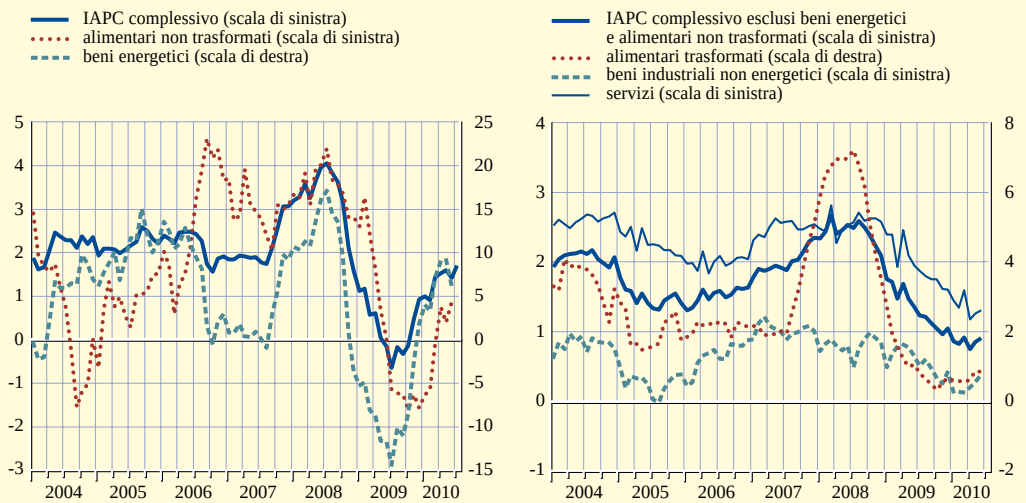
	2008	2009	2010 feb.	2010 mar.	2010 apr.	2010 mag.	2010 giu.	2010 lug.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo [1]	3,3	0,3	0,9	1,4	1,5	1,6	1,4	*1,7*
Beni energetici	10,3	-8,1	3,3	7,2	9,1	9,2	6,2	.
Alimentari non trasformati	3,5	0,2	-1,2	-0,1	0,7	0,4	0,9	.
Alimentari trasformati	6,1	1,1	0,6	0,5	0,6	0,9	0,9	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,6	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	.
Servizi	2,6	2,0	1,3	1,6	1,2	1,3	1,3	.
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	6,1	-5,1	-0,4	0,9	2,8	3,1	3,0	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	65,9	44,6	54,5	59,1	64,0	61,6	62,2	58,9
Prezzi delle materie prime non energetiche	2,0	-18,5	25,4	34,5	51,9	52,1	50,5	56,0

Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.
Nota: l'indice dei prezzi delle materie prime non energetiche è ponderato in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-2006.
1) Il dato sullo IAPC di luglio 2010 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

1) Per maggiori dettagli sul rapporto fra i corsi petroliferi e l'inflazione, cfr. l'articolo *I prezzi del petrolio: fattori determinanti ed effetti sull'inflazione e sulla situazione macroeconomica nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

Figura 21 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

sta invariata allo 0,9. Tra questi ultimi, le sottocomponenti di maggior peso (pane e cereali, latte, formaggio e uova, prodotti a base di zucchero, acque minerali e succhi di frutta) hanno continuato in giugno a registrare tassi di crescita negativi rispetto al periodo corrispondente. Per contro, nello stesso mese i prezzi del tabacco hanno subito ancora un forte rialzo, del 5,4 per cento in termini tendenziali, soprattutto per effetto degli aumenti delle accise e di altre imposte indirette.

Al netto di tutte le voci delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è aumentata di 0,1 punti percentuali fra maggio e giugno, collocandosi allo 0,9 per cento. Questo rialzo è stato determinato principalmente da un lieve incremento dei prezzi dei beni industriali non energetici, mentre l'inflazione dei servizi è rimasta stabile. La dinamica sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici è salita allo 0,4 per cento in giugno, dallo 0,3 in maggio. Fra le voci che hanno contribuito maggiormente a questo aumento vi sono il vestiario, le calzature e i gioielli, questi ultimi a seguito di un recupero dei prezzi dell'oro e di altri metalli preziosi. Nonostante questa recente accelerazione, circa un quarto delle voci dei beni industriali non energetici (una quota più elevata rispetto al livello medio osservato dal 1999) ha continuato a registrare tassi tendenziali negativi. In giugno l'inflazione nei servizi è rimasta invariata, collocandosi all'1,3 per cento, senza sostanziali variazioni nella dinamica delle principali sottocomponenti. Il riquadro 6 descrive in che misura la componente degli affitti nello IAPC è stata influenzata dall'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro.

Riquadro 6

PREZZI DELLE ABITAZIONI NELL'AREA DELL'EURO E COMPONENTE DEGLI AFFITTI NELLO IAPC

Nell'area dell'euro, come in molte altre economie, la spesa per l'acquisto di una casa o di un appartamento non è direttamente incorporata negli indici dei prezzi al consumo, mentre lo è

in genere quella per gli affitti. Data la relazione teorica di lungo periodo tra gli andamenti dei prezzi delle abitazioni e i canoni di locazione, le variazioni dei prezzi degli immobili residenziali potrebbero avere un impatto indiretto sull'inflazione al consumo tramite le variazioni degli affitti. In questo contesto, è possibile che il recente brusco calo dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi dell'area dell'euro possa aver esercitato una pressione al ribasso sui canoni di locazione che, a loro volta, potrebbero aver avuto un impatto sullo IAPC complessivo dell'area dell'euro attraverso la componente relativa agli affitti. Il presente riquadro si propone di valutare l'entità di tale impatto per l'area dell'euro. In primo luogo, descrive la relazione tra l'andamento dei prezzi delle abitazioni e quello degli affitti in una prospettiva teorica. In seguito, presenta un'analisi empirica del comovimento tra i prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro e la componente degli affitti nello IAPC, mettendo in risalto soprattutto alcuni limiti delle implicazioni teoriche. Infine, l'impatto sullo IAPC complessivo dell'area dell'euro è valutato e messo a confronto con i risultati concernenti l'indice dei prezzi al consumo (IPC) statunitense.

Comovimento tra i prezzi delle abitazioni e gli affitti in una prospettiva teorica

Gli immobili residenziali possono essere considerati in un'ottica di investimento, cioè come attività non finanziaria, oppure in una di consumo, in quanto servizio abitativo di cui fruisce un proprietario che vi risiede o un locatario. Entrambe le prospettive implicano l'esistenza di una relazione di lungo periodo tra i prezzi delle abitazioni e gli affitti, ancorché con meccanismi di aggiustamento potenzialmente diversi nel breve termine. Se gli immobili residenziali sono considerati un'attività, si può ritenere che gli affitti siano una *proxy* del dividendo corrispondente. Ciò significherebbe che, ad esempio, un valore attualizzato più elevato dei dividendi futuri, a parità di altre condizioni, si traduca in un prezzo più elevato dell'attività sottostante. Tuttavia, se si considera l'abitazione come un servizio di cui fruiscono i proprietari che la occupano oppure i locatari (nell'ipotesi che la proprietà e l'affitto di un immobile siano sostituibili), la presenza di temporanei disallineamenti dei prezzi, come la sopravvalutazione dei prezzi di acquisto degli immobili residenziali, comporterebbe minori acquisti e maggiore domanda di locazioni. Questo fenomeno produrrebbe effetti opposti sulle variazioni dei prezzi delle abitazioni e su quelle degli affitti, dando luogo (in condizioni di mercato perfette) a un equilibrio di lungo periodo nel mercato degli immobili residenziali. Nella pratica, però, le forze che determinano i prezzi delle abitazioni e gli affitti, nonché il comovimento fra questi, sono soggette a vari limiti, di seguito analizzati in relazione all'evidenza empirica per l'area dell'euro.

Evidenza empirica per l'area dell'euro

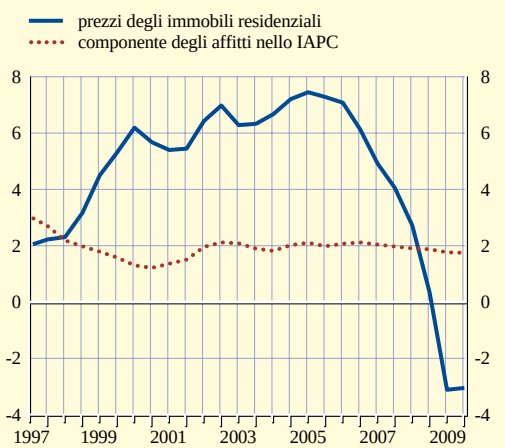
L'analisi empirica del comovimento tra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione nell'area dell'euro si basa sull'indicatore della BCE relativo ai prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro [1)] e sulla componente degli affitti nello IAPC dell'area dell'euro. I tassi di variazione sul periodo corrispondente di questi indicatori sono riportati nella figura A [2)]. Dopo una tendenza al rialzo per un protratto periodo di tempo, il tasso di variazione dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro ha iniziato a calare attorno al 2005 per entrare infine in territorio negativo nel 2009 [3)]. Per contro, la crescita degli affitti nell'area dell'euro ha mostra-

1) L'indicatore della BCE relativo ai prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro corrisponde a una media ponderata semestrale degli indicatori nazionali. La serie ha inizio nel 1996 e l'osservazione disponibile più recente si riferisce alla seconda metà del 2009.
2) I dati semestrali sulla componente degli affitti nello IAPC dell'area dell'euro consistono in una media delle rilevazioni mensili.

to una variabilità nettamente inferiore nello stesso periodo. Nel complesso, le variazioni dei prezzi degli immobili nell'area dell'euro sono state più pronunciate di quelle osservate nella componente dello IAPC relativa agli affitti. Dal 1997 al 1999 i tassi di crescita delle due serie hanno registrato andamenti opposti. A iniziare dal 2000 l'evoluzione della dinamica della componente degli affitti nello IAPC avrebbe rispecchiato le variazioni verificatesi nell'incremento dei prezzi degli immobili residenziali, ancorché con un notevole ritardo e un ordine di grandezza nettamente inferiore.

Figura A Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro e componente degli affitti nello IAPC

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e BCE.

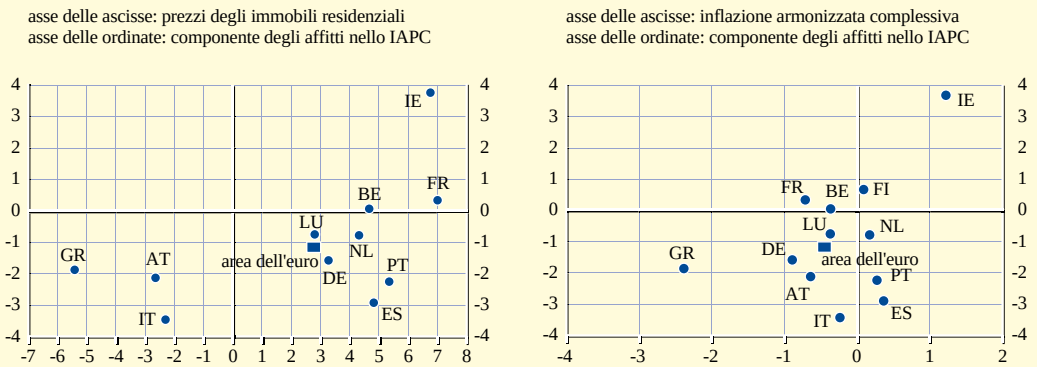
Le differenze riportate in precedenza tra gli andamenti dei prezzi degli immobili residenziali e la dinamica degli affitti potrebbero ricondursi a molteplici fattori, tra cui la normativa vigente in materia di locazione, le misure di bilancio riguardanti i servizi abitativi, i cambiamenti economici strutturali, le condizioni di finanziamento e questioni statistiche. Nell'area dell'euro sussistono diverse forme di regolamentazione degli affitti, come l'indicizzazione dei canoni (a vari indici dei prezzi), la fissazione di una soglia per gli aumenti, i contratti di locazione a lungo termine con differenti clausole sull'adeguamento del canone e le misure di salvaguardia dei canoni. La componente degli affitti nello IAPC comprende anche i canoni locativi delle case popolari, che rappresentano una quota significativa del mercato degli affitti in alcuni paesi dell'area dell'euro. Di conseguenza, è prevedibile che solo una parte dei canoni corrisposti che rientrano nello IAPC (in genere quelli che interessano nuovi contratti di locazione per abitazioni diverse dalle case popolari) si adegui direttamente alle forze di mercato in generale e alle variazioni dei prezzi delle abitazioni in particolare [4]. È questa una causa fondamentale della reazione contenuta e ritardata dell'indice degli affitti complessivo.

La relazione tra i prezzi delle abitazioni e gli affitti può anche indebolirsi per vincoli all'offerta nonché per la limitata sostituibilità reciproca tra acquisto e locazione, riconducibile ad esempio a vincoli di indebitamento, alla dimensione del mercato degli affitti, a caratteristiche differenti tra gli immobili concessi in locazione e quelli occupati dai proprietari nonché a elevati costi di transazione. Se l'immobile residenziale è considerato un'attività, il divario tra affitti e prezzi delle abitazioni potrebbe essere generato da altri fattori che incidono sul costo d'uso del patrimonio immobiliare. Fra questi si annoverano i tassi di interesse sui mutui ipotecari, varie forme di imposte e sussidi connessi agli immobili nonché le aspettative circa l'evoluzione futura dei prezzi delle abitazioni [5]. In considerazione del più recente episodio di forte ascesa e repentino calo dei prezzi (*boom and bust*) nei mercati degli immobili residenziali negli Stati Uniti e in alcuni paesi

3) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Andamenti recenti del mercato immobiliare nell'area dell'euro* nel numero di maggio 2010 di questo Bollettino.
4) Cfr. anche il rapporto sulle questioni strutturali pubblicato dalla BCE nel 2003 con il titolo *Structural factors in the EU housing markets*.
5) Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino, nonché *Housing finance in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 101, marzo 2009. Cfr. anche Hiebert, P. e Sydow, M. (2009), *What drives returns to euro area housing? Evidence from a dynamic dividend-discount model*, Working Paper della BCE, n. 1019.

Figura B Variazioni dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, degli affitti e dello IAPC complessivo nel periodo 1997-1999

(in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.
Nota: le variazioni si riferiscono alla differenza fra il tasso di crescita sui dodici mesi del 1999 e quello del 1997 (o del 1998 nel caso in cui non siano disponibili dati sul periodo precedente).

dell'area dell'euro, quest'ultimo fattore potrebbe aver svolto un ruolo importante nella differenziazione dei prezzi delle abitazioni e degli affitti nella prima parte dell'ultimo decennio.

Ad alcuni dei fattori appena menzionati potrebbe anche essere ricondotta la divergenza tra i tassi di variazione sul periodo corrispondente degli affitti e quelli dei prezzi delle abitazioni osservata in vari paesi dell'area dell'euro verso la fine degli anni '90. Come risulta dal riquadro di sinistra della figura B, molti paesi dell'area dell'euro hanno registrato un calo dell'inflazione delle locazioni tra il 1997 e il 1999, mentre i prezzi delle abitazioni acceleravano. L'avvio dell'UEM durante questo periodo ha indotto cambiamenti strutturali di rilievo. In primo luogo, in molti paesi l'inflazione al consumo si è ridotta, circostanza che avrebbe potuto esercitare un effetto al ribasso sull'inflazione delle locazioni attraverso il meccanismo di indicizzazione. Come mostra il riquadro di destra della figura B, in molti paesi il calo dell'inflazione nella componente dello IAPC relativa agli affitti ha rispecchiato la diminuzione dello IAPC complessivo, pur essendo più marcato [6]. In secondo luogo, la flessione dei tassi di interesse nominali e reali hanno reso più conveniente per le famiglie l'acquisto anziché l'affitto di un'abitazione, determinando forse un effetto di sostituzione che ha sostenuto i prezzi degli immobili residenziali e ha depresso la crescita degli affitti [7].

È importante inoltre considerare che il limitato comovimento osservato tra i prezzi delle abitazioni dell'area dell'euro e la componente degli affitti nello IAPC potrebbe altresì rispecchiare alcune questioni statistiche. Quanto ai prezzi delle abitazioni, i dati utilizzati nel presente riquadro sono stati raccolti dalle BCN dell'area dell'euro [8] e non sono armonizzati in termini di proprietà statistiche. L'analisi della trasmissione delle variazioni dei prezzi delle abitazioni a quelle dei canoni di locazione potrebbe risentire, in particolare, delle differenze di copertura delle tipo-

6) La figura B va interpretata con una certa cautela poiché riporta le variazioni contemporanee di una serie rispetto a un'altra, mentre è prevedibile che quella degli affitti reagisca in ritardo all'evoluzione dello IAPC complessivo e dei prezzi delle abitazioni.
7) Per maggiori ragguagli cfr. il rapporto sulle questioni strutturali citato in precedenza.
8) Gli istituti di statistica dell'UE stanno attualmente lavorando a un approccio statistico armonizzato per la compilazione di indici dei prezzi degli immobili residenziali. Finora, tuttavia, solo alcuni paesi hanno pubblicato risultati nell'ambito di questo progetto.

logie di immobili tra i vari indici. Essa potrebbe inoltre essere influenzata dal modo in cui le variazioni dei singoli prezzi sono combinate per formare un indice aggregato e sono corrette per i mutamenti di composizione delle caratteristiche degli immobili i cui prezzi sono osservati nel corso del tempo. Ad esempio, gli indici dei prezzi delle abitazioni che rispecchiano i prezzi degli immobili esistenti misurano un fenomeno diverso da quelli relativi ai prezzi dei nuovi immobili. La trasmissione delle variazioni di prezzo degli edifici esistenti e di nuova costruzione alla componente degli affitti nello IAPC potrebbe mostrare una dinamica molto diversa in termini di dimensioni, canale e tempi di traslazione. In particolare nell'area dell'euro, sebbene per molti paesi gli indicatori riguardino gli immobili sia nuovi sia esistenti, circa un terzo della copertura degli indicatori relativi ai prezzi degli immobili residenziali dell'area fa capo a indicatori nazionali che rispecchiano unicamente le variazioni dei prezzi degli edifici esistenti.

Per quanto riguarda la componente degli affitti dello IAPC, benché si presti meglio al confronto fra i vari paesi, l'analisi del processo di trasmissione potrebbe tuttavia essere ostacolata da questioni statistiche. In particolare, è importante che gli indici degli affitti rispecchino accuratamente l'equilibrio tra i contratti di locazione per gli immobili di nuova costruzione e quelli per gli edifici esistenti e che comprendano sia i canoni contrattati sul mercato aperto sia quelli delle case popolari. Come già osservato, i prezzi dei contratti esistenti possono tendenzialmente mostrare una maggiore vischiosità rispetto a quelli dei nuovi contratti ed essere più spesso soggetti a una regolamentazione dei prezzi. In alcuni paesi dell'area dell'euro la copertura per i nuovi contratti di locazione, soprattutto per le unità di recente costruzione, è limitata.

Un'altra questione concerne il contributo relativo degli andamenti nazionali, da un lato, all'indicatore dei prezzi degli immobili residenziali dell'area dell'euro e, dall'altro, alla componente degli affitti nello IAPC sempre dell'area. L'indicatore dei prezzi degli immobili residenziali aggrega le variazioni dei prezzi delle abitazioni a livello nazionale sulla base delle quote del PIL, mentre le stime per la componente degli affitti nello IAPC dell'area dell'euro rispecchiano le dimensioni relative dei mercati degli affitti in ciascun paese.

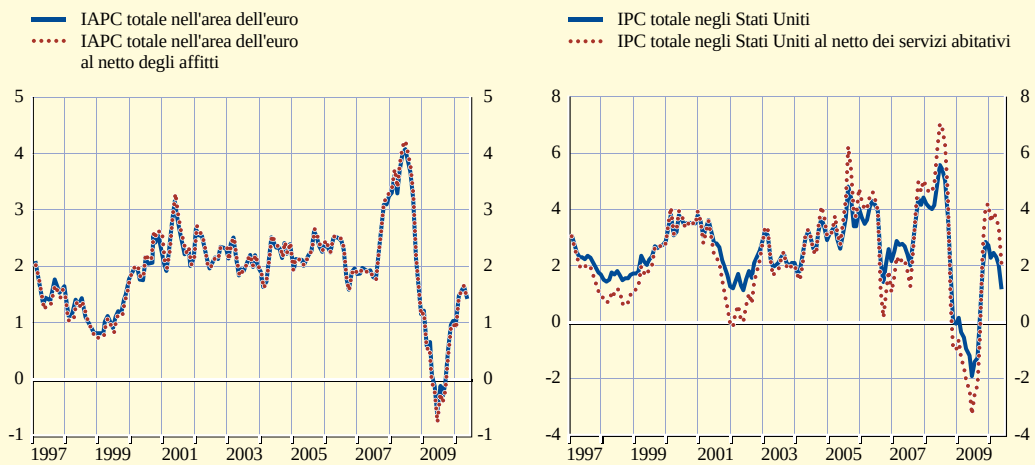
Impatto sugli indici dei prezzi al consumo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

Per valutare l'impatto dell'inflazione delle locazioni sullo IAPC complessivo, nel riquadro di sinistra della figura C si confronta il tasso di inflazione sul periodo corrispondente misurato sullo IAPC totale dell'area dell'euro, con quello totale al netto degli affitti. Il riquadro di destra mostra le variazioni percentuali sul periodo corrispondente dell'IPC totale statunitense e di quello totale al netto dei servizi abitativi. Mentre le differenze fra le due serie sono trascurabili nell'area dell'euro, esse sono più significative negli Stati Uniti. In particolare, più di recente l'IPC statunitense totale al netto dei servizi abitativi ha registrato tassi di crescita più elevati rispetto all'IPC totale. Un elemento importante da evidenziare in questo contesto è che l'IPC statunitense e lo IAPC dell'area dell'euro sono diversi per quanto concerne la loro copertura dei costi abitativi. Il primo comprende i costi di alloggio sostenuti dagli abitanti in case di proprietà sotto forma di corresponsione di affitti imputati, mentre il secondo non contempla i costi abitativi connessi agli immobili occupati dai proprietari [9]. Gli affitti figurativi (*owners' equivalent rent*) rappresentano circa il 24 per cento del costo della vita rilevato dall'IPC statunitense. Per contro, gli affitti

9) Quanto al trattamento delle abitazioni occupate dai proprietari nello IAPC, cfr. anche il riquadro 2 nell'articolo *L'indice armonizzato dei prezzi al consumo: concetto, proprietà ed esperienza* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino. L'indice dei servizi abitativi nell'IPC statunitense comprende anche i soggiorni fuori casa e l'assicurazione per alloggi in locazione e di proprietà, ma l'incidenza di queste voci è relativamente modesta.

Figura C IAPC dell'area dell'euro e IPC degli Stati Uniti: indici totali e al netto degli affitti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, BCE e Thomson Financial Datastream.

effettivi costituiscono circa il 6 per cento del paniere sia dell'IPC statunitense sia dello IAPC dell'area dell'euro.

In conclusione, sebbene in teoria ci si possa attendere un comovimento tra i prezzi delle abitazioni e gli affitti nel lungo periodo, è probabile che la dinamica di questa relazione risenta di vari fattori istituzionali ed economici. Nell'area dell'euro la reazione della componente degli affitti nello IAPC all'evoluzione dei prezzi degli immobili residenziali è solo modesta. Di conseguenza, le recenti brusche variazioni dei prezzi delle abitazioni hanno avuto un impatto complessivo trascurabile sullo IAPC dell'area dell'euro tramite il "canale degli affitti". Negli Stati Uniti, invece, il rallentamento dei canoni di locazione ha contribuito in misura significativa alla riduzione dell'inflazione nei mesi recenti.

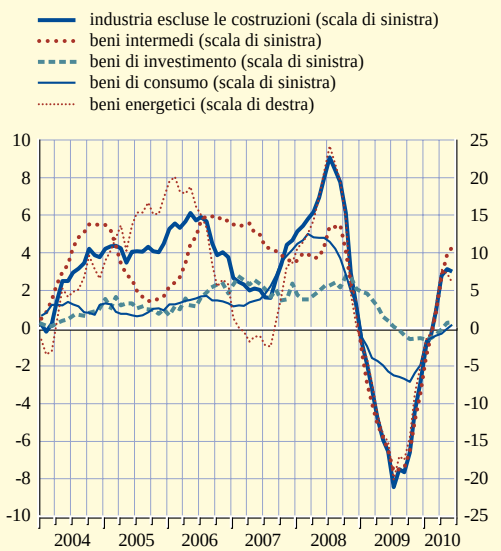
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In giugno il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è rimasto sostanzialmente invariato al 3,0 per cento, rispetto al 3,1 in maggio (cfr. figura 22). Questa lieve flessione è stata determinata da un rallentamento dei prezzi dei beni energetici riconducibile a un effetto base, mentre i prezzi alla produzione nell'industria al netto dell'energia e delle costruzioni sono aumentati a causa dell'andamento della componente dei beni intermedi e di consumo.

Anche gli indicatori derivanti dalle indagini segnalano la persistenza in luglio di spinte al rialzo sui prezzi, benché più contenute rispetto a giugno. Per quanto concerne l'indice dei responsabili degli acquisti, l'indice dei prezzi degli *input* per il settore manifatturiero è diminuito in luglio per il secondo mese consecutivo, in parte a causa del recente andamento dei prezzi delle materie prime (cfr. figura 23). Tuttavia, esso è rimasto nettamente al di sopra del valore soglia di 50, che indica un incremento dei prezzi degli *input*. In luglio l'indice dei prezzi praticati in questo settore è diminuito solo marginalmente, mentre nei servizi gli indici dei prezzi di vendita e degli *input* sono rimasti sostanzialmente invariati.

Figura 22 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

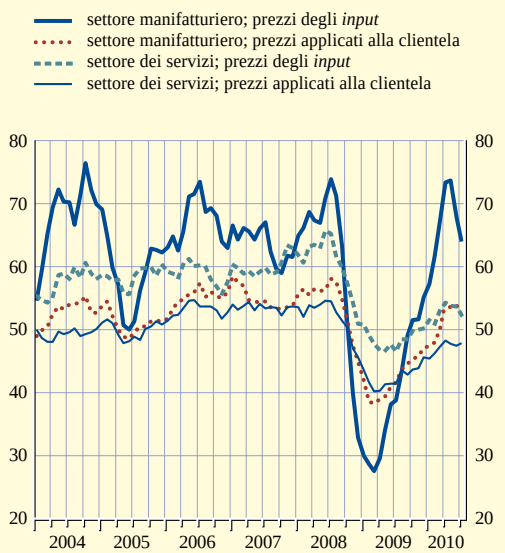
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 23 Indagini sui prezzi degli *input* e dell'*output*

(indici di diffusione; dati mensili)



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

L'indice dei prezzi di vendita è rimasto al di sotto del valore soglia di 50, segnalando una flessione dei prezzi in questo settore. Nel complesso, questi indicatori suggeriscono ancora che le imprese nell'area dell'euro incontrano qualche difficoltà nel trasferire ai consumatori i rincari degli *input*.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Dall'ultimo numero di questo Bollettino si sono resi disponibili solo pochi nuovi dati relativi agli indicatori del costo del lavoro. Nel primo trimestre del 2010 le discrepanze fra le dinamiche dei vari indicatori del costo del lavoro, in termini di tasso di crescita sul periodo corrispondente, hanno continuato a ridursi (cfr. figura 24 e tavola 5). Il quadro complessivo conferma il contenimento del costo del lavoro nei primi mesi del 2010.

Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

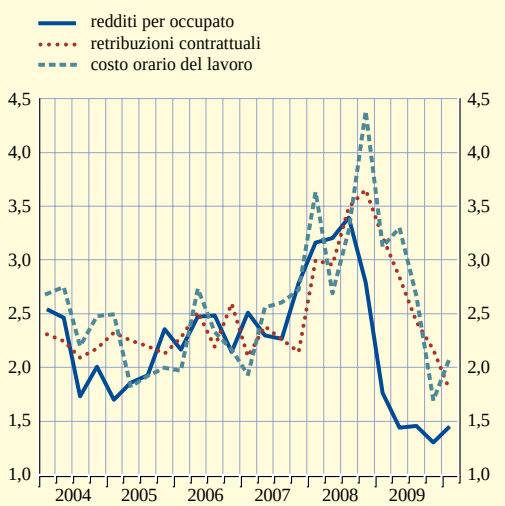
	2008	2009	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	3,3	2,7	3,2	2,8	2,4	2,2	1,8
Costo orario complessivo del lavoro	3,5	2,7	3,1	3,3	2,6	1,7	2,1
Redditi per occupato	3,1	1,5	1,8	1,4	1,5	1,3	1,5
Per memoria:							
Produttività del lavoro	-0,2	-2,3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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è sceso all'1,8 per cento nel primo trimestre del 2010, dal 2,2 del trimestre precedente. Questa riduzione ha interessato diversi paesi nell'area dell'euro, a conferma che l'incremento delle retribuzioni contrattuali ha mantenuto l'andamento flettente registrato dagli inizi del 2009. Le informazioni disponibili suggeriscono che la dinamica relativamente moderata di tali retribuzioni nel primo trimestre si è protratta nel secondo, in linea con le deboli condizioni del mercato del lavoro.

Figura 24 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



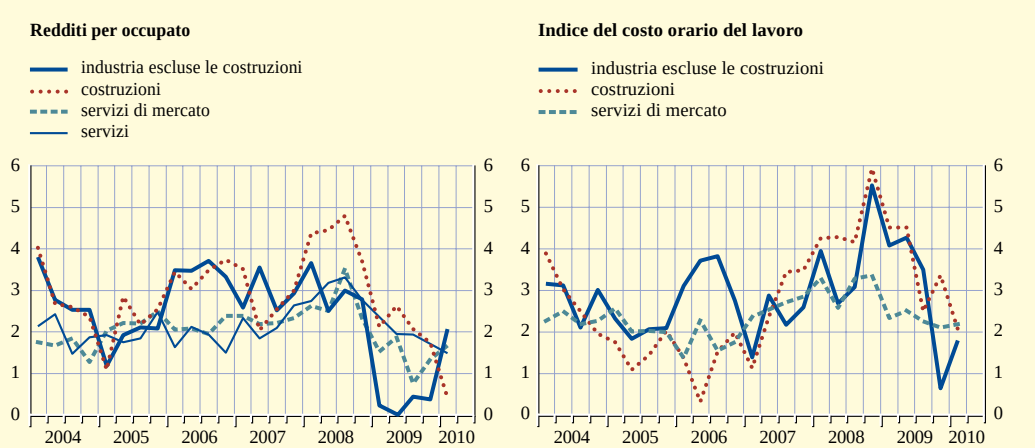
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

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

Nel primo trimestre del 2010 la crescita dei redditi per occupato è aumentata leggermente all'1,5 per cento, dall'1,3 nel trimestre precedente. La scomposizione per settori ha evidenziato un marca-

Figura 25 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

to aumento nell'industria, ma un brusco calo nelle costruzioni. L'accelerazione delle retribuzioni contrattuali rispetto alla dinamica dei redditi per occupato nel primo trimestre indica che l'inerzia salariale nell'area dell'euro è ancora negativa.

L'incremento sostanzialmente stabile dei redditi per occupato, unitamente a un ulteriore consistente miglioramento della produttività, entrambi misurati su base pro capite, hanno indotto un'ulteriore marcata decelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto. Nel primo trimestre del 2010 la sua dinamica è stata negativa (-0,5 per cento), segnando un calo rispetto all'incremento dell'1,3 per cento nel trimestre precedente e una forte contrazione rispetto al valore massimo di quasi il 6 per cento raggiunto nel primo trimestre del 2009.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nei prossimi mesi ci si attende che i tassi di crescita sui dodici mesi dello IAPC mostrino ulteriore volatilità intorno al livello attuale. Su un orizzonte più lungo, nel 2011 i tassi di inflazione si dovrebbero mantenere nel complesso moderati grazie alle modeste pressioni interne sui prezzi.

I risultati dell'ultima *Survey of Professional Forecasters* (SPF) condotta dalla BCE (cfr. riquadro 7) mostrano che i previsori non hanno modificato le loro aspettative di inflazione per il 2010, 2011 e 2012 rispetto alla precedente indagine.

I rischi per le prospettive dei prezzi rimangono sostanzialmente bilanciati. Nel medio periodo i rischi al rialzo sono connessi soprattutto all'evoluzione dei corsi delle materie prime. Gli incrementi dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati potrebbero inoltre superare le aspettative correnti, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni. Al tempo stesso, i rischi per gli andamenti interni dei prezzi e dei costi risultano contenuti.

Riquadro 7

RISULTATI DELLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE PER IL TERZO TRIMESTRE DEL 2010

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* per il terzo trimestre del 2010, condotta dalla BCE tra il 14 e il 19 luglio 2010 sulla base delle risposte di 55 previsori. La SPF raccoglie le aspettative su inflazione, crescita del PIL in termini reali e tasso di disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'UE [1].

Aspettative di inflazione per il 2010, 2011 e 2012

Rispetto alla precedente indagine, gli intervistati non hanno modificato le loro aspettative di inflazione, che dovrebbe rimanere invariata all'1,4 per cento nel 2010, all'1,5 nel 2011 e all'1,7 nel 2012 (cfr. la tavola) [2].

1) Data la diversità dei partecipanti censiti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive.
2) Ulteriori dati sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Orizzonte di previsione					
IAPC complessivo	**2010**	**giugno 2011**	**2011**	**giugno 2012**	**2012**	**a più lungo termine 2)**
SPF, 3° trim. 2010	1,4	1,4	1,5	1,7	1,7	2,0
Precedente SPF, 2° trim. 2010	*1,4*	-	*1,5*	-	*1,7*	*1,9*
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE	1,4-1,6		1,0-2,2	-	-	-
Consensus (luglio 2010)	1,5	-	1,5	-	1,5	2,0
Euro Zone Barometer (luglio 2010)	1,4	-	1,5	-	1,6	1,9
Crescita del PIL in termini reali	**2010**	**1° trim, 2011**	**2011**	**1° trim, 2012**	**2012**	**a più lungo termine 2)**
SPF, 3° trim. 2010	1,1	1,4	1,4	1,4	1,6	1,8
Precedente SPF, 2° trim. 2010	*1,1*	-	*1,5*	-	-	*1,8*
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE	0,7-1,3	-	0,2-2,2	-	-	-
Consensus (luglio 2010)	1,1	-	1,4	-	1,6	1,8
Euro Zone Barometer (luglio 2010)	1,1	-	1,3	-	1,6	2,0
Tasso di disoccupazione 1)	**2010**	**maggio 2011**	**2011**	**maggio 2012**	**2012**	**a più lungo termine 2)**
SPF, 3° trim. 2010	10,1	10,2	10,2	9,9	9,8	8,4
Precedente SPF, 2° trim. 2010	*10,3*	-	*10,3*	-	-	*8,5*
Consensus (luglio 2010)	10,1	-	10,2	-	-	-
Euro Zone Barometer (luglio 2010)	10,2	-	10,2	-	10,0	8,8

1) In percentuale delle forze di lavoro.
2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2014 nell'*Euro Zone Barometer* e al 2015 nella presente SPF e in *Consensus Economics*. Le aspettative per il 2012 e quelle a più lungo termine per *Consensus Economics* sono tratte dall'SPF di aprile 2010.

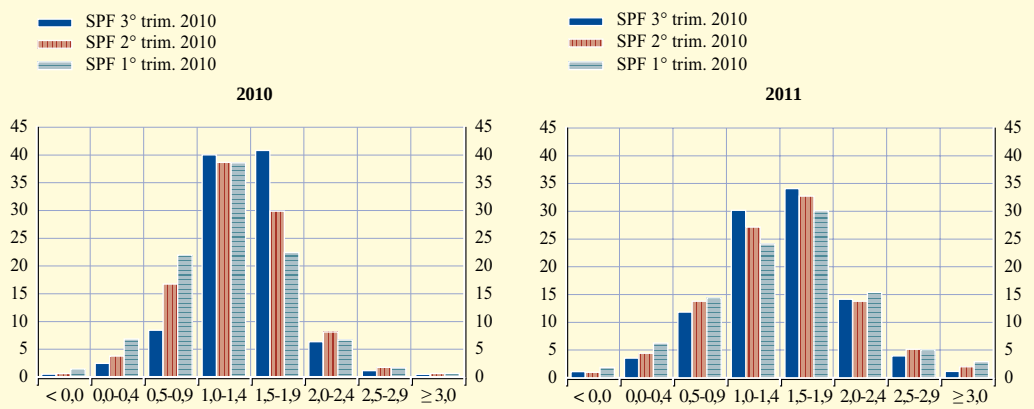
Le aspettative di inflazione desunte dall'SPF per il 2010 e il 2011 si situano all'interno degli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2010. Rispetto alle previsioni pubblicate nelle edizioni di luglio di *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer*, l'inflazione attesa secondo l'SPF è sostanzialmente simile per il 2010 e 2011 e lievemente superiore per il 2012 [3].

Ai partecipanti all'indagine SPF è stato inoltre chiesto di valutare la probabilità che l'inflazione si collochi all'interno di determinati intervalli. Rispetto all'indagine precedente, la distribuzione di probabilità aggregata per il 2010 è ora più concentrata nell'intervallo compreso fra l'1,0 e l'1,9 per cento, a cui è stata assegnata una probabilità dell'81 per cento. Entro questo intervallo, gli intervistati hanno assegnato all'incirca la stessa probabilità ai due sottointervalli compresi fra l'1,0 e l'1,4 per cento e fra l'1,5 e l'1,9 per cento. Gli interpellati hanno assegnato una probabilità dell'11 per cento a un risultato inferiore per l'inflazione (al di sotto dell'1,0 per cento) e una probabilità dell'8 per cento a un risultato superiore (al di sopra dell'1,9). La distribuzione di probabilità per il 2011 è rimasta sostanzialmente stabile rispetto alla precedente SPF, con un lieve incremento della probabilità di valori di inflazione in un intervallo tra l'1,0 e l'1,9 per cento (cfr. figura A). In base alle singole distribuzioni di probabilità, i rischi complessivi per queste previsioni sono valutati dagli intervistati al ribasso su tutti gli orizzonti di previsione, in particolare per il 2012. Ciò si rispecchia nel fatto che la maggior parte di loro ha fornito una stima puntuale superiore alla previsione media ricavata dalla distribuzione di probabilità indicata, il che implica che assegnano una maggiore probabilità a risultati più bassi di questa stima puntuale

3) Le previsioni di *Consensus Economics* per il 2012 sono state pubblicate nell'edizione di aprile 2010.

Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione sui dodici mesi nel 2010 e nel 2011 (*Survey of Professional Forecasters*, ultime inchieste [1])

(probabilità in percentuale)



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

rispetto a quelli più alti. Gran parte degli intervistati ha indicato il contenimento della crescita salariale conseguente all'elevato tasso di disoccupazione come il principale rischio al ribasso per le prospettive di inflazione. Molti hanno commentato che i principali rischi verso l'alto per lo scenario di base sono costituiti dal rialzo dei prezzi delle importazioni a seguito del deprezzamento dell'euro, dai rincari delle materie prime e del petrolio, e dall'aumento delle imposte indirette e dei prezzi amministrati per effetto dei piani di risanamento dei conti pubblici.

Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

Le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2015) sono state corrette, in media, lievemente al rialzo al 2,0 per cento, dall'1,9 (per il 2014) nella precedente indagine. La mediana delle stime puntuali, che risente in misura minore dei valori estremi rispetto alla stima puntuale media, è rimasta all'1,9 per cento. La previsione puntuale media è in linea con le previsioni di inflazione a lungo termine fornite in aprile da *Consensus Economics* (al 2,0 per cento) per il 2015 e superiore a quelle pubblicate nel luglio 2010 da *Euro Zone Barometer* per il 2014 (all'1,9 per cento).

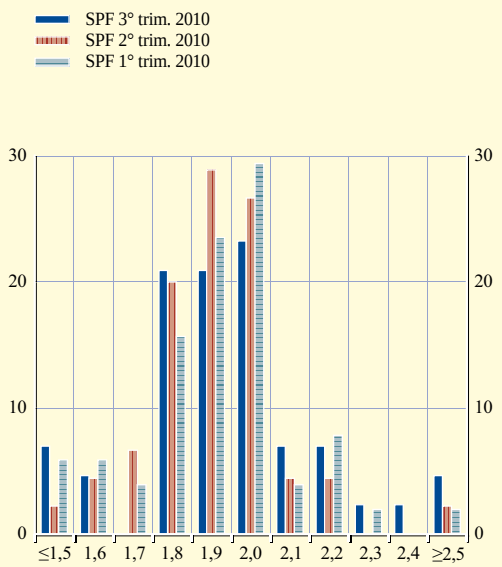
Il lieve movimento verso l'alto delle aspettative di inflazione a più lungo termine si accompagna a un maggiore disaccordo tra i previsori per quanto concerne le aspettative di inflazione a più lungo termine, misurato dalla deviazione standard delle loro previsioni puntuali. Nonostante ciò, la maggior parte degli interpellati ha fornito una previsione puntuale per le aspettative di inflazione a più lungo termine compresa tra l'1,8 e il 2,0 per cento (cfr. figura B).

Allo stesso tempo, l'incertezza aggregata che caratterizza queste attese di inflazione, misurata dalla deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata, è rimasta a un livello simile a quello della precedente edizione dell'SPF [4]. Infine, la probabilità che l'inflazione a più lungo termine si collochi al 2 per cento o su livelli superiori è rimasta sostanzialmente stabile al 44 per cento, dopo il 43 per cento della precedente indagine.

4) Per una trattazione delle misure di incertezza, cfr. il riquadro *La misurazione dell'incertezza macroeconomica percepita* nel numero di gennaio 2010 di questo Bollettino.

Figura B Distribuzione *cross-section* delle aspettative di inflazione a lungo termine (2015) fra gli intervistati per la *Survey of Professional Forecasters* (SPF)

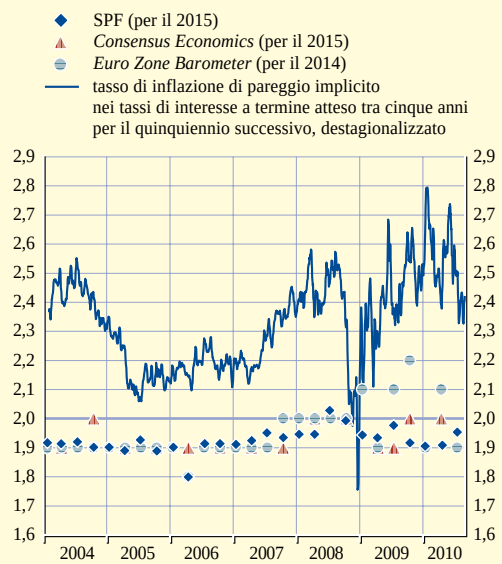
(percentuali di intervistati)



Fonte: BCE.

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

(variazioni percentuali medie sui dodici mesi; medie mobili di cinque giorni su dati giornalieri)



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

Le misure delle aspettative di inflazione ricavate dai mercati finanziari sono rimaste sostanzialmente invariate. Tuttavia, esse sono state in generale superiori a quelle dell'SPF perché includono non solo il livello di inflazione attesa ma anche un premio aggiuntivo per compensare gli investitori obbligazionari dei rischi di inflazione. Inoltre, queste misure hanno evidenziato una maggiore volatilità rispetto a quelle basate sulle indagini, non solo a causa della volatilità di tale premio, ma anche per le oscillazioni delle condizioni di liquidità nei mercati obbligazionari dalla metà del 2008 (cfr. Figura C) [5]. Occorre quindi trattare con cautela la volatilità osservata in queste misure e non interpretarla automaticamente come indicativa di revisioni delle aspettative di inflazione a lungo termine da parte degli operatori di mercato [6].

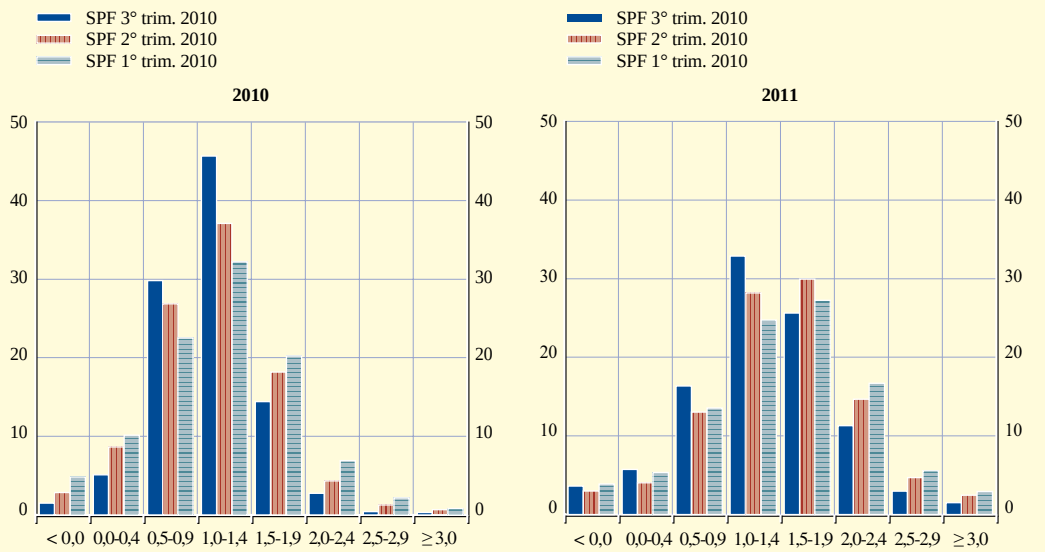
Aspettative per la crescita del PIL in termini reali

In media, la crescita del PIL in termini reali attesa dai partecipanti all'SPF è rimasta invariata all'1,1 per cento per il 2010, mentre per il 2011 è stata rivista lievemente al ribasso all'1,4 per cento, dall'1,5 della precedente indagine. Per il 2012 gli interpellati si aspettano che il PIL in termini reali cresca dell'1,6 per cento nell'area dell'euro.

5) Cfr. anche l'articolo *Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.
6) Per un'ulteriore trattazione dell'impatto della crisi dei mercati finanziari sulle misure delle attese di inflazione ricavate da tali mercati cfr. il riquadro *I recenti aumenti dei rendimenti reali e le loro implicazioni per l'analisi delle attese di inflazione* nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino. I recenti andamenti degli indicatori desunti dai mercati finanziari sulle aspettative di inflazione sono trattati nella sezione 2.4 di questo Bollettino.

Figura D Distribuzione di probabilità del tasso medio di crescita del PIL in termini reali sui dodici mesi nel 2010 e nel 2011 (*Survey of Professional Forecasters*, ultime inchieste [1])

(probabilità in percentuale)



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

Le aspettative di crescita contenute nella SPF per il 2010 e il 2011 rientrano negli intervalli riportati nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2010 e sono sostanzialmente in linea con le più recenti previsioni di *Consensus Economics* e di *Euro Zone Barometer* per il 2010 e 2011.

La distribuzione di probabilità aggregata per il 2010 è ora più concentrata nell'intervallo compreso tra l'1,0 e l'1,4 per cento rispetto alla precedente indagine, in quanto i partecipanti assegnano una probabilità del 46 per cento a questo intervallo. Per quanto riguarda il 2011, i previsori assegnano la probabilità più elevata (33 per cento) all'intervallo fra l'1,0 e l'1,4 per cento (cfr. figura D).

L'incertezza che caratterizza le previsioni per il PIL su un orizzonte di uno e due anni non è variata rispetto alla precedente indagine. I rischi complessivi per la previsione puntuale media della crescita del PIL sarebbero verso il basso su tutti gli orizzonti di previsione, in particolare per il 2012. Secondo diversi partecipanti, i rischi al ribasso per la crescita sarebbero connessi con l'adozione di piani di risanamento dei conti pubblici, il calo dei consumi privati e degli investimenti pubblici e le accresciute tensioni finanziarie, in particolare l'inasprimento dei criteri di erogazione del credito. Gli intervistati ritengono inoltre che gli effetti positivi del deprezzamento dell'euro costituiscano il principale rischio al rialzo per lo scenario di crescita.

Le aspettative di crescita a più lungo termine (per il 2015) si collocano all'1,8 per cento, invariate rispetto alla precedente edizione dell'SPF. La valutazione dell'SPF è in linea con quella dell'edizione di aprile di *Consensus Economics* (1,8 per cento nel 2015) e al di sotto di quella dell'edizione di luglio di *Euro Zone Barometer* (2,0 per cento nel 2014). In base alle singole

distribuzioni di probabilità, gli interpellati ritengono che nel complesso i rischi per la crescita a più lungo termine siano chiaramente orientati verso il basso.

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

Le aspettative sul tasso di disoccupazione sono state riviste al ribasso di 0,2 punti percentuali per il 2010 e di 0,1 punti percentuali per il 2011 e si collocano rispettivamente al 10,1 e al 10,2 per cento. Per il 2012 esse si situano ora al 9,8 per cento. I rischi complessivi per le aspettative a breve e medio termine sono considerati orientati al rialzo. Le aspettative sul tasso di disoccupazione a più lungo termine (per il 2015) sono state riviste leggermente al ribasso, di 0,1 punti percentuali, all'8,4 per cento, ma nel complesso i rischi per le prospettive di più lungo periodo sono ritenuti ancora al rialzo.

Altre variabili e ipotesi determinanti

In base alle altre informazioni fornite, gli interpellati in generale si attendono che: a) i corsi petroliferi aumentino da 77 dollari nel terzo trimestre del 2010 a circa 87 dollari nel 2012; b) la crescita salariale salga dall'1,4 per cento nel 2010, all'1,5 nel 2011, all'1,9 nel 2012 e al 2,4 nel 2014; c) l'euro si deprezzi sul dollaro, con un tasso di cambio medio a 1,23 nel 2011 e a 1,26 nel 2012; d) il tasso di riferimento della BCE rimanga stabile intorno all'1,0 per cento fino al primo trimestre del 2011, per poi aumentare intorno al 2,1 per cento, in media, nel 2012.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

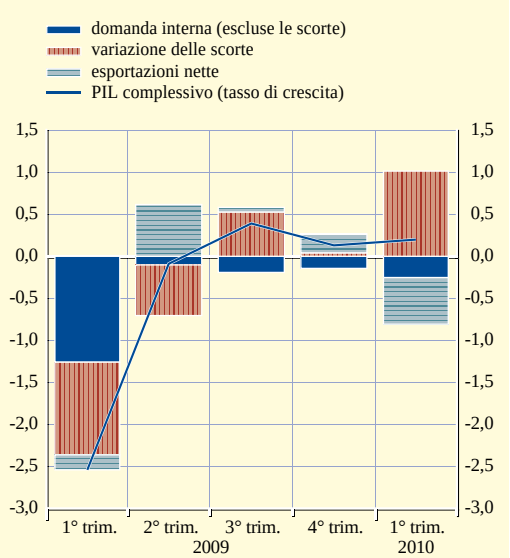
L'attività economica nell'area dell'euro è in espansione dalla metà del 2009. I recenti dati economici e le informazioni provenienti dalle indagini presso le imprese indicano un rafforzamento dell'attività nel secondo trimestre del 2010 e i dati disponibili per il terzo trimestre sono migliori delle attese. In prospettiva, il PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe crescere a un ritmo moderato e ancora irregolare nel tempo sia tra le varie economie che tra i settori dell'area. La ripresa in atto a livello mondiale e il suo impatto sulla domanda nei mercati di esportazione dell'area dell'euro, unitamente all'orientamento accomodante della politica monetaria e alle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario, dovrebbero continuare a sostenere l'economia dell'area. Nel contempo, il processo di riaggiustamento dei bilanci e le prospettive del mercato del lavoro dovrebbero frenare il ritmo della ripresa. I rischi per le prospettive economiche permangono sostanzialmente bilanciati, in un contesto di incertezza.

4.1 I COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

In base alla seconda stima dell'Eurostat, nel primo trimestre del 2010 il PIL dell'area dell'euro è aumentato in termini reali dello 0,2 per cento, a fronte di un incremento dello 0,1 del periodo precedente (cfr. figura 26). Gli indicatori disponibili suggeriscono un rafforzamento della ripresa nel secondo trimestre.

Figura 26 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nel primo trimestre del 2010 il contributo positivo delle scorte alla crescita del PIL in termini reali, pari a 1,0 punti percentuali, ha più che compensato i contributi negativi di altre componenti della domanda interna e dell'interscambio netto.

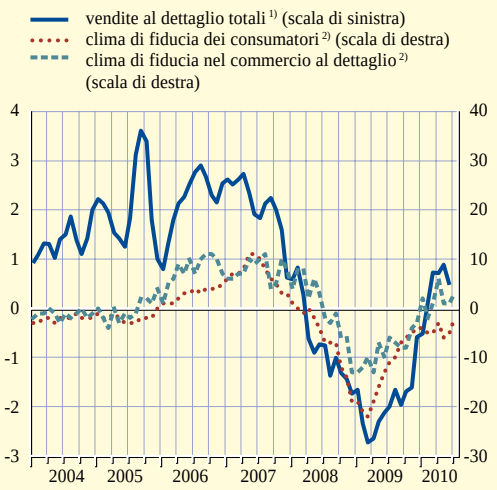
Per quanto riguarda le componenti della domanda interna, nel primo trimestre del 2010 i consumi privati sono lievemente diminuiti, dopo essere moderatamente aumentati nel quarto trimestre del 2009. Gli indicatori disponibili suggeriscono che la spesa per consumi è rimasta contenuta nel secondo trimestre del 2010. Nello stesso trimestre dell'anno il tasso di crescita sul periodo precedente delle vendite al dettaglio è sceso dello 0,2 per cento (cfr. figura 27). Se si includono le immatricolazioni di nuove autovetture, il calo dovrebbe essere ancora maggiore, a causa di una diminuzione dello 0,9 per cento delle immatricolazioni per via dell'esaurimento dell'impatto dei programmi di rottamazione. Nel complesso, gli ultimi indicatori segnalano una dinamica moderata dei consumi privati nel secondo trimestre. Per quanto riguarda il terzo trimestre dell'anno, sono disponibili solo informazioni molto limitate. Le indagini con un'attinenza ai consumi forniscono segnali contrastanti. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è aumentato in luglio, raggiungendo i livelli osservati da ultimo nel maggio del 2008. In luglio sono aumentati anche gli indicatori delle indagini relativi alle vendite al dettaglio. Nel contempo, l'indicatore degli acquisti di beni durevoli contenuto nella stessa indagine, che ha una correlazione più forte con la cre-

scita dei consumi rispetto a quella della fiducia complessiva dei consumatori, è diminuito nello stesso mese.

Nel primo trimestre del 2010 gli investimenti fissi lordi sono scesi dell'1,2 per cento in termini congiunturali, dopo una diminuzione analoga nel trimestre precedente. Tale riduzione è in larga misura ascrivibile alla componente delle costruzioni, che ha evidenziato un calo maggiore rispetto al trimestre precedente, connesso in parte agli effetti delle condizioni meteorologiche avverse. Gli investimenti diversi dalle costruzioni sono anch'essi diminuiti, ma a un ritmo molto più contenuto.

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

(dati mensili)



Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.
Nota: a partire da maggio 2010 i dati delle indagini congiunturali della Commissione europea fanno riferimento alla classificazione delle attivita economiche NACE Rev. 2.
1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate su tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative al netto dei carburanti.
2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

Gli indicatori disponibili suggeriscono che la crescita degli investimenti nell'area dell'euro è proseguita oltre il primo trimestre. Il comparto delle costruzioni, è diminuito in maggio, pur restando in media negli ultimi due mesi, superiore dell'1,1 per cento rispetto al livello raggiunto nel primo trimestre dell'anno, in cui si era registrato un calo congiunturale del 4,1 per cento. Gli effetti di condizioni meteorologiche insolitamente rigide nel primo trimestre sembrano essersi invertiti nel secondo trimestre. La produzione industriale di beni di investimento, un indicatore degli investimenti futuri in beni diversi dalle costruzioni, è aumentata ulteriormente in aprile e maggio. Nel settore manifatturiero la fiducia ha continuato a fornire segnali positivi in luglio. In aggiunta, in base alle indagini della Commissione europea, il grado di utilizzo della capacità produttiva è aumentato in luglio rispetto ad aprile. I limiti alla produzione derivanti dall'insufficienza di domanda hanno continuato a diminuire visibilmente in tale periodo, mentre quelli dal lato dell'offerta derivanti dalla mancanza di attrezzature o spazio e dalla carenza di offerta di lavoro sono leggermente aumentati. Nel complesso, nel secondo trimestre gli investimenti dovrebbero essere relativamente sostenuti grazie al miglioramento delle condizioni meteorologiche dei primi tre mesi dell'anno. Successivamente, ci si attende che rimangano nel complesso piuttosto contenuti.

Per quanto riguarda gli andamenti dell'interscambio, sia le importazioni che le esportazioni sono aumentate nettamente nel primo trimestre del 2010, con un incremento lievemente maggiore delle importazioni che ha determinato un contributo negativo dell'interscambio netto alla crescita del PIL. Gli elevati tassi di crescita dell'interscambio possono essere considerati una correzione della forte contrazione registrata nel 2008 e nella prima metà del 2009 (cfr. anche l'articolo *Andamenti recenti dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino). I dati e le indagini recenti suggeriscono che l'interscambio dell'area dell'euro ha continuato a crescere fortemente anche dopo il primo trimestre del 2010, seppur a un ritmo leggermente più contenuto.

Nel primo trimestre del 2010 le scorte hanno fornito un consistente contributo positivo alla crescita del PIL. In prospettiva, le indagini e i riscontri aneddotici suggeriscono che il ritmo della ricostituzione delle scorte dovrebbe rallentare. Il contributo alla crescita del PIL nel secondo trimestre rimane tuttavia altamente incerto, poiché dipende dalla rapidità della ripresa della domanda e dall'entità della

revisione delle attese sull'attività economica da parte delle imprese. Inoltre, sussiste un certo grado di incertezza statistica connesso al modo in cui vengono stimate le scorte.

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

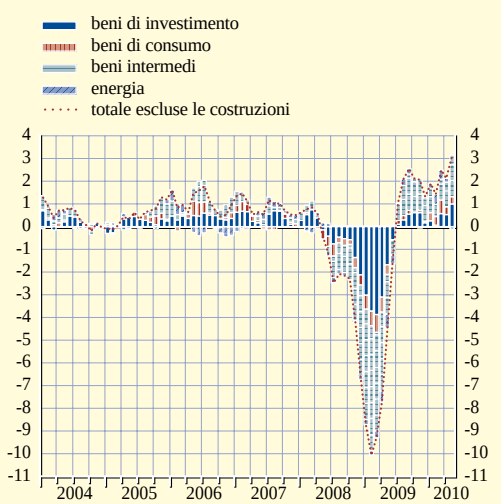
Nel primo trimestre del 2010 il valore aggiunto in termini reali è aumentato dello 0,5 per cento sul periodo precedente, dopo un incremento dello 0,1 nel quarto trimestre del 2009. Tale aumento riflette una maggiore crescita nell'industria (al netto delle costruzioni) e, in misura minore, nei servizi. Nel contempo, la flessione della produzione di costruzioni è continuata nel primo trimestre del 2010.

Per quanto riguarda gli andamenti del secondo trimestre del 2010, la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è aumentata in aprile e maggio (cfr. figura 28). A seguito di tali incrementi, l'indice è risultato superiore del 2,5 per cento rispetto al livello del primo trimestre, dopo aver registrato un aumento congiunturale di pari entità nei primi tre mesi dell'anno. I nuovi ordinativi industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono anch'essi aumentati in aprile e maggio, portando il livello medio dei due mesi nettamente al di sopra di quello del primo trimestre 2010 e indicando, inoltre, una crescita più sostenuta nel secondo trimestre rispetto al primo.

I dati desunti dalle indagini congiunturali segnalano un'espansione dell'attività economica nel secondo trimestre del 2010 e in luglio. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è ulteriormente salito, superando quota 56, indicando un'accelerazione dell'attività nel settore (cfr. figura 29). Per quanto riguarda il settore dei servizi, anche l'indice PMI per l'attività

Figura 28 Crescita della produzione industriale e contributi

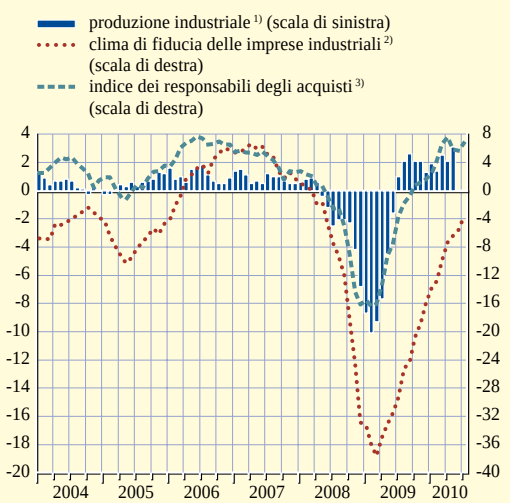
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

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

(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.
Note: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero. A partire da maggio 2010 i dati delle indagini congiunturali della Commissione europea fanno riferimento alla classificazione delle attività economiche NACE Rev. 2.
1) Variazioni percentuali sui tre mesi precedenti.
2) Saldi percentuali.
3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

economica ha registrato un forte incremento in luglio, confermando che l'attività ha continuato a espandersi anche in tale settore, sebbene a un ritmo più moderato che in quello manifatturiero. Altre indagini congiunturali presso le imprese, come quelle della Commissione europea, sono in linea con il PMI, suggerendo un miglioramento delle aspettative sull'economia. In luglio la fiducia è aumentata in tutti i settori.

MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro si sono stabilizzate nei mesi recenti. Nel primo trimestre del 2010 l'occupazione nell'area dell'euro è rimasta invariata su base trimestrale, segnando un notevole miglioramento rispetto alle dinamiche fortemente negative registrate in precedenza.

A livello settoriale, l'occupazione nella produzione industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita, seppur a un ritmo minore rispetto al quarto trimestre del 2009 (cfr. tavola 6 e figura 30). Le condizioni meteorologiche insolitamente rigide nel primo trimestre 2010 hanno determinato un calo dell'occupazione nel settore delle costruzioni che dovrebbe invertirsi nel secondo trimestre. Nel settore dei servizi l'occupazione è aumentata nel primo trimestre del 2010 per la prima volta dal secondo trimestre del 2008; la crescita ha riguardato i servizi finanziari e alle imprese, e la pubblica amministrazione, mentre il commercio e i trasporti sono rimasti stabili. I dati trimestrali dell'Eurostat sulle ore lavorate nell'area dell'euro mostrano una riduzione contenuta nel primo trimestre del 2010, a fronte di riduzioni più consistenti nei trimestri precedenti.

Oltre alla ripresa della crescita del prodotto nell'area dell'euro, anche la riduzione dell'occupazione negli ultimi trimestri ha contribuito a segnare un rallentamento del calo della produttività. Nel primo trimestre del 2010 la produttività aggregata dell'area dell'euro (misurata in termini di prodotto per occupato) è ulteriormente aumentata, portandosi all'1,9 per cento su base annua, dopo la crescita piatta del quarto trimestre del 2009 (cfr. figura 31). Tale incremento deriva in larga misura dall'industria (al netto delle costruzioni). Nel settore dei servizi la produttività è aumentata più gradualmente.

In giugno il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è rimasto invariato al 10,0 per cento per il quinto mese consecutivo, a indicazione che anche il tasso trimestrale del secondo trimestre si è collocato al 10,0 per cento, un livello leggermente più elevato rispetto al 9,9 per cento del primo

Tavola 6 Crescita dell'occupazione

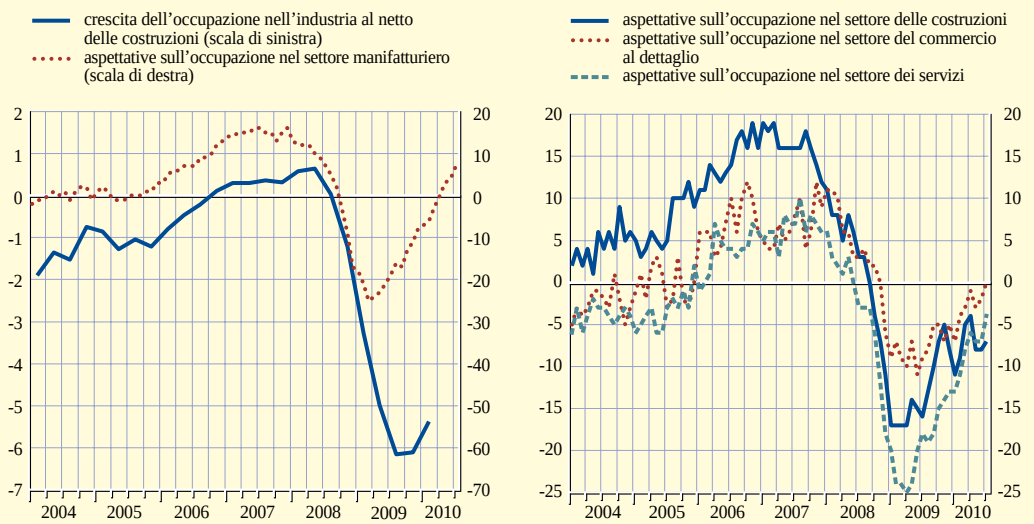
(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

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

Figura 30 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

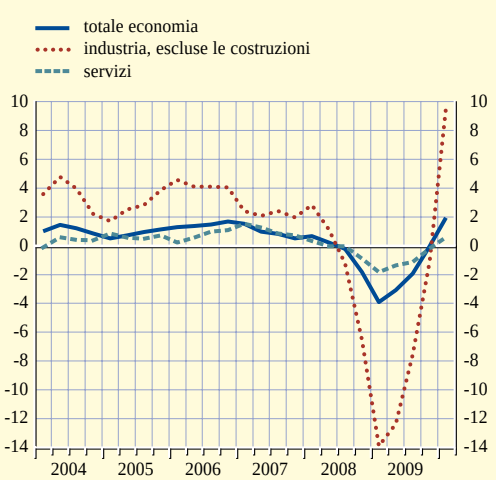


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
Note: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media. A partire da maggio 2010 i dati delle indagini congiunturali della Commissione europea fanno riferimento alla classificazione delle attività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

trimestre (cfr. figura 32). Gli indicatori delle indagini sono migliorati nel secondo trimestre 2010, con un ulteriore incremento in luglio rispetto a giugno, indicando una stabilizzazione della disoccupazione nell'area dell'euro nei mesi a venire. Ciò è in linea anche con una revisione al ribasso dei dati sulla disoccupazione attesa nel 2010 nella *Survey of Professional Forecasters* (cfr. riquadro 7 nella sezione 3).

Figura 31 Produttività del lavoro

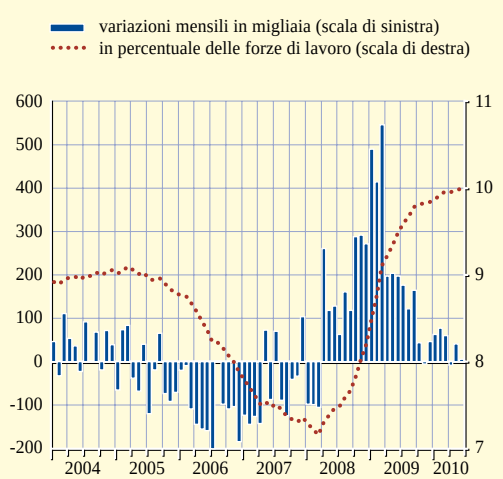
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 32 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel secondo trimestre del 2010 la crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali dovrebbe essersi rafforzata, con un miglioramento ascrivibile, in larga misura, a effetti temporanei. I dati disponibili per il terzo trimestre sono migliori delle attese. In prospettiva, il PIL dovrebbe espandersi a un ritmo moderato e ancora irregolare nel tempo sia tra le varie economie che tra i settori dell'area dell'euro. La ripresa in atto a livello mondiale e il suo impatto sulla domanda nei mercati di esportazione dell'area dell'euro, unitamente all'orientamento accomodante della politica monetaria e alle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario, dovrebbero continuare a sostenere l'economia dell'area. Nel contempo, il processo di riaggiustamento dei bilanci e le prospettive del mercato del lavoro dovrebbero esercitare un impatto frenante sulla crescita economica.

I rischi per le prospettive economiche continuano a essere considerati sostanzialmente bilanciati, in un contesto di incertezza. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, sia l'economia mondiale che il commercio con l'estero potrebbero registrare una ripresa più marcata di quanto previsto al momento, stimolando pertanto le esportazioni dell'area dell'euro. Quanto ai rischi al ribasso, permangono preoccupazioni in merito alle rinnovate tensioni nei mercati finanziari. In aggiunta, nuovi incrementi dei prezzi del petrolio e di altre materie prime, l'intensificarsi di spinte protezionistiche, nonché la possibilità di una correzione disordinata degli squilibri mondiali potrebbero pesare verso il basso.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Nei tre mesi terminanti il 4 agosto del 2010 l'euro si è deprezzato del 2,2 per cento in termini effettivi nominali, scendendo nettamente al di sotto della media del 2009. Tale indebolimento è stato generalizzato.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

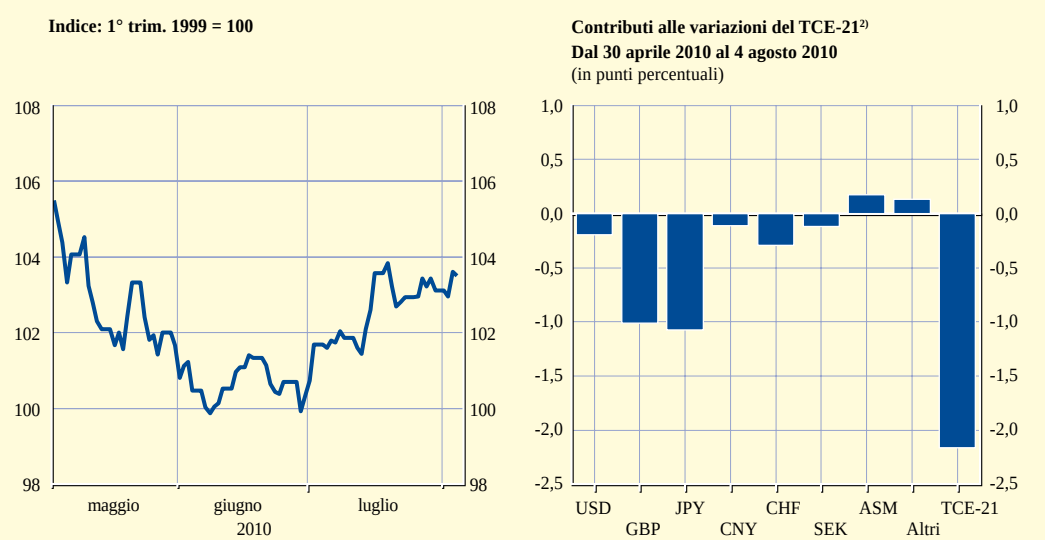
Il 4 agosto del 2010 il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise dei 21 più importanti partner commerciali dell'area – era inferiore del 2,2 per cento rispetto al livello della fine di aprile e del 7,4 per cento rispetto alla media del 2009 (cfr. figura 33). Il deprezzamento dell'euro è stato generalizzato e accompagnato da un calo della volatilità implicita dei cambi bilaterali con le altre divise principali.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Nei tre mesi terminanti il 4 agosto del 2010 l'euro si è indebolito sul dollaro statunitense, collocandosi al di sotto della media del 2009 (cfr. figura 34). Il 4 agosto l'euro è stato scambiato a 1,32 dollari, un valore inferiore dello 0,8 per cento a quello di fine aprile e di circa il 5 per cento rispetto alla media del 2009. Questo deprezzamento piuttosto modesto è riconducibile a un netto deprezzamento in maggio, che è stato compensato in larga misura da un forte successivo apprezzamento principalmente in luglio. Alle rinnovate tensioni sui mercati finanziari a inizio maggio, cui sono ascrivibili le spinte al ribasso sulla moneta unica in maggio, sono poi seguiti degli annunci di notizie macroeconomiche per l'area dell'euro più positivi rispetto alle attese, invertendo la tendenza del tasso di cambio bilaterale dell'euro contro il dollaro statunitense.

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

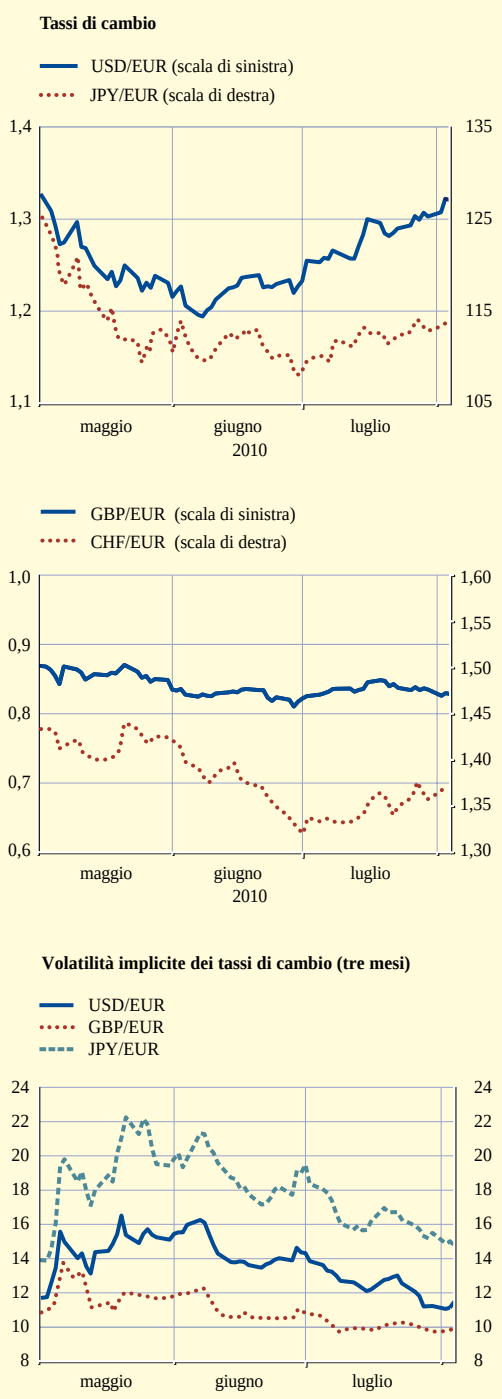
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.
1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 21 dei più importanti partner commerciali dell'area che includono tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.
2) I contributi alle variazioni del TCE-21 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto la sterlina britannica e la corona svedese). La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sei partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-21. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-21.

Figura 34 Tassi di cambio e volatilità implicite

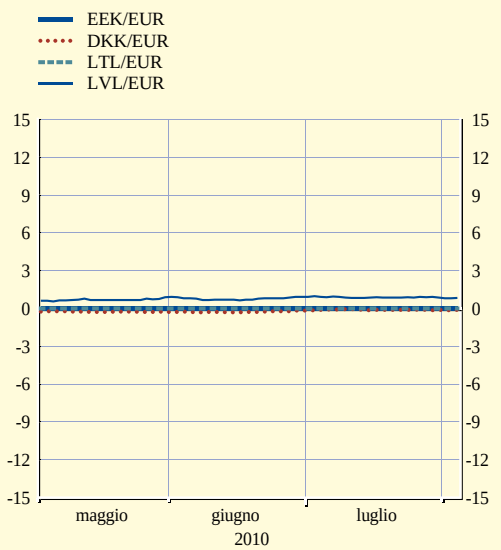
(dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg e BCE.

Figura 35 Tassi di cambio negli AEC II

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



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

YEN GIAPPONESE/EURO

Nei tre mesi terminanti il 4 agosto del 2010 l'euro si è deprezzato rispetto allo yen giapponese. Il 4 agosto la moneta unica è stata quotata a 112,9 yen, un livello inferiore del 10,3 per cento a quello di fine aprile e del 13,4 per cento rispetto alla media del 2009. Nello stesso periodo di riferimento la volatilità implicita del cambio yen/euro è aumentata, sia nel breve sia nel lungo termine (cfr. figura 34).

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Nei tre mesi terminanti il 4 agosto del 2010 le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 35). Nello stesso periodo il lat lettone è rimasto nell'area di deprezzamento del corridoio di oscillazione del ±1 per cento fissato unilateralmente. Il 13 luglio 2010 il Consiglio dell'Unione europea ha approvato la domanda di adesione dell'Estonia all'area dell'euro con decorrenza dal 1° gennaio 2011.

In tale data l'Estonia entrerà a far parte dell'area della moneta unica e l'euro sostituirà la corona estone. Il tasso di conversione è stato fissato a 15,6466 corone per euro (cfr. riquadro 8).

Per quanto concerne le divise degli Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, nei tre mesi terminanti il 4 agosto la moneta unica europea si è deprezzata del 4,8 per cento su quella britannica e il 4 agosto veniva scambiata a 0,83 sterline. Nello stesso periodo l'euro si è rafforzato sul fiorino ungherese (del 5,7 per cento) e sullo zloty polacco (del 2,2 per cento) e si è nuovamente indebolito contro la corona ceca (del 3,1 per cento).

ALTRE VALUTE

Nei tre mesi fino all'inizio di agosto l'euro si è indebolito sul franco svizzero, avendo quest'ultimo tratto vantaggio da una riallocazione di capitali verso investimenti ritenuti più sicuri (*flight-to-safety*) da parte degli investitori internazionali. Alla fine di giugno gli interventi della Banca nazionale svizzera tesi a contenere l'apprezzamento del franco svizzero sono stati sospesi. Il 4 agosto del 2010 l'euro si è collocato a 1,37 franchi svizzeri, un livello inferiore del 4,3 per cento a quello di fine aprile. Nello stesso periodo i tassi di cambio bilaterali della moneta unica con il renminbi cinese e il dollaro di Hong Kong hanno continuato a seguire gli andamenti di quello con il dollaro statunitense.

Riquadro 8

L'INTRODUZIONE DELL'EURO IN ESTONIA IL 1° GENNAIO 2011

Nel 2010 la Banca centrale europea (BCE) e la Commissione europea hanno preparato i rispettivi Rapporti sulla convergenza, ai sensi del requisito sancito all'articolo 140 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea di riferire al Consiglio dell'Unione europea (Consiglio UE) almeno una volta ogni due anni, o su richiesta di uno Stato membro con deroga, sui progressi compiuti dagli Stati membri con deroga nell'adempimento degli obblighi relativi alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria. Tali rapporti sono stati pubblicati in data 12 maggio 2010. Sulla base dell'esame condotto, la Commissione europea è giunta alla conclusione che l'Estonia soddisfa i requisiti previsti per l'adozione della moneta unica. Il 13 luglio 2010 il Consiglio UE ha adottato una decisione che consente all'Estonia di introdurre l'euro come valuta a partire dal 1° gennaio 2011.

Il 13 luglio 2010 il Consiglio UE ha inoltre adottato un regolamento che fissa il tasso irrevocabile di conversione fra la corona estone e l'euro. Tale tasso di conversione è stato fissato a 15,6466 corone per euro e corrisponde alla parità centrale convenuta il 28 giugno 2004 quando la valuta estone è entrata nei nuovi accordi europei di cambio (AEC II). Dall'ingresso negli AEC II, la parità centrale della valuta estone rispetto all'euro non si è svalutata e il tasso di cambio della corona è stato mantenuto alla sua parità centrale con un impegno unilaterale, che non ha pertanto imposto alcun obbligo aggiuntivo alla BCE. La BCE ha condiviso la scelta di adottare l'attuale parità centrale come tasso di conversione per l'adozione dell'euro. A seguito della fissazione del tasso di conversione della corona estone, la BCE e la Eesti Pank seguiranno attentamente l'andamento del tasso di cambio di mercato tra corona estone ed euro nell'ambito degli AEC II sino alla fine del 2010.

Con l'introduzione dell'euro in Estonia il 1° gennaio 2011, l'area dell'euro comprenderà 17 Stati membri dell'UE. Con l'adozione dell'euro l'Estonia potrà godere dei vantaggi della moneta unica: eliminazione dell'instabilità dei cambi all'interno dell'Unione economica e monetaria;

un quadro di politica monetaria credibile per il mantenimento della stabilità dei prezzi in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse a lungo termine, prezzi e costi perfettamente trasparenti, ridotti costi informativi e di transazione e una maggiore capacità di fare fronte agli shock economici e finanziari. Nel contempo, per poter cogliere appieno i vantaggi offerti dall'euro e favorire un funzionamento efficiente dei meccanismi di aggiustamento all'interno dell'area valutaria ampliata, è importante che l'Estonia conduca delle politiche economiche interamente orientate a garantire la sostenibilità del processo di convergenza. In particolare, le autorità estoni hanno rimarcato pubblicamente il proprio impegno ad assicurare un contesto economico favorevole a una crescita sostenibile del prodotto e dell'occupazione, con condizioni macroeconomiche equilibrate, inclusa la stabilità dei prezzi. Ciò implica, in maniera specifica: 1) il mantenimento di politiche fiscali prudenti; 2) il proseguimento di riforme strutturali tese ad accrescere la competitività di costo e la produttività; e 3) l'attuazione di politiche appropriate per il settore finanziario volte ad assicurare la stabilità finanziaria e a evitare l'accumulo di squilibri.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

Negli ultimi mesi l'interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro ha registrato un'ulteriore espansione, sebbene vi siano alcuni segni di stabilizzazione nel tasso di crescita. In maggio il disavanzo cumulato su 12 mesi del conto corrente dell'area si è ridotto nettamente rispetto a un anno prima, portandosi a 43,9 miliardi di euro (circa lo 0,5 per cento del PIL dell'area dell'euro). Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a maggio gli afflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio sono diminuiti nel loro insieme a 189,8 miliardi di euro.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Negli ultimi mesi l'interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro ha registrato un'ulteriore espansione, con una crescita delle importazioni maggiore rispetto a quella delle esportazioni. In base ai dati di bilancia dei pagamenti, il valore delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area è aumentato del 9,4 per cento, mentre il valore delle importazioni di beni dall'esterno dell'area è cresciuto dell'11,0 per cento nei tre mesi fino a maggio (cfr. figura 36 e tavola 7). Tuttavia, sono emersi alcuni segnali di stabilizzazione nella crescita dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro.

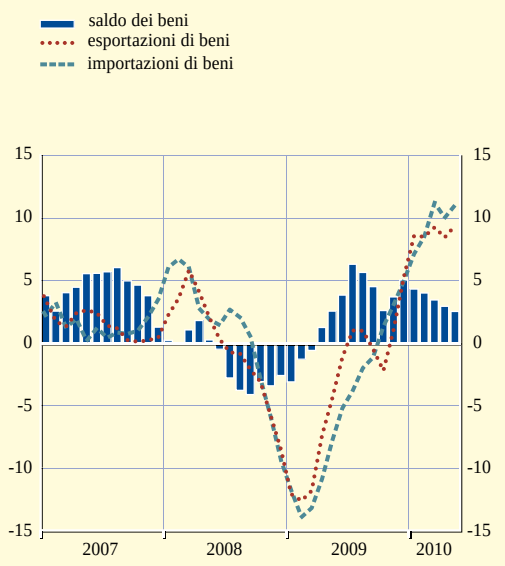
La forte crescita della domanda estera, in parte sorretta dalle misure di stimolo fiscale e dal ciclo delle scorte, resta una determinante importante per una espansione duratura delle esportazioni di beni. Inoltre, la migliorata competitività di prezzo a seguito del deprezzamento dell'euro può altresì avere avuto un impatto positivo sui recenti andamenti delle esportazioni verso l'esterno dell'area.

Nel contempo, le importazioni di beni dall'esterno dell'area sono sorrette in misura crescente dal rafforzamento della domanda interna, nonché dalla perdurante domanda di input importati indotta dalle esportazioni. L'aumento del valore delle importazioni di beni rispecchia in qualche misura l'impennata dei prezzi delle importazioni, in parte attribuibile al deprezzamento dell'euro e ai prezzi più elevati delle materie prime.

Anche la crescita dell'interscambio di servizi con l'esterno dell'area dell'euro si è moderatamente rafforzata in maggio, ma è rimasta piuttosto contenuta rispetto a quella dell'interscambio di beni. Dopo la debole dinamica degli ultimi mesi, la crescita del valore sia delle esportazioni sia delle importazioni di servizi è aumentata in maggio, rispettivamente dell'1,9 e 2,5 per cento su base trimestrale.

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

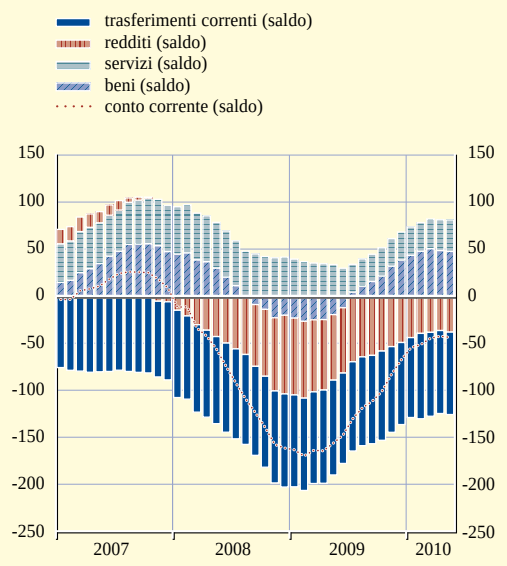
(variazioni percentuali sui tre mesi precedenti; per il saldo dei beni, miliardi di euro e medie mobili di tre mesi; dati mensili destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonte: BCE.

Figura 37 Principali componenti del conto corrente

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



Fonte: BCE.

In un orizzonte temporale più ampio, il disavanzo cumulato su 12 mesi del conto corrente ha mostrato segni di stabilizzazione negli ultimi mesi, sebbene sia calato significativamente rispetto al saldo negativo registrato un anno prima (cfr. figura 37 e tavola 7). Nei dodici mesi fino a maggio il disavanzo cumulato del conto corrente è stato pari a 43,9 miliardi di euro (circa lo 0,5 per cento del PIL), contro 156,3 miliardi un anno prima. Tale calo del disavanzo ha rispecchiato il passaggio da un saldo negativo a uno positivo nella bilancia commerciale e la diminuzione dei saldi negativi dei redditi e dei trasferimenti correnti. Un'analisi più dettagliata degli andamenti dell'interscambio è presentata nell'articolo di questo mese *Andamenti recenti dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro*.

In prospettiva, gli indicatori disponibili suggeriscono che nel breve periodo le esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro continueranno a crescere sulla scia della perdurante solidità della domanda estera. Tuttavia, potrebbe verificarsi una lieve diminuzione della dinamica a causa di un rallentamento della crescita economica mondiale. A conferma di ciò, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero dell'area dell'euro rimane ben superiore al valore soglia tra contrazione ed espansione fissato a 50, ma è calato leggermente negli ultimi mesi.

CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a maggio 2010 gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 13,2 miliardi di euro, pari a circa la metà degli afflussi netti dei tre mesi precedenti (cfr. figura 38 e tavola 7). Tale riduzione è quasi interamente riconducibile a maggiori deflussi netti per investimenti diretti, dovuti in parte all'incremento dello stock di prestiti effettuati dalle imprese dell'area alle consociate estere.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	dati mensili		medie mobili di 3 mesi terminanti in				dati cumulati sui 12 mesi terminati nel	
			2009		2010			
	2010 apr.	2010 mag.	agosto	novembre	febbraio	maggio	2009 mag.	2010 mag.
	Miliardi di euro							
Conto corrente	**-5,6**	**-5,8**	**-2,8**	**-5,2**	**-2,2**	**-4,4**	**-156,3**	**-43,9**
Beni	0,6	3,1	5,6	3,7	4,0	2,5	-17,6	47,6
Esportazioni	124,4	131,6	106,5	107,6	116,8	127,7	1.429,1	1.375,8
Importazioni	123,8	128,5	100,8	103,9	112,8	125,2	1.446,7	1.328,2
Servizi	4,0	3,1	2,0	2,1	3,6	3,4	33,6	33,5
Esportazioni	40,3	41,4	38,1	38,5	40,1	40,8	500,4	472,4
Importazioni	36,3	38,4	36,1	36,3	36,5	37,4	466,9	439,0
Redditi	-3,0	-4,4	-4,1	-3,8	-1,2	-3,0	-70,4	-36,4
Trasferimenti correnti	-7,2	-7,6	-6,4	-7,1	-8,6	-7,4	-101,9	-88,6
Conto finanziario [1]	**8,6**	**17,8**	**-15,6**	**7,3**	**4,3**	**9,1**	**177,6**	**15,4**
Investimenti diretti e di portafoglio	20,9	46,7	8,6	15,1	26,4	13,2	292,0	189,8
Investimenti diretti	-11,4	-17,2	-5,3	-10,8	0,1	-18,4	-145,1	-103,1
Investimenti di portafoglio	32,3	63,9	13,8	25,9	26,3	31,6	437,2	292,8
Azioni	-10,3	21,7	33,7	-21,5	11,1	-2,4	-81,5	62,8
Strumenti di debito	42,6	42,1	-19,8	47,4	15,1	33,9	518,7	230,0
Obbligazioni e *note*	35,4	39,3	-33,9	23,0	8,0	24,1	217,2	63,8
Strumenti del mercato monetario	7,2	2,8	14,1	24,4	7,1	9,8	301,5	166,2
Altri investimenti netti	-12,5	-26,6	-22,1	-9,2	-24,1	-22,1	-141,3	-173,3
	Variazioni percentuali sul periodo precedente							
Beni e servizi								
Esportazioni	-1,9	5,0	-0,3	1,0	7,4	7,5	-7,4	-4,2
Importazioni	-0,4	4,2	-2,1	2,4	6,4	8,9	-4,6	-7,6
Beni								
Esportazioni	-2,2	5,7	1,0	1,0	8,5	9,4	-9,1	-3,7
Importazioni	0,4	3,7	-2,0	3,1	8,5	11,0	-6,2	-8,2
Servizi								
Esportazioni	-1,1	2,9	-3,6	0,9	4,1	1,9	-2,2	-5,6
Importazioni	-3,1	5,6	-2,5	0,6	0,4	2,5	0,8	-6,0

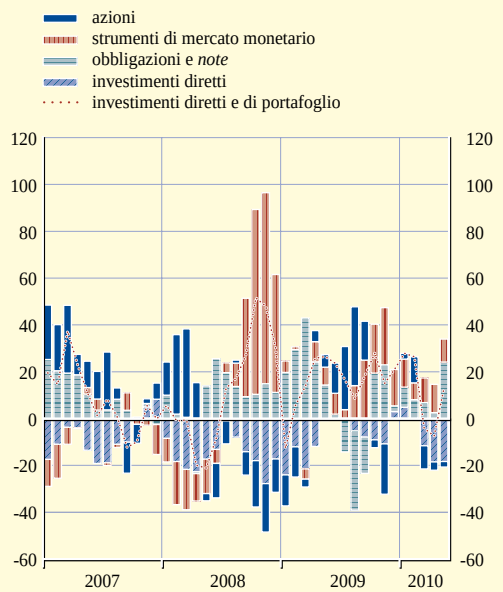
Fonte: BCE.
Nota: eventuali mancate quadrature nei totali sono da attribuire ad arrotondamenti.
1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

Nel contempo, gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono aumentati solo lievemente nei tre mesi fino a maggio, in conseguenza di andamenti contrastanti nei mercati azionari e dei titoli di debito. Da un lato, l'interesse degli investitori per le azioni è ulteriormente diminuito, in particolare da parte dei non residenti nell'area dell'euro, determinando la variazione da afflussi a deflussi netti nel comparto azionario. La ridotta propensione al rischio degli investitori è stata il risultato di un improvviso riacutizzarsi delle tensioni sui mercati finanziari all'inizio di maggio, innescato in parte dalle crescenti preoccupazioni sulla situazione dei conti pubblici in alcuni paesi dell'area dell'euro, ma anche dagli andamenti economici all'esterno dell'area. Dall'altro lato, gli investimenti in titoli di debito hanno registrato afflussi netti significativamente più elevati nei tre mesi fino a maggio rispetto al trimestre precedente, in linea con una rinnovata avversione al rischio degli investitori in un contesto di forte volatilità dei mercati azionari e con scelte di portafoglio a favore di titoli a minore rischiosità (*flight-to-quality*).

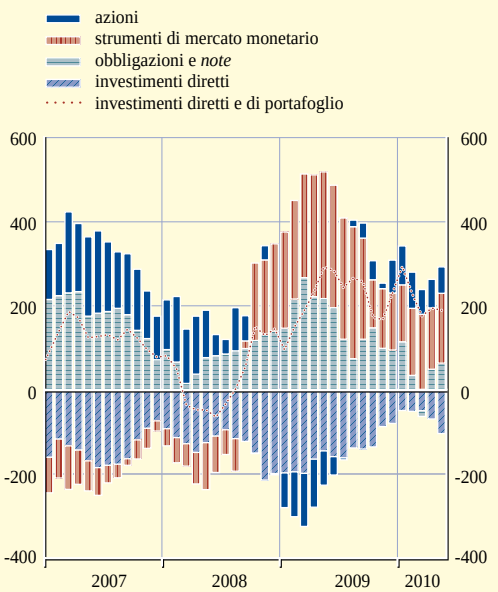
Ampliando l'orizzonte temporale, nei dodici mesi fino a maggio 2010 gli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono diminuiti a 189,8 miliardi di euro, a fronte dei 292 mi-

Figura 38 Principali componenti del conto finanziario

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



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



Fonte: BCE.

liardi di un anno prima, a causa principalmente della riduzione degli afflussi netti per investimenti di portafoglio (cfr. tavola 7). La scomposizione per tipologia di strumento indica come tale riduzione sia a sua volta sostanzialmente riconducibile a un forte ridimensionamento dei flussi netti in entrata nel comparto dei titoli di debito, che ha più che compensato il passaggio da deflussi ad afflussi netti per i titoli azionari (cfr. figura 38). Nel complesso è rimasta elevata la tendenza da parte degli investitori mondiali a un riequilibrio nelle scelte di portafoglio a favore delle azioni e a scapito dei titoli di debito, comparto nel quale gli investimenti erano stati eccezionalmente elevati durante la crisi finanziaria.

ARTICOLI

I PREZZI DEL PETROLIO: FATTORI DETERMINANTI ED EFFETTI SULL'INFLAZIONE E SULLA SITUAZIONE MACROECONOMICA NELL'AREA DELL'EURO

Il presente articolo esamina gli andamenti dei corsi petroliferi e il loro impatto sulla situazione macroeconomica nell'area dell'euro, alla luce del livello elevato e della volatilità di tali prezzi negli ultimi dieci anni. È importante comprendere i fattori sottostanti le variazioni dei prezzi del greggio e i loro probabili andamenti in futuro, perché l'inflazione e la situazione macroeconomica nell'area dell'euro risentono di tali variazioni. Dal primo shock petrolifero agli inizi degli anni settanta, l'evoluzione dei corsi petroliferi è stata determinata principalmente dall'interazione degli andamenti della domanda e dell'offerta. Mentre negli anni settanta le brusche variazioni dei prezzi del petrolio erano state determinate soprattutto dalle interruzioni improvvise dell'offerta di greggio da parte dei paesi dell'OPEC, nell'ultimo decennio la forte crescita della domanda di greggio, in particolare nei paesi non appartenenti all'OCSE, insieme alle politiche di offerta di alcuni produttori, sarebbero state le determinanti fondamentali della dinamica dei corsi petroliferi. Anche i fattori finanziari avrebbero svolto un ruolo, in particolare nel rialzo e nel successivo calo delle quotazioni petrolifere nel 2008. In prospettiva, ci si attende che le condizioni di equilibrio tra domanda e offerta permangano tese: l'offerta di greggio potrebbe essere limitata sia da fattori fisici sia dalla riduzione degli investimenti, mentre la domanda dovrebbe continuare a crescere, soprattutto quella da parte delle economie emergenti.

Gli shock petroliferi influiscono sull'attività economica nell'area dell'euro soprattutto attraverso le ragioni di scambio e i canali dell'offerta e della domanda, ma potrebbero esservi anche effetti legati al clima di fiducia e all'incertezza. Le evidenze empiriche suggeriscono che un aumento dei corsi petroliferi frena gradualmente l'attività economica nell'arco di tre anni. Va notato, tuttavia, che gli effetti possono variare fra i paesi in base non solo alla dipendenza dal petrolio e alla sua intensità di utilizzo, ma anche, più significativamente, alla flessibilità delle economie nazionali. Anche l'origine dello shock petrolifero sottostante svolge un ruolo cruciale. Un rialzo delle quotazioni petrolifere indotto da una contrazione dell'offerta dovrebbe avere sull'attività un impatto più negativo rispetto a un rialzo analogo dovuto a un incremento della domanda di greggio.

Per valutare gli effetti delle variazioni dei corsi petroliferi sull'inflazione si utilizza uno schema stilizzato che li scompone in effetti di primo impatto, diretti e indiretti, e di secondo impatto. L'influsso più consistente e immediato è riconducibile agli effetti di primo impatto diretti (ossia sui prezzi al consumo dell'energia). Considerando la rilevanza delle accise e il fatto che i costi di distribuzione e al dettaglio sono rimasti sostanzialmente costanti, l'elasticità dei prezzi al consumo dell'energia rispetto a quelli del greggio sale all'aumentare delle quotazioni petrolifere. Allo stesso tempo, in base ad alcune evidenze gli effetti di primo impatto indiretti e quelli di secondo impatto sarebbero diminuiti a seguito di un insieme di variazioni strutturali dell'economia e di mutamenti nel processo di determinazione di salari e prezzi. Poiché l'area dell'euro è fortemente dipendente dalle importazioni di petrolio, gli effetti di primo impatto sono in larga misura inevitabili e rappresentano in sostanza un trasferimento di reddito ai paesi esportatori di petrolio. Tuttavia, un adeguato processo di determinazione di salari e prezzi, aspettative di inflazione ben ancorate e una politica monetaria credibile sono necessari per evitare che si concretizzino effetti di secondo impatto e conseguenze significative sull'inflazione nel medio periodo.

1 INTRODUZIONE

Negli ultimi dieci anni le quotazioni del greggio sono state elevate e volatili. Per comprendere come le variazioni dei corsi petroliferi si propagano nell'economia, i responsabili delle politiche monetarie devono valutare non solo la natura di questi shock ma anche la struttura del settore energetico, il modo in cui il petrolio viene utilizzato più in generale nell'economia (ossia, in ter-

mini di combinazione con altre fonti energetiche, livello di dipendenza e intensità di utilizzo) e il grado di flessibilità economica. Capire tali fattori è essenziale per valutare l'impatto sull'economia delle variazioni dei corsi petroliferi, in che misura tale impatto è mutato nel tempo, e come potrebbe evolvere in futuro. Inoltre tali fattori, insieme alle risposte di politica economica delle banche centrali, spiegano in definitiva la trasmissione degli shock petroliferi all'inflazione e più in generale alla situazione macroeconomica. Il presente articolo pertanto si ripropone di comprendere meglio i fattori principali che determinano la dinamica dei prezzi mondiali del greggio e in che modo essi, insieme alle caratteristiche strutturali dell'economia dell'area dell'euro, incidono sull'inflazione e sulla situazione macroeconomica nell'area dell'euro.

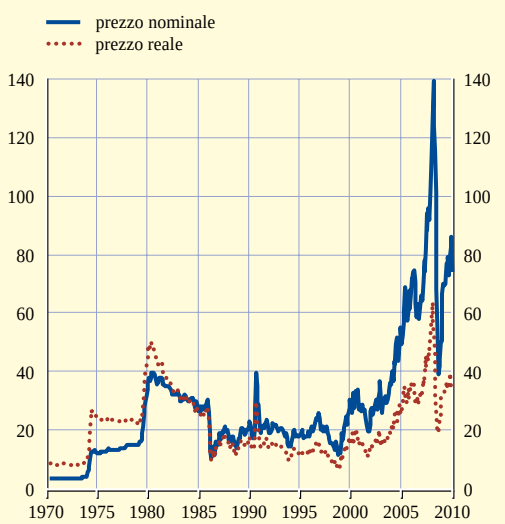
Questo articolo è strutturato nel modo seguente. La sezione 2 analizza i fattori che determinano l'andamento dei prezzi mondiali del petrolio sia sul lungo periodo che nel recente passato. Vengono esaminati, in particolare, i contributi relativi della domanda, dell'offerta e di altri fattori (inclusi quelli finanziari), in quanto le cause delle oscillazioni dei corsi petroliferi sono strettamente connesse agli effetti conseguenti sulla situazione macroeconomica. La sezione 3 analizza gli effetti delle variazioni dei corsi petroliferi sulla situazione macroeconomica nell'area dell'euro (ossia il prodotto e i prezzi), in un contesto caratterizzato dall'aumento e dalla volatilità delle quotazioni del greggio negli ultimi dieci anni. Viene altresì considerata l'eventualità che tali effetti possano mutare nel tempo o siano stati in parte compensati da altri fattori (come, ad esempio, il reimpiego dei proventi petroliferi, che permette di compensare in parte gli effetti negativi dei rincari petroliferi attraverso l'incremento delle esportazioni verso i paesi produttori di petrolio). La sezione 4 conclude l'articolo.

2 I FATTORI DETERMINANTI DEI CORSI PETROLIFERI

Negli ultimi dieci anni i corsi petroliferi sono aumentati notevolmente, fino a toccare nuovi massimi storici in termini sia nominali che reali nel luglio 2008 (cfr. figura 1). Tale incremento non ha precedenti negli ultimi 40 anni, sia per entità che per rapidità. I rincari del greggio si sono esauriti nella seconda metà del 2008, e il successivo calo dei prezzi è stato acutizzato dall'intensificarsi della crisi finanziaria e dalla forte contrazione dell'attività economica mondiale. La flessione dei prezzi è stata brusca e rapida, fino a toccare il minimo di 38 dollari al barile alla fine del 2008. Tuttavia, i corsi petroliferi hanno iniziato a risalire nel secondo trimestre del 2009 e hanno segnato una forte accelerazione, quasi raddoppiando, fino a collocarsi intorno a 75 dollari al barile nel giugno 2010. I prezzi del petrolio in termini reali (ossia deflazionati in termini dell'IPC degli Stati Uniti) continuano a essere elevati nel confronto storico, pur collocandosi su livelli lievemente inferiori ai precedenti valori di picco registrati temporaneamente all'inizio degli anni ottanta. Questa sezione analizza le determinanti principali dell'evoluzione dei corsi petroliferi mondiali negli ultimi anni e ne valuta le prospettive a medio e lungo termine.

Figura 1 Prezzo del petrolio nominale e reale

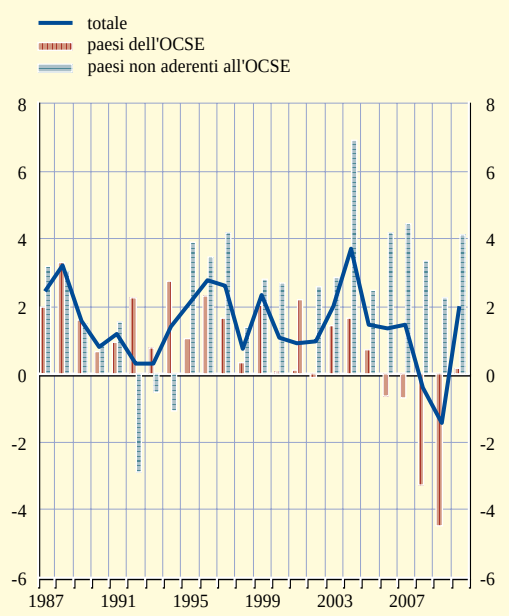
(dollari al barile)



Fonti: Global Financial Data, Bureau of Labor Statistics.
Note: il prezzo reale è espresso in termini di dollari USA 1982-1984. L'ultima osservazione per il prezzo reale è di maggio 2010, mentre per quello nominale è di giugno 2010.

Figura 2 Variazioni della domanda mondiale di petrolio per regione

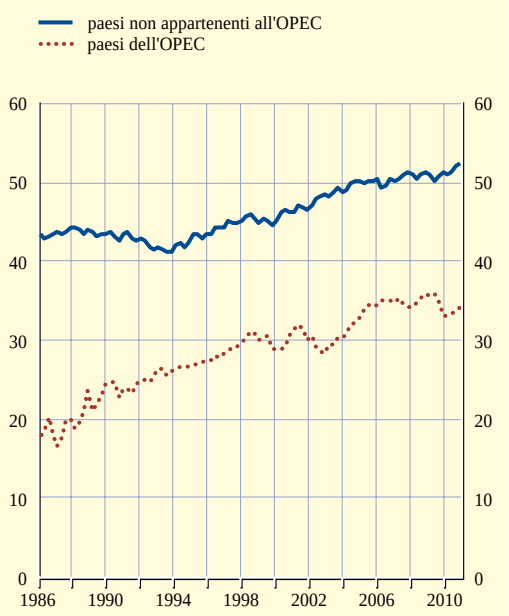
(variazioni percentuali annue)



Fonte: Agenzia Internazionale per l'Energia.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2010.

Figura 3 Offerta mondiale di petrolio per produttore

(milioni di barili al giorno)



Fonte: Agenzia Internazionale per l'Energia.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2010.

ANDAMENTI DELL'OFFERTA E DELLA DOMANDA NEL MERCATO PETROLIFERO

Per comprendere le determinanti e le prospettive delle quotazioni petrolifere è utile considerare gli shock petroliferi negli ultimi 50 anni. Negli anni sessanta la capacità inutilizzata degli Stati Uniti, che fino ad allora erano stati il fornitore marginale di petrolio [1)], cominciò a erodersi. Parallelamente, l'OPEC iniziò a esercitare il potere di mercato che aveva appena conquistato: gli shock petroliferi del 1973 e del 1979, infatti, furono la conseguenza di consistenti riduzioni dell'offerta e della capacità operativa dell'OPEC. L'aumento delle quotazioni determinò una marcata flessione della domanda mondiale di greggio, specialmente nei paesi OCSE, e indusse diversi paesi non appartenenti all'OPEC ad accrescere l'offerta di petrolio. Tale situazione indebolì il controllo dell'OPEC sull'offerta marginale di petrolio e creò ulteriori incentivi per i membri del cartello a superare le quote concordate, determinando un progressivo calo delle quotazioni.

I prezzi del greggio, tuttavia, sono tornati a essere sensibilmente più volatili dalla seconda metà degli anni novanta e sono cresciuti a un ritmo sempre più sostenuto fra il 2004 e la metà del 2008. Tale aumento è stato determinato principalmente dalla crescente domanda dei paesi emergenti non appartenenti all'OCSE, in particolare Cina, India e Medio Oriente (cfr. figura 2 e riquadro 1). Le prospettive future per l'offerta di petrolio sono divenute a loro volta fonte di preoccupazione, perché dalla fine del 2004 la crescita della produzione petrolifera nei paesi non appartenenti all'OPEC è stata sostanzialmente nulla (cfr. figura 3). Le possibilità di accrescere la produzione in questi paesi sono state limitate da vincoli di natura geologica; inoltre, il basso livello di capacità inutilizzata

1) Un fornitore marginale è un produttore in grado di influenzare i prezzi ed equilibrare il mercato intervenendo sui volumi di forniture. Tali produttori in generale detengono un'ampia capacità inutilizzata e possono adeguare i livelli di produzione a costi aggiuntivi relativamente contenuti.

in gran parte dei paesi OPEC ha accresciuto le tensioni sul mercato.

Il *boom* dei prezzi petroliferi si è esaurito per l'effetto congiunto del rallentamento economico nei principali paesi avanzati, dell'avvio della crisi finanziaria e della successiva drastica contrazione dell'attività economica mondiale, con il conseguente rallentamento della domanda di greggio nelle economie emergenti. Dal lato dell'offerta, a seguito del calo della domanda mondiale di petrolio l'OPEC ha annunciato una riduzione totale delle quote di produzione di quasi cinque milioni di barili al giorno al fine di limitare la flessione dei corsi petroliferi. Dalla primavera del 2009 le quotazioni hanno iniziato a recuperare terreno e in giugno oscillavano intorno a 75 dollari al barile, ossia il livello raggiunto all'inizio di settembre 2007. Dal lato della domanda, in un contesto caratterizzato dalla graduale stabilizzazione dell'economia mondiale, le aspettative di mercato riguardo la domanda di petrolio in futuro sono state un fattore rilevante all'origine della risalita dei corsi petroliferi. In particolare, la domanda di greggio superiore alle attese dei paesi non appartenenti all'OCSE, soprattutto quella da parte delle grandi economie emergenti come Cina e India, ha esercitato pressioni al rialzo sulle quotazioni del petrolio. A fronte di una crescente domanda di greggio agli inizi del 2010, la produzione (stimata) dell'OPEC ha ecceduto ancora di più il suo livello obiettivo e anche i paesi non appartenenti all'OPEC hanno aumentato l'offerta, principalmente a seguito dell'incremento di produzione in Canada e Russia. Pertanto, a fronte di un rapido recupero della domanda di petrolio, cresciuta nel primo trimestre del 2010 di 1,7 milioni di barili al giorno rispetto al periodo corrispondente, anche l'offerta mondiale è aumentata, di quasi 2,0 milioni di barili al giorno.

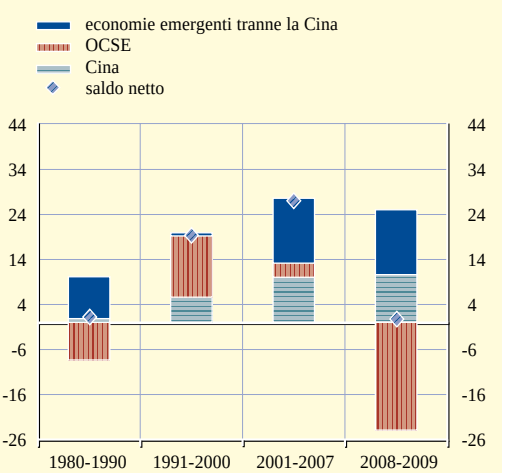
Riquadro 1

ECONOMIE DI MERCATO EMERGENTI E DOMANDA DI PETROLIO

Fra il 2001 e il 2007 il consumo mondiale di petrolio è aumentato più rapidamente che nei vent'anni precedenti (cfr. figura A), anche grazie alla vigorosa crescita economica a livello internazionale. Tale incremento è stato determinato in gran parte dalla domanda in alcune delle principali economie emergenti (soprattutto Cina, India e paesi del Medio Oriente) per l'effetto combinato di industrializzazione, crescita a maggiore intensità di materie prime, aumento del reddito pro capite e rapida espansione demografica. In alcuni casi l'elevato livello della domanda rispecchia anche il fatto che i prezzi nazionali per gli utenti finali sono ampiamente sussidiati, e quindi non risentono delle quotazioni sui mercati mondiali. Tale situazione si osserva specialmente nei paesi esportatori di petrolio, ma anche in alcune economie emergenti [1]. La domanda di petrolio dei paesi emergenti e in via di sviluppo ha con-

Figura A Contributo di alcune regioni all'incremento medio annuo dei consumi

(dati annuali; milioni di tonnellate; valori medi nel periodo indicato)



Fonti: Agenzia Internazionale per l'Energia, British Petroleum ed elaborazioni degli esperti della BCE.

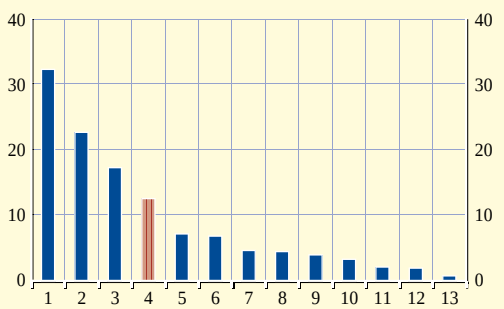
1) Cfr. Helbling, T., V. Mercer-Blackman. e K. Cheng (2008), "Riding a wave" in *IMF Finance and Development*, vol. 45, n. 1.

tinuato a crescere anche dopo il 2007, nonostante il rallentamento dell'attività economica mondiale, benché a un ritmo meno sostenuto rispetto alla prima metà del decennio.

In prospettiva, poiché i consumi pro capite di petrolio nei paesi emergenti e in via di sviluppo rimangono sensibilmente inferiori a quelli delle economie avanzate, la domanda in tali paesi ha un forte potenziale di crescita, che tuttavia potrebbe essere attenuato aumentando l'efficienza energetica. Ad esempio, nel 2008 sono stati consumati circa 12 barili di greggio pro capite nell'area dell'euro, a fronte di solo poco più di due in Cina e meno di uno in India. La differenza è ancor più marcata rispetto agli Stati Uniti, dove nel 2008 il consumo pro capite è stato in media di quasi 23 barili (cfr. figura B).

Figura B Consumo pro capite di petrolio in alcuni paesi nel 2008

(barili all'anno)



1 Arabia Saudita
2 Stati Uniti
3 Corea del Sud
4 area dell'euro
5 Russia
6 Messico
7 Argentina
8 Brasile
9 Sudafrica
10 Turchia
11 Cina
12 Indonesia
13 India

Fonti: Agenzia Internazionale per l'Energia, British Petroleum ed elaborazioni degli esperti della BCE.

La rapidità e l'entità delle recenti variazioni dei corsi petroliferi hanno indotto molti a ritenere che le quotazioni di mercato si siano discostate da quelle basate sui fondamentali economici, e a considerare il possibile ruolo del *trading* speculativo quale causa delle variazioni dei corsi petroliferi. La finanziarizzazione dei mercati delle materie prime, in particolare quelli del petrolio, è aumentata nettamente negli ultimi anni: il volume degli strumenti finanziari derivati sul greggio scambiati al NYMEX è quintuplicato fra il 2000 e il 2008. È difficile calcolare direttamente in che misura le variazioni dei corsi petroliferi sono connesse all'attività speculativa. Studi empirici hanno fornito risultati contrastanti riguardo l'esistenza di un nesso sistematico di causalità fra le posizioni di investimento detenute da operatori non commerciali nel mercato dei *future* e i prezzi a pronti del petrolio e la volatilità di tali quotazioni. Tuttavia, alcune ricerche suggeriscono chiaramente che nel 2008 c'è stato un certo grado di *overshooting* dei prezzi del greggio sopra il loro livello di equilibrio determinato dai fondamentali economici, soprattutto a seguito di un picco degli investimenti finanziari. Ad ogni modo, va notato che l'elasticità della domanda e dell'offerta ai prezzi è piuttosto limitata nei mercati petroliferi, per cui variazioni dei fondamentali relativamente contenute possono avere effetti rilevanti sui prezzi. Nel complesso, il dibattito sulla speculazione nei mercati delle materie prime è ancora in corso, visto che la scarsità dei dati disponibili non consente di condurre analisi più approfondite.

PROSPETTIVE A MEDIO E LUNGO TERMINE DEL MERCATO PETROLIFERO

In prospettiva, l'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) prevede che l'offerta di petrolio rimarrà ampia nel medio termine, pur in presenza di un rischio significativo che le condizioni di equilibrio fra domanda e offerta diventino più tese. Dopo il consistente calo della domanda di petrolio, riconducibile principalmente alla forte contrazione della domanda nei paesi OCSE (cfr. figura 2) a seguito della crisi finanziaria e della successiva recessione, la domanda di greggio dovrebbe aumentare notevolmente con la ripresa dell'economia mondiale. Secondo l'AIE la domanda di petrolio aumenterà fra il 2009 e il 2015 in media di 1,2 milioni di barili al giorno ogni anno, soprattutto nelle economie emergenti. Sebbene anche le prospettive per l'offerta abbiano risentito del rallentamento economico, visto che gli investimenti in capaci-

tà a monte (*upstream*) e interventi di manutenzione sono diminuiti notevolmente nel 2009 [2], l'AIE prevede che la capacità di offerta a livello mondiale sarà ampia nel medio termine. Questa accresciuta capacità di offerta è dovuta principalmente a un incremento della capacità produttiva netta dei paesi OPEC, che dovrebbe essere sostenuta in larga misura dall'Arabia Saudita (cfr. riquadro 2). Tuttavia, le prospettive per la domanda e l'offerta di petrolio sono caratterizzate da notevoli incertezze. Se la domanda mondiale di petrolio dovesse segnare una ripresa superiore alle attese, e la risposta in termini di investimenti non fosse rapida, la capacità inutilizzata dei paesi dell'OPEC tornerebbe a diminuire a partire dal prossimo anno. In aggiunta, ogni anno la capacità produttiva di base si riduce a livello mondiale di circa 3,1 milioni di barili al giorno a causa del progressivo esaurirsi dei giacimenti petroliferi, e ciò potrebbe rendere più tese le prospettive a medio termine per le condizioni di equilibrio fra domanda e offerta di greggio.

2) Mentre gli investimenti nominali sono diminuiti del 20 per cento, il calo degli investimenti in termini reali, che è più difficile da quantificare con precisione, è stato più contenuto a causa della riduzione dei costi di sviluppo (in particolare salari e perforazioni).

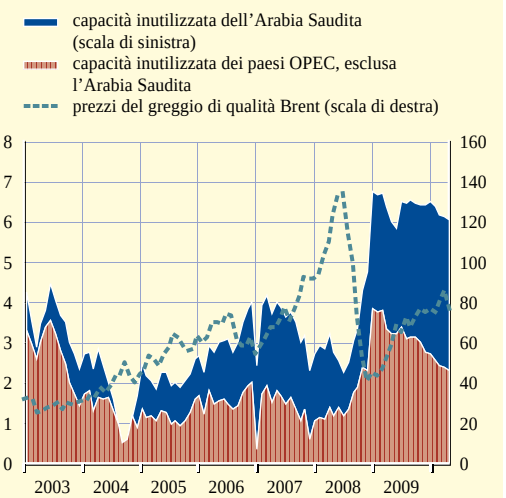
Riquadro 2

CAPACITÀ DI PRODUZIONE PETROLIFERA DELL'ARABIA SAUDITA: ANDAMENTI RECENTI E PROSPETTIVE

La capacità inutilizzata di produzione petrolifera [1], insieme a quella di raffinazione e alle scorte, consente di assorbire gli shock improvvisi, sia quelli al rialzo sulla domanda di petrolio sia quelli al ribasso sull'offerta, in seguito a eventi geopolitici o disastri naturali. Una ridotta capacità inutilizzata tende ad amplificare le reazioni dei prezzi agli shock effettivi (o previsti) all'offerta o alla domanda e contribuisce alla volatilità del mercato petrolifero.

Figura A Andamento della capacità inutilizzata di produzione petrolifera nei paesi dell'OPEC

(milioni di barili al giorno; dollari al barile)



Fonti: Agenzia Internazionale per l'Energia ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nel maggio 2010 la capacità inutilizzata, stimata a 6,1 milioni di barili al giorno, si è collocata su livelli superiori a quelli registrati nel periodo antecedente alla metà del 2008, quando era relativamente contenuta e i corsi petroliferi salivano a ritmi costanti (cfr. figura A). Tale andamento è stato determinato soprattutto dal calo della produzione petrolifera nei paesi dell'OPEC, a seguito della flessione dei prezzi del greggio nella seconda metà del 2008 e dell'indebolimento della domanda mondiale, ma anche dall'ampliamento della capacità estrattiva, specie in Arabia Saudita, il maggiore esportatore di petrolio al mondo. Nel maggio 2010 quasi il 62 per cento della capacità inutilizzata totale dell'OPEC era detenuto dall'Arabia Saudita. Agli attuali livelli di produzione (8,25

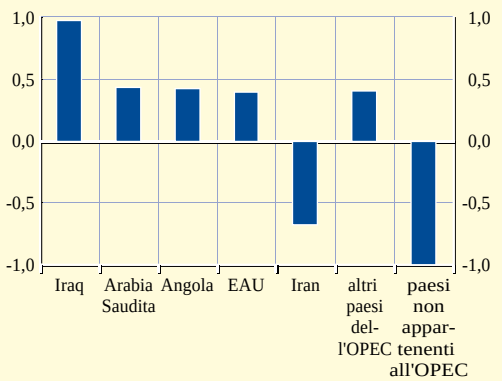
1) La capacità inutilizzata è definita dall'AIE come la differenza fra i livelli attuali di produzione petrolifera e quelli di capacità produttiva raggiungibili entro 30 giorni e sostenibili per 90 giorni.

milioni di barili al giorno), la capacità inutilizzata dell'Arabia Saudita, pari a 3,75 milioni di barili al giorno, potrebbe compensare in breve tempo una riduzione dell'offerta di petrolio di un altro grande esportatore.

L'Arabia Saudita dovrebbe mantenere ampi margini di capacità inutilizzata anche in futuro, visto che sono previsti notevoli investimenti per accrescere ulteriormente la capacità di produzione di petrolio (e gas). Secondo l'AIE, fra il 2009 e il 2015 l'Arabia Saudita aumenterà la sua capacità netta di produzione sostenibile di 0,43 milioni di barili al giorno (cfr. figura B). Si tratta del più consistente incremento di capacità stimato fra i paesi dell'OPEC, ad eccezione dell'Iraq (dove permangono notevoli incertezze circa l'espansione della capacità estrattiva), lievemente superiore a quello dell'Angola e degli Emirati Arabi Uniti. Nello stesso periodo la capacità di offerta di greggio dei paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe diminuire di 1,0 milioni di barili al giorno.

Figura B Aumento previsto della capacità di produzione petrolifera dei paesi dell'OPEC dal 2009 al 2015

(milioni di barili al giorno)



Fonti: Agenzia Internazionale per l'Energia ed elaborazioni degli esperti della BCE.

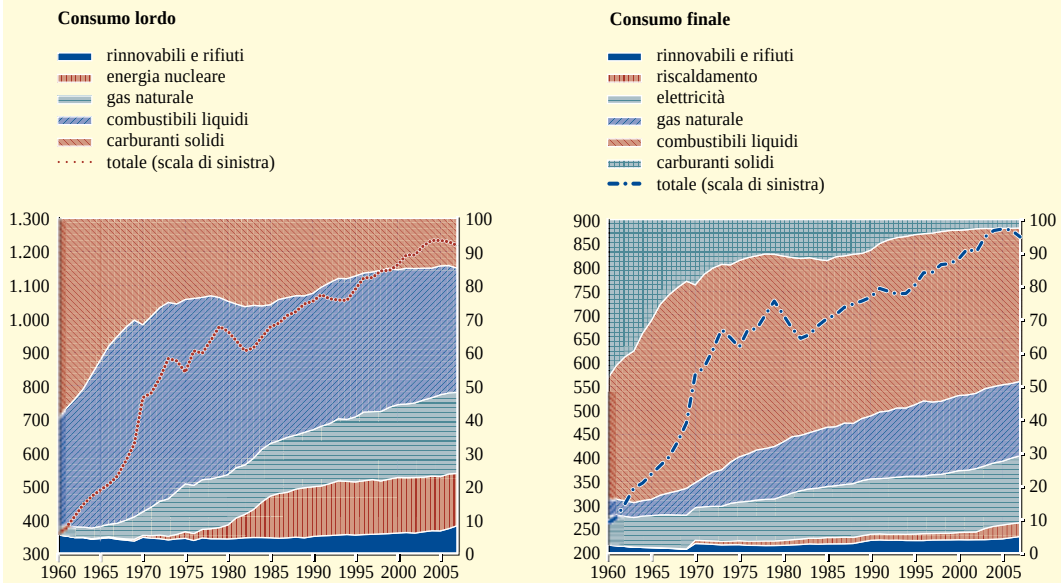
Nel breve termine, il recente aumento della capacità inutilizzata di produzione petrolifera dovrebbe costituire un fattore di stabilità per i mercati petroliferi, quando la domanda recupererà terreno sulla scia della ripresa economica mondiale. Nel medio periodo, l'impegno dei produttori di petrolio a espandere la capacità produttiva è fondamentale per soddisfare la domanda mondiale, che potrebbe riprendersi, specie nelle economie emergenti, con più vigore di quanto si preveda attualmente. Ciò riveste particolare importanza per l'Arabia Saudita, dato che le prospettive di investimento nella capacità produttiva sono divenute in generale più incerte dopo il calo dei corsi petroliferi a metà del 2008 e considerando l'inasprirsi delle condizioni di finanziamento e le ampie riserve petrolifere del paese (stimate al 20 per cento di quelle mondiali), che possono essere estratte a costi relativamente contenuti. Allo stesso tempo, gli investimenti in capacità produttiva in altri paesi e regioni rimangono essenziali, fra l'altro, per attenuare l'ulteriore concentrazione a livello regionale della produzione petrolifera e della capacità inutilizzata in futuro.

Nel lungo periodo, la possibilità di ampliare concretamente la capacità produttiva di greggio dipenderà dalla base di risorse mondiali, che sarà una determinante fondamentale dell'offerta e dei prezzi petroliferi in futuro. Sussistono notevoli incertezze riguardo il volume di riserve petrolifere. L'AIE prevede che il picco nella produzione convenzionale di petrolio non verrà raggiunto prima del 2030. Tuttavia, saranno necessarie ulteriori fonti non convenzionali per soddisfare la domanda crescente: l'AIE prevede che entro il 2030 l'offerta mondiale di petrolio proveniente da tali fonti aumenterà di quattro volte, fino a raggiungere i 7,4 milioni di barili al giorno. Fra le fonti non convenzionali di greggio, sono consistenti le risorse geologiche di petrolio pesante, come le sabbie bituminose e gli scisti oleosi [3]. Tuttavia, i costi stimati per la produzione di questi carburanti

3) Le sabbie bituminose sono un tipo di petrolio pesante estratto in Canada e Venezuela. Analogamente, gli scisti oleosi sono un tipo di roccia contenente petrolio, di cui è disponibile un'ampia base di risorse negli Stati Uniti.

Figura 4 Scomposizione dei consumi energetici nell'area dell'euro

(migliaia di tonnellate di petrolio equivalenti; valori percentuali)



Fonti: Eurostat, Agenzia Internazionale per l'Energia ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.
Note: il consumo energetico può essere considerato in termini "lordi" (ossia l'insieme di produzione primaria interna e importazioni nette) o in termini "finali" (ossia dopo la trasformazione delle fonti primarie di energia in forme energetiche utilizzabili). Una differenza fondamentale è dovuta alla trasformazione delle fonti primarie di energia (nucleare, gas, carburanti solidi e petrolio) in elettricità.

alternativi sono caratterizzati da notevoli incertezze e il loro rendimento energetico è sensibilmente inferiore a quello del petrolio, perché sono necessari grandi quantità di energia per estrarli. A parte le valutazioni ambientali, queste nuove tecnologie estrattive sono a elevata intensità di capitale, con tempi di adeguamento che si protraggono fino a quindici anni. Inoltre, l'incertezza dovuta alla notevole volatilità dei corsi petroliferi negli ultimi anni e la crescente avversione al rischio dei mercati finanziari potrebbero aver scoraggiato o rinviato gli investimenti in questo settore, anche se i prezzi più elevati dovrebbero in teoria stimolare gli investimenti nell'offerta.

3 L'IMPATTO DEI CORSI PETROLIFERI SULLA SITUAZIONE MACROECONOMICA NELL'AREA DELL'EURO [4)]

Il petrolio è rimasto la fonte energetica primaria nei paesi dell'area dell'euro, in percentuale del consumo interno di energia sia lordo totale (46 per cento) che finale (37 per cento), sin da quando ha sostituito il carbone e gli altri combustibili solidi a metà degli anni sessanta, nonostante l'accresciuto sfruttamento del gas naturale, dell'energia nucleare e di quelle rinnovabili (cfr. figura 4). La rilevanza del petrolio è dovuta sia al suo ruolo diretto nei consumi privati (per trasporto e riscaldamento), sia al suo ruolo indiretto quale fattore di produzione (ad esempio, nei servizi di logistica e distribuzione, oltre che nella produzione di sostanze chimiche). Tuttavia nell'area dell'euro, a causa della scarsità di risorse naturali, viene estratto pochissimo petrolio e di conseguenza il rapporto di dipendenza (ossia il rapporto fra le importazioni nette e l'offerta totale) è elevato (prossimo al 100 per cento). Il greggio è una fonte di carburante essenziale

4) Questa sezione attinge ampiamente al Rapporto sulle questioni strutturali 2010 della BCE (*ECB Structural Issues Report 2010*), relativo ai mercati dell'energia e alla situazione macroeconomica nell'area dell'euro, consultabile sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu.

per i trasporti perché rappresenta oltre il 95 per cento del consumo energetico in tale settore [5]. Le quotazioni del petrolio inoltre esercitano un ulteriore impatto influenzando i prezzi di altre fonti energetiche, soprattutto il gas naturale e il carbone, in quanto per determinati impieghi, specie la produzione di elettricità, il petrolio, il gas naturale e il carbone sono reciprocamente sostituibili. Nonostante questo ruolo primario, sia la quota di petrolio rispetto al consumo energetico complessivo sia la sua intensità di utilizzo nelle attività economiche sono diminuite dagli inizi degli anni settanta: bruscamente alla fine degli anni settanta dopo le crisi petrolifere, e in modo più graduale e continuo dagli anni ottanta. Questo andamento, che presenta alcune implicazioni per quanto riguarda l'impatto economico delle oscillazioni dei corsi petroliferi, è attribuibile a un insieme di fattori, fra cui l'utilizzo di altre fonti energetiche al posto del petrolio (ad esempio, il gas naturale e l'energia nucleare per la produzione di elettricità), l'aumento del livello di efficienza (autovetture più efficienti nel consumo di carburante) e i mutamenti nella struttura dell'economia.

L'IMPATTO SULL'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli shock petroliferi influiscono sull'attività economica nell'area dell'euro soprattutto attraverso le ragioni di scambio e i canali dell'offerta e della domanda, ma potrebbero esservi anche effetti legati al clima di fiducia e all'incertezza. L'impatto degli shock petroliferi può variare anche in base allo stato del ciclo economico e alla natura dello shock sottostante, ossia se è stato determinato dalla domanda, dall'offerta o da altri fattori.

Gli effetti sulle ragioni di scambio sono riconducibili ai rincari delle importazioni petrolifere, che determinano un rialzo dei prezzi medi delle importazioni rispetto a quelli medi delle esportazioni. Il deteriorarsi delle ragioni di scambio potrebbe determinare effetti di ricchezza e di reddito reale negativi nei paesi importatori netti di petrolio, come l'area dell'euro. Ciò si riflette in una riduzione dei consumi interni, a meno che i risparmi si contraggano o il livello di indebitamento aumenti. Gli effetti sulla domanda sono conseguenti all'impatto inflazionistico delle quotazioni petrolifere sui prezzi al consumo, che riduce il reddito reale disponibile e quindi i consumi. Gli effetti sull'offerta rispecchiano l'importanza del petrolio quale input nel processo di produzione. Nel breve termine, le imprese hanno una limitata capacità di reagire ai rincari petroliferi sostituendo il petrolio con un'altra fonte energetica, per cui un aumento delle quotazioni petrolifere determina inevitabilmente un incremento dei costi di produzione. Le imprese possono reagire a tale situazione modificando i processi di produzione o di determinazione dei prezzi, con possibili effetti negativi per gli utili, gli investimenti, l'occupazione e i salari. Nel lungo periodo, gli aumenti del prezzo relativo dell'energia potrebbero determinare effetti di sostituzione e una riduzione complessiva dell'intensità energetica della produzione e dei consumi.

Le evidenze empiriche ricavate da un insieme di modelli macroeconometrici utilizzati dal SEBC suggeriscono che un incremento del 10 per cento dei corsi petroliferi riduce gradualmente l'attività nell'area dell'euro, determinando un calo del PIL in termini reali dello 0,24 per cento dopo tre anni (cfr. tavola 1), nell'ipotesi che non vi sia alcuna risposta di politica monetaria o di bilancio [6]. Gran parte degli effetti è ascrivibile all'impatto negativo dell'aumento delle quotazioni petrolifere sui consumi privati in termini reali, a causa di una

5) Tuttavia, il dato complessivo cela un'importante distinzione fra i trasporti privati (in particolare le autovetture) e quelli commerciali (merci). Circa due terzi delle autovetture private nell'area dell'euro sono a benzina, sebbene la metà delle nuove autovetture immatricolate sia a gasolio (secondo l'Associazione europea dei costruttori di automobili). Nel settore del trasporto merci, tuttavia, si utilizzano quasi esclusivamente autovetture a gasolio. Tale distinzione è rilevante quando si considera l'impatto sui prezzi dei margini di raffinazione della benzina e del gasolio.

6) I risultati sono stati tratti da un esercizio di simulazione ampiamente armonizzato, utilizzando i modelli macroeconometrici a disposizione del SEBC. I risultati relativi alla Finlandia non sono disponibili. Per ulteriori informazioni sulla descrizione tecnica dell'esercizio e sui risultati, cfr. il Rapporto sulle questioni strutturali relativo ai mercati dell'energia e alla situazione macroeconomica nell'area dell'euro, pubblicato dalla BCE nel giugno 2010.

Tavola 1 Effetti di un aumento del 10 per cento dei corsi petroliferi sull'attività nell'area dell'euro

(deviazioni percentuali cumulate, medie annuali)

	Anno 1	Anno 2	Anno 3
PIL in termini reali	-0,08	-0,19	-0,24
Consumi privati	-0,14	-0,27	-0,33
Investimenti	-0,09	-0,24	-0,35
Esportazioni (beni e servizi)	-0,03	-0,09	-0,12
Importazioni (beni e servizi)	-0,10	-0,15	-0,19
Contributo dell'interscambio netto	0,03	0,02	0,02
Occupazione	0,01	-0,04	-0,11

Fonte: elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.
Nota: il contributo dell'interscambio netto è espresso in punti percentuali.

contrazione del reddito reale disponibile connessa agli effetti sull'inflazione, e, dal secondo anno, di una riduzione dell'occupazione. Nonostante il calo dei tassi d'interesse reali [7], gli investimenti reali sono contenuti a causa della contrazione della domanda. Sebbene sia le importazioni che le esportazioni siano frenate degli shock petroliferi, il contributo delle esportazioni nette al PIL dovrebbe essere lievemente positivo, perché l'effetto frenante sulle importazioni è lievemente più marcato. È da notare altresì che il reimpiego dei proventi petroliferi (cfr. riquadro 3), che pur non essendo esplicitamente incluso nei risultati della simulazione potrebbe essere consistente, rafforza l'impatto positivo sull'interscambio netto.

7) Come indicato in precedenza, nella simulazione i tassi di interesse nominali sono mantenuti costanti.

Riquadro 3

IL REIMPIEGO DEI PROVENTI PETROLIFERI

I beni energetici rappresentano una quota rilevante del commercio internazionale, e le ampie variazioni dei corsi petroliferi possono esercitare un forte impatto sui saldi con l'estero. Nel 2008, ad esempio, il disavanzo energetico netto con l'estero dell'area dell'euro ha raggiunto il 2,1 per cento del PIL dopo che le quotazioni petrolifere erano salite in media a quasi 100 dollari al barile. Il presente riquadro esamina in che modo le variazioni dei corsi petroliferi, attraverso gli effetti sul commercio internazionale, influiscono nel breve periodo sui conti con l'estero delle economie importatrici di petrolio, come l'area dell'euro. Un rialzo delle quotazioni petrolifere innalza direttamente il costo del greggio importato, che riduce il saldo del conto corrente (l'effetto diretto sull'interscambio). Tuttavia, i rincari del greggio fanno aumentare i proventi petroliferi e la domanda di beni e servizi nei paesi esportatori di petrolio, determinando in teoria una maggiore domanda estera e aumenti in senso opposto dei saldi di conto corrente nei paesi importatori di petrolio (l'effetto indiretto sull'interscambio o "reimpiego dei proventi petroliferi").

I riscontri empirici dei precedenti episodi di rincari petroliferi suggeriscono che circa metà degli introiti complessivi in "petrodollari" dei paesi produttori è stata spesa in beni esteri, mentre la parte restante è stata investita in attività sull'estero. Tuttavia, esistono notevoli differenze fra i paesi per quanto riguarda l'entità dei benefici ottenibili da tale spesa. Secondo le stime, nel periodo fra il 2002 e il 2006 il 41 per cento dell'aumento del disavanzo petrolifero nell'area dell'euro e il 60 per cento dell'aumento della spesa petrolifera in Cina sono stati compensati da un incremento degli acquisti di beni prodotti internamente da parte dei paesi esportatori di petrolio, rispetto a solo il 20 per cento negli Stati Uniti e il 18 in Giappone [1]. La prossimità geografica, i legami storici e la specializzazione settoriale delle esportazioni sarebbero all'origine della più elevata base iniziale di vendite dei beni dell'area dell'euro agli esportatori di petrolio,

1) Cfr. Higgins, M., T. Klitgaard e R. Lerman (2006), "Recycling Petrodollars", *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 12, n. 9, Federal Reserve Bank of New York.

Impatto commerciale combinato diretto e indiretto di un rincaro petrolifero sul conto corrente

(variazione della domanda di importazioni degli esportatori di petrolio in percentuale dell'incremento dei loro ricavi petroliferi; scenari 1-4; in percentuale del PIL)

	Scenario 1 0 %		Scenario 2 20 %		Scenario 3 60 %		Scenario 4 100%	
Rincari petroliferi a:	70 dollari al barile	100 dollari al barile	70 dollari al barile	100 dollari al barile	70 dollari al barile	100 dollari al barile	70 dollari al barile	100 dollari al barile
area dell'euro	-0,7	-1,8	-0,6	-1,5	-0,3	-0,9	-0,1	-0,4
"massimo-minimo"	*da -0,1 a -1,9*	*da -0,2 a -5,2*	*da 0,1 a -1,8*	*da 0,3 a -4,7*	*da 0,4 a -1,4*	*da 1,1 a -3,8*	*da 0,8 a -1,1*	*da 2,0 a -3,0*
Stati Uniti	-0,7	-1,8	-0,6	-1,7	-0,6	-1,6	-0,5	-1,4
Cina	-0,4	-1,1	-0,3	-0,8	-0,1	-0,3	0,1	0,3

Fonti: stime degli esperti dell'Eurosistema basate su World Economic Outlook (FMI) e Direction of Trade Statistics (FMI).
Nota: "massimo-minimo" indica l'intervallo, dal valore massimo a quello minimo, all'interno del quale si collocano i diversi impatti di un rincaro petrolifero sui conti correnti dei paesi dell'area dell'euro.

rispetto a quella degli Stati Uniti. In Cina i volumi elevati di esportazioni verso i paesi produttori di petrolio sarebbero in linea con le ampie quote di mercato delle esportazioni conquistate a livello mondiale. Allo stesso tempo, negli ultimi anni i paesi dell'OPEC hanno accresciuto sensibilmente le consistenze nette di attività sull'estero in percentuale del PIL. L'evidenza empirica suggerisce che sono state investite prevalentemente negli Stati Uniti.

La tavola in alto mostra i risultati di un semplice calcolo della combinazione dell'effetto diretto e di quello indiretto sull'interscambio, relativi a due varianti di un aumento dei corsi petroliferi: un rialzo di circa il 40 per cento (da 52 dollari a barile, il prezzo medio prevalso nella seconda metà del 2009, a 70 dollari al barile) e un rialzo più marcato del 100 per cento (a 100 dollari al barile) nel 2009. I risultati riportati sono relativi a quattro scenari che differiscono fra loro sulla base di quanto i petrodollari vengono reimpiegati: 0, 20, 60 e 100 per cento. I risultati delle simulazioni confermano in sostanza le risultanze delle precedenti ricerche empiriche.

Innanzi tutto, come era prevedibile, i principali importatori netti di greggio, ossia l'area dell'euro e gli Stati Uniti, registrano il maggiore deterioramento dei rispettivi saldi petroliferi nel breve termine (come mostra il primo scenario nella tavola, che non considera alcun "reimpiego dei proventi petroliferi" e quindi coglie solo l'effetto "diretto" dei rincari del greggio sui saldi petroliferi). Il deterioramento è compreso fra lo 0,7 e l'1,8 per cento del PIL, a seconda dell'entità delle variazioni dei corsi petroliferi. L'impatto complessivo sull'area dell'euro cela notevoli differenze fra i paesi, ascrivibili principalmente ai diversi profili commerciali (sia la loro dipendenza dalle importazioni energetiche sia la specializzazione delle esportazioni).

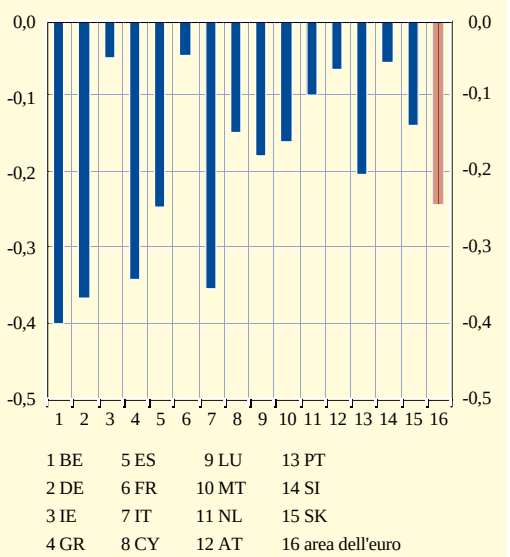
In secondo luogo, le economie in cui le attività di esportazione sono maggiormente rivolte verso i paesi esportatori di petrolio, ossia l'area dell'euro e la Cina, traggono notevole beneficio dall'effetto "indiretto" dell'accresciuta domanda di importazioni degli esportatori di petrolio, anche se in prevalenza tale effetto compensa solo in parte quello diretto negativo. Fin quando la propensione all'importazione degli esportatori di petrolio non diminuirà per accrescere il livello dei risparmi, i paesi dell'area dell'euro dovrebbero trarre vantaggio dall'incremento delle esportazioni verso le economie esportatrici di petrolio. Come indicato in precedenza, la vicinanza geografica rispetto a gran parte dei principali esportatori di petrolio e i legami storici sarebbero in parte all'origine dei più stretti legami commerciali fra i paesi dell'area dell'euro e gli esportatori di petrolio, e di quelli relativamente più deboli che questi ultimi hanno con gli Stati Uniti. Inoltre, la struttura della domanda di importazioni dei paesi esportatori di petrolio, determinata in larga misura da un

profilo di crescita incentrato sulle infrastrutture e sulle costruzioni, creerebbe un vantaggio comparato per i paesi dell'area dell'euro specializzati nella produzione di beni di investimento, come nel caso dei macchinari e dei mezzi di trasporto prodotti in Germania. L'area dell'euro complessivamente ha conquistato nell'ultimo decennio quote di mercato delle importazioni in diversi paesi esportatori di petrolio, soprattutto Algeria, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Russia.

I risultati della simulazione con i modelli macroeconometrici indicano che un aumento del 10 per cento delle quotazioni petrolifere ha un impatto sul PIL in termini reali molto diverso fra i paesi dell'area dell'euro, da quasi nullo a -0,4 per cento (cfr. figura 5). La varietà degli effetti è dovuta in parte alle differenze strutturali fra i paesi, come la dipendenza dalle importazioni petrolifere, l'intensità energetica della produzione e dei consumi e i profili del commercio. Inoltre, le variazioni fra i paesi possono essere determinate anche dal grado di rigidità nominale dell'economia, dalla sua struttura settoriale e dal suo grado di apertura [8]. È da notare che questi modelli in prevalenza non considerano le aspettative di inflazione. Il loro inserimento potrebbe riflettersi in un effetto della crescita dei prezzi del petrolio sull'attività economica lievemente meno negativo, in quanto le risposte degli operatori dipenderebbero dalle azioni di politica economica attese in futuro.

Figura 5 Effetti di un aumento del 10 per cento dei corsi petroliferi sul PIL in termini reali nei paesi dell'area dell'euro

(deviazione percentuale cumulata al terzo anno rispetto allo scenario di base)



Fonte: elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

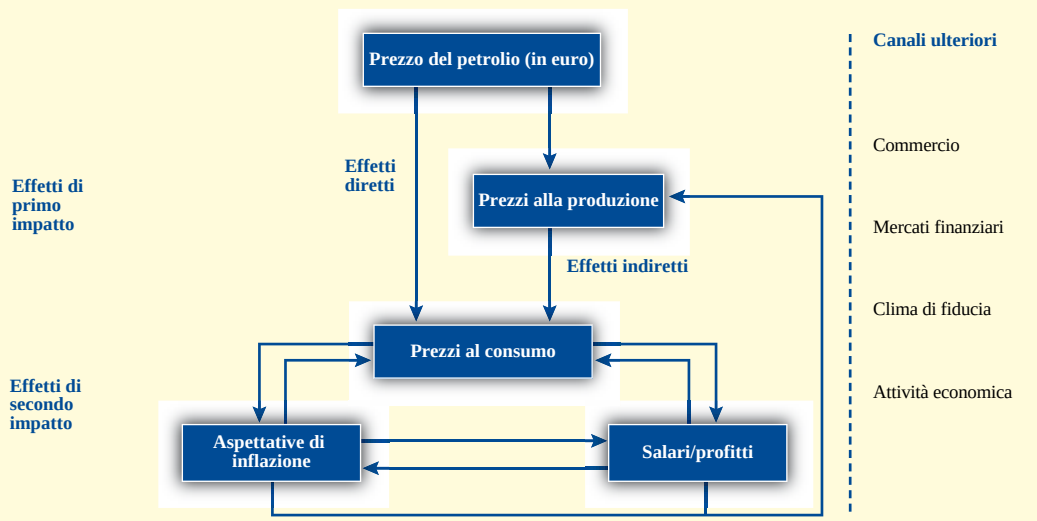
Alcune evidenze suggeriscono che dagli anni novanta la dinamica dei corsi petroliferi avrebbe avuto effetti più contenuti sull'attività economica rispetto a quanto osservato negli anni settanta e agli inizi degli anni ottanta [9]. Questa attenuazione sarebbe attribuibile alla complessa interazione di una serie di fattori, fra cui la minore intensità di energia delle economie sviluppate, le variazioni nel processo di determinazione dei salari e il ruolo della politica monetaria nella stabilizzazione delle aspettative di inflazione. Come indicato in precedenza, la natura di questi shock petroliferi è un fattore rilevante nel determinarne l'impatto sul PIL in termini reali. In linea generale, gli shock all'offerta di petrolio esercitano sull'attività economica un impatto più negativo rispetto ai rincari petroliferi dovuti all'incremento della domanda di greggio, che normalmente si accompagnano a un'attività più sostenuta a livello mondiale. Nelle simulazioni con i modelli macroeconometrici la natura dello shock petrolifero in genere non viene indicata esplicitamente, ma dato che i modelli sottostanti sono basati su dati storici che per molti paesi risalgono agli anni ottanta, lo shock petrolifero può essere considerato uno shock mondiale determinato da disturbi della domanda e dell'offerta di petrolio, e che riflette anche alcuni aggiustamenti esterni. La diversa

8) Anche Peersman e Van Robays, adottando una diversa impostazione per i modelli, hanno raccolto riscontri empirici che confermano una sostanziale eterogeneità fra i paesi. Cfr. "Oil and the euro area economy", (2009), *Economic Policy*, vol. 24, n. 60, pp. 603-651.

9) Per una disamina più approfondita, cfr. il Rapporto sulle questioni strutturali (Allegato 2.2) della BCE, pubblicato nel giugno 2010.

Figura 6 Schema stilizzato dei canali di trasmissione ai prezzi di uno shock petrolifero

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: BCE.

natura degli shock petroliferi sottostanti potrebbe spiegare per quale ragione la letteratura economica non è concorde sulla possibilità che gli effetti sull'attività economica degli aumenti e dei cali dei prezzi petroliferi siano asimmetrici, poiché l'importanza relativa dei fattori dal lato dell'offerta e della domanda che determinano le variazioni dei corsi petroliferi potrebbe essere mutata nel tempo.

Oltre agli effetti di breve e medio termine, l'evoluzione dei prezzi dell'energia potrebbe avere un impatto anche sul prodotto potenziale di lungo termine dell'economia. Secondo le stime ottenute dai modelli, un incremento del 10 per cento delle quotazioni petrolifere ha nel lungo periodo un impatto negativo di quasi lo 0,1 per cento sul livello del prodotto. Questa riduzione nel lungo termine è più consistente se si considerano i consumi e gli investimenti di lungo periodo. I fattori determinanti che nel lungo termine incidono sulla vulnerabilità dell'economia alla dinamica dei corsi petroliferi sono l'intensità di utilizzo e, in particolare, il grado di sostituibilità del petrolio. Quanto più flessibile è l'economia nel sostituire fonti energetiche relativamente costose, meno vulnerabile sarà alle oscillazioni dei prezzi energetici. Inoltre, le rigidità di salari e prezzi aggravano i costi di aggiustamento successivi a uno shock ai prezzi dell'energia. In particolare, le perdite di prodotto e *input* di lavoro nel processo produttivo sarebbero meno marcate se l'aggiustamento di salari e prezzi avvenisse più rapidamente.

Quando si analizzano le stime dei modelli relative all'impatto dei corsi energetici sull'attività economica, è importante tenere presente che i modelli macroeconometrici sono, per loro natura, semplificazioni della struttura economica sottostante. Anche se la formazione delle aspettative e le risposte di politica monetaria e di bilancio venissero prese in considerazione nella formulazione dei modelli, sarebbe impossibile coglierle nella loro interezza e potrebbero variare nel tempo. Pertanto, le stime riportate in questa sede hanno carattere puramente indicativo.

L'IMPATTO SULL'INFLAZIONE

La figura 6 presenta uno schema stilizzato dei principali meccanismi di trasmissione attraverso cui la dinamica dei corsi petroliferi influenza l'andamento dei prezzi al consumo. In termini

di effetti sui prezzi, l'impatto delle variazioni dei corsi energetici viene spesso distinto in effetti diretti e indiretti di primo impatto ed effetti di secondo impatto [10]. Gli effetti di primo impatto diretti si riferiscono all'incidenza delle variazioni dei corsi petroliferi sui prezzi al consumo dell'energia. Gli effetti di primo impatto indiretti si riferiscono alle variazioni dei prezzi al consumo che si verificano a seguito dell'impatto dei corsi petroliferi sui costi di produzione (ad esempio, un rialzo dei prezzi del greggio che, attraverso i rincari degli *input*, influenza i prezzi dei beni per i quali il petrolio è un *input* fondamentale, come alcuni prodotti chimici, o i prezzi dei servizi di trasporto). In teoria, gli effetti di primo impatto, diretti o indiretti, di una variazione *una tantum* dei corsi petroliferi provocano solo un rialzo del livello dei prezzi senza effetti duraturi sull'inflazione. Gli effetti di secondo impatto colgono la risposta degli operatori che fissano i salari e i prezzi agli effetti di primo impatto di uno shock ai prezzi del petrolio. I tentativi degli operatori economici di compensare la riduzione di reddito reale causata dai precedenti shock inflazionistici potrebbero ripercuotersi sulle aspettative di inflazione e influenzare ulteriormente il processo di determinazione di salari e prezzi. In tal modo, uno shock transitorio potrebbe avere effetti pervasivi, diventando più costoso da debellare. La probabilità che uno shock ai prezzi delle materie prime determini effetti di secondo impatto dipende da diversi fattori, fra cui la fase del ciclo economico, la flessibilità dei mercati dei beni e del lavoro (in particolare la presenza di meccanismi di indicizzazione che influenzano le negoziazioni salariali e i processi di determinazione dei prezzi), la formazione delle aspettative di inflazione e, particolarmente importante, la credibilità della banca centrale.

EFFETTI DI PRIMO IMPATTO DIRETTI

Le variazioni dei corsi petroliferi hanno un impatto diretto sull'inflazione misurata sullo IAPC attraverso la componente energetica dell'indice. I beni energetici costituiscono circa il 10 per cento dello IAPC totale dell'area dell'euro: quasi la metà di tale percentuale è rappresentata dai combustibili liquidi, ossia per i trasporti (4 per cento) e il riscaldamento domestico (0,7 per cento), mentre la parte restante riguarda l'elettricità (2,3 per cento), il gas naturale (1,8 per cento), il gasolio da riscaldamento (0,6 per cento) e i carburanti solidi (0,1 per cento) [11]. A causa della volatilità delle quotazioni petrolifere, l'energia è anche di gran lunga la più volatile fra le principali componenti dell'indice, con una deviazione standard delle variazioni sul mese precedente pari all'1,5 per cento, rispetto allo 0,2 per l'IAPC destagionalizzato e allo 0,1 per l'indice destagionalizzato al netto dell'energia. Data questa elevata volatilità, è particolarmente utile comprendere l'andamento dei prezzi al consumo dell'energia in risposta alle variazioni dei corsi petroliferi.

Inizialmente, si considera la trasmissione ai prezzi al consumo dei combustibili liquidi, ossia carburanti per riscaldamento e trasporti (benzina e gasolio), perché in genere sono quelli che risentono prima delle variazioni dei corsi petroliferi. Per comprendere meglio questi effetti di trasmissione, si può adottare una rappresentazione semplificata della catena di formazione dei prezzi per i combustibili liquidi. In particolare, le fasi fondamentali fra l'estrazione del greggio e l'acquisto dei combustibili liquidi da parte dei consumatori sono: la raffinazione; la distribuzione, e l'imposizione fiscale [12].

La figura 7 illustra l'evoluzione dei prezzi al consumo dei combustibili liquidi nell'area dell'euro dal 1994. Ci sono diversi elementi degni di nota. In primo luogo, le imposte (accise e

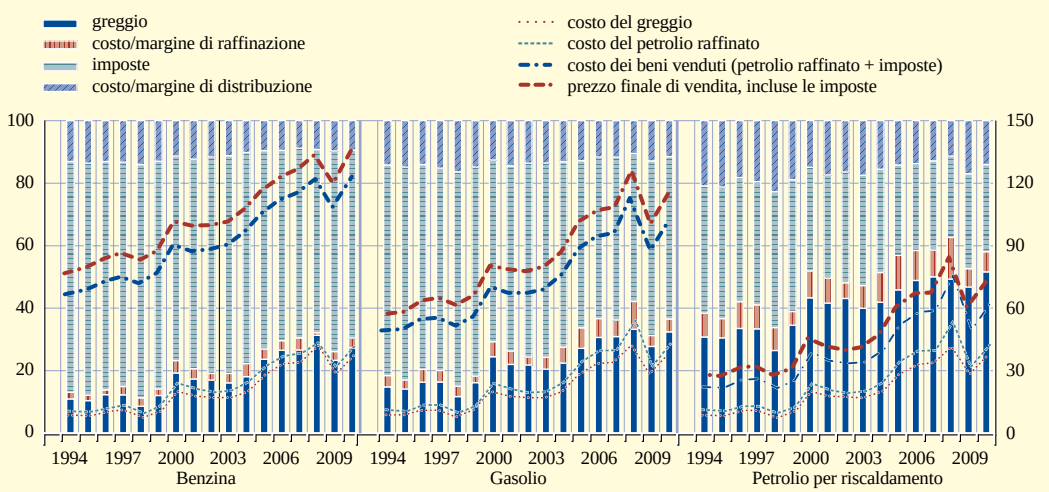
10) Questa classificazione della scomposizione della trasmissione dei corsi petroliferi in diversi effetti è tratta dall'articolo *I prezzi del petrolio e l'economia dell'area dell'euro*, pubblicato nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino.

11) La quota e la composizione dei beni energetici nello IAPC variano notevolmente fra i paesi dell'area dell'euro; la percentuale è compresa fra il 15,7 per cento della Slovacchia e il 6,3 di Malta, mentre il gas naturale, i carburanti solidi e il gasolio da riscaldamento hanno scarso o nessun peso sui consumi in diversi paesi.

12) Le accise sono calcolate come un importo fisso per volume unitario (ad esempio, nell'area dell'euro il livello medio delle accise sulla benzina è intorno a 59 centesimi di euro al litro e intorno agli 8 centesimi al litro sui combustibili per riscaldamento domestico), mentre l'IVA viene calcolata come percentuale del prezzo ante imposte più le accise (ad esempio, nell'area dell'euro l'IVA sulla benzina è in media intorno al 19 per cento).

Figura 7 Scomposizione dei prezzi al consumo dei combustibili liquidi nell'area dell'euro

(in percentuale del prezzo finale di vendita totale; centesimi di euro al litro)



Fonti: Commissione europea (Eurostat), Bloomberg, Reuters ed elaborazioni dell'Eurosistema.
Note: le serie raffigurate con linee sono riportate sulla scala di destra (in centesimi di euro al litro), mentre le serie raffigurate con colonne sono riportate sulla scala di sinistra (in percentuale del prezzo finale di vendita, incluse le imposte). Il 2010 si riferisce ai primi sei mesi dell'anno.

IVA insieme) rappresentano oltre metà del prezzo finale di vendita di benzina e gasolio (in media il 60 e il 52 per cento rispettivamente nella prima metà del 2010), ma una percentuale nettamente inferiore del prezzo dei combustibili per riscaldamento (28 per cento). In secondo luogo, a seguito del forte incremento delle quotazioni petrolifere, la parte riconducibile al costo del greggio è aumentata notevolmente dalla fine degli anni novanta. In terzo luogo, sebbene i margini di raffinazione siano relativamente contenuti in rapporto alle quotazioni del greggio, essi possono oscillare in misura significativa. Ad esempio, a metà del 2008 i margini di raffinazione del gasolio e dei combustibili per riscaldamento hanno raggiunto un livello di 40 dollari al barile, rispetto a una media storica (dal 1986) di circa 5 dollari al barile. Pertanto, le oscillazioni dei margini di raffinazione possono determinare, almeno nel breve periodo, variazioni dei prezzi al consumo che non rispecchiano quelle dei corsi petroliferi. Infine, il contributo dei costi e dei margini di distribuzione al prezzo finale di vendita è rimasto relativamente costante nel tempo, a indicare che i margini in questo settore non sono fissati come una percentuale dei costi degli *input*.

Costi e margini di distribuzione relativamente costanti, insieme al ruolo rilevante delle accise e al forte incremento delle quotazioni del greggio hanno influito in misura significativa sull'elasticità dei prezzi al consumo dei combustibili liquidi rispetto ai corsi petroliferi. La tavola 2 illustra il ruolo avuto dalle imposte indirette nel determinare l'elasticità dei prezzi al consumo dei beni energetici rispetto alle quotazioni del greggio: l'elasticità dei prezzi dei combustibili liquidi è nettamente più elevata di quella dei prezzi della benzina e del gasolio, in ragione del livello relativamente modesto delle accise. La tavola inoltre mostra che l'elasticità dei prezzi al consumo dell'energia è una funzione del livello dei corsi petroliferi: l'elasticità dei prezzi al consumo è sensibilmente più elevata quando il greggio è a 60 euro al barile piuttosto che a 20. Per la benzina l'elasticità sale dal 15 al 35 per cento, per il gasolio dal 19 al 41 per cento e per i combustibili per riscaldamento dal 39 al 66 per cento.

Considerando l'aumento e la volatilità dei corsi petroliferi negli ultimi anni, diversi studi hanno analizzato la rapidità della trasmissione ai prezzi dei combustibili liquidi in Europa. In generale,

Tavola 2 Elasticità della componente energetica dello IAPC rispetto ai prezzi del greggio

(valori percentuali)

Greggio (euro per barile)	Media ponderata della trasmissione alla componente energetica dello IAPC[1)]	Benzina (2,6 per cento)[2)]	Gasolio (1,4 per cento)[2)]	Combustibili per riscaldamento (0,7 per cento)[2)]	Gas naturale (1,8 per cento)[2)]
20	16	15	19	39	24
40	26	26	32	56	39
60	33	35	41	66	49
80	38	41	48	72	56
100	42	47	54	76	61

Fonte: elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.
Note: sulla base delle imposte (IVA, accise e altre) alla fine del 2009 e dei costi e margini medi di raffinazione e distribuzione dal 1999.
1) Stimata nell'ipotesi che il gasolio da riscaldamento nello IAPC (peso 0,6 per cento) sia correlato con il gas naturale. La media ponderata sottostima lievemente l'entità della trasmissione, in quanto presume una trasmissione nulla per l'elettricità e i carburanti solidi.
2) Indica il peso rispetto all'indice totale.

questi studi hanno mostrato che la trasmissione diretta degli shock petroliferi ai prezzi al consumo dell'energia ante imposte è completa (ossia, un rincaro del greggio di 10 centesimi di euro al litro si traduce in un incremento dei prezzi al consumo ante imposte pari a 10 centesimi di euro al litro) e rapida (gran parte dell'incremento viene traslato entro tre-cinque settimane). Inoltre, esistono scarse evidenze significative di una sostanziale asimmetria fra la trasmissione degli aumenti e quella dei cali delle quotazioni del greggio [13)].

Passando ai prezzi del gas naturale, una caratteristica fondamentale e ben nota è la loro stretta correlazione con le quotazioni del greggio, benché con un certo sfasamento temporale (cfr. figura 8). Questo elemento rispecchia soprattutto la sostituibilità del gas e del petrolio, e la loro reciproca concorrenzialità, per determinati utilizzi (come la produzione di elettricità), nonché gli accordi istituzionali, specie in Europa, in virtù dei quali numerosi contratti per la fornitura a lungo termine di gas sono esplicitamente collegati alle quotazioni del petrolio [14)].

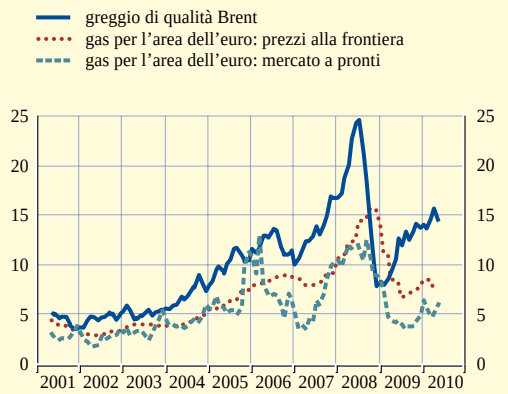
La dinamica dei corsi petroliferi influenza con relativa rapidità l'andamento dei prezzi alla frontiera (d'importazione) dei gas, mentre la differenza fra il prezzo alla frontiera e quello al consumo ante imposte (qui indicato come il "margine") riflette i costi di lavorazione, trasmissione, immagazzinamento e distribuzione del gas ai consumatori, nonché i margini dei vari operatori lungo la filiera del gas. Nonostante il consistente incremento dei prezzi alla frontiera del gas dalla fine degli anni novanta, il margine è rimasto relativamente stabile, a circa 5 euro/gigajoule (cfr. figura 9). Tale situazione indica che le variazioni dei prezzi alla frontiera del gas sono state pienamente traslate sui prezzi al consumo, pur con un certo ritardo, e che con l'aumento delle quotazioni mondiali del gas, i prezzi degli input di materie prime hanno inciso maggiormente su quelli al consumo. Una implicazione di tale andamento è che salendo il livello dei prezzi, l'elasticità (ossia la risposta percentuale) dei prezzi al consumo del gas rispetto ai corsi petroliferi aumenta, anche se la trasmissione rimane invariata (ossia completa) in termini assoluti. Poiché esiste un rapporto storico fra i corsi petroliferi e i prezzi alla frontiera del gas, con il

13) Cfr., ad esempio, Meyler, A. (1990), "The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices" in *Energy Economics*, n. 6, Energy Sector Pricing and Macroeconomic Dynamics, pp. 867-881.

14) Gli accordi istituzionali sono una determinante fondamentale di questi comovimenti, in quanto il gas, essendo meno immagazzinabile e trasportabile del petrolio, viene trasferito principalmente attraverso i gasdotti. In assenza di una esplicita indicizzazione ai prezzi del petrolio, gli andamenti dell'offerta e della domanda a livello regionale inciderebbero in misura superiore sulle variazioni dei prezzi del gas. La crescente rilevanza dei mercati a pronti e del gas naturale liquefatto ha messo sotto pressione questi accordi di indicizzazione.

Figura 8 Prezzi del petrolio e del gas (contrattato alla frontiera [1] e sul mercato a pronti) [2]

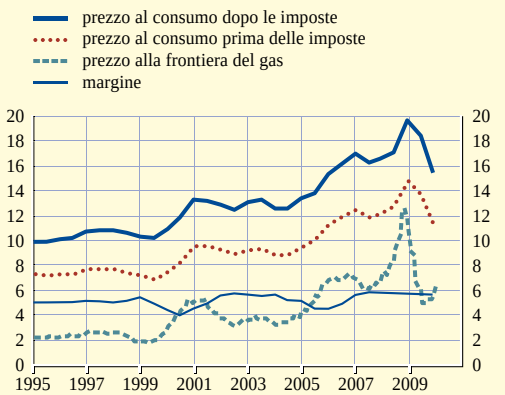
(dollari/MMBTu) [3]



Fonti: Eurostat, Haver Analytics, Reuters, Bloomberg ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.
1) Media non ponderata dei prezzi alla frontiera del gas per Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi.
2) Media non ponderata dei prezzi negli *hub* Zeebrugge (Belgio) e Title Transfer Facility (Olanda).
3) MMBtu indica un milione di unità termiche britanniche.

Figura 9 Prezzi al consumo del gas

(euro per gigajoule)



Fonti: Eurostat, Haver Analytics, Reuters, Bloomberg ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

greggio a 20 euro al barile l'elasticità dei prezzi al consumo del gas rispetto a quelli del petrolio sarebbe intorno al 25 per cento, ma raggiungerebbe un valore doppio a 60 euro al barile.

Per quanto riguarda l'elettricità, la reazione dei prezzi al consumo alle variazioni dei corsi petroliferi è molto meno chiara. Tuttavia, esistono differenze evidenti fra gli andamenti dei prezzi al consumo e all'ingrosso dell'elettricità. La figura 10 mostra che esiste un notevole grado di correlazione fra i prezzi del greggio e quelli del mercato all'ingrosso dell'elettricità (contratti a pronti e *future* a un anno). Tale correlazione trae origine dal comovimento fra le quotazioni del gas e del petrolio e dal ruolo fondamentale delle centrali elettriche a gas come generatori marginali (*swing*). Nonostante la connessione fra le quotazioni del greggio e i prezzi del mercato all'ingrosso dell'elettricità, il legame fra i prezzi dell'elettricità e del petrolio a livello dei consumi è molto debole (cfr. figura 10). Ciò è dovuto a una serie di fattori, fra cui il livello delle imposte, la possibilità di utilizzare varie fonti di energia per generare elettricità e i costi di rete, ma potrebbe anche riflettere in parte la regolamentazione dei prezzi.

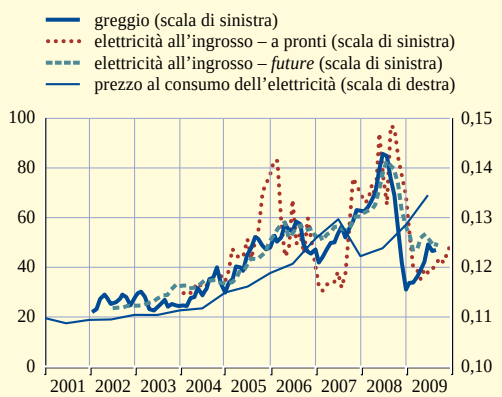
Anche se i mercati del gas e dell'elettricità in Europa hanno subito un lungo processo di deregolamentazione e liberalizzazione a partire dalla metà degli anni novanta, tale processo non è completo [15] ed esiste una considerevole discrepanza fra il livello di concorrenza *de jure* e quello *de facto*. Ad esempio, sebbene tutti i mercati del gas e dell'elettricità siano aperti alla competizione, oltre la metà degli Stati membri applica agli utenti finali prezzi regolamentati e l'ampia maggioranza dei consumatori in questi mercati riceve servizi a prezzi regolamentati.

Per effetto della trasmissione completa sui prezzi ante imposte e della sostanziale costanza dei margini e delle imposte indirette, l'elasticità dei prezzi al consumo dell'energia (ossia la risposta

15) Nel giugno 2009 la Commissione europea ha intrapreso le procedure di infrazione contro alcuni Stati membri che non hanno recepito la legislazione comunitaria sul mercato interno dell'elettricità (25 Stati membri) e del gas (21 Stati membri). I principali motivi di contenzioso sono la mancanza di trasparenza, l'insufficiente coordinamento degli operatori dei sistemi di trasmissione per rendere disponibile la massima capacità di interconnessione, l'assenza di collaborazione a livello regionale, le scarse misure di *enforcement* da parte delle competenti autorità nazionali e l'assenza di adeguate procedure per la risoluzione delle vertenze.

Figura 10 Prezzi al consumo dell'elettricità

(euro al barile/MWh; centesimi di euro per kWh)



Fonti: EEX, Eurostat, Haver Analytics, Reuters, Bloomberg ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.
Nota: MWh indica megawatt ora e kWh indica kilowatt ora.

percentuale a una data variazione percentuale dei corsi petroliferi) dipende dal livello delle quotazioni del greggio (cfr. tavola 2). L'elasticità dei prezzi al consumo dell'energia raddoppia dal 16 per cento, quando il greggio è a 20 euro al barile, al 33 per cento, quando le quotazioni salgono a 60 euro al barile (ossia al livello medio prevalso nella prima metà del 2010). Se le quotazioni del petrolio dovessero innalzarsi a 100 euro al barile, l'elasticità (nell'ipotesi che i margini di raffinazione e distribuzione e le accise rimangano sostanzialmente costanti) aumenterebbe fino a oltre il 40 per cento.

EFFETTI DI PRIMO IMPATTO INDIRETTI ED EFFETTI DI SECONDO IMPATTO

Stimare gli effetti di primo impatto indiretti e quelli di secondo impatto dei prezzi dell'energia è più complesso, e presenta maggiori incertezze, rispetto agli effetti diretti. Inoltre, gli effetti indiretti possono differire ai vari stadi della filiera produttiva e nei diversi comparti dell'economia [16]. I riscontri empirici, pertanto, dovrebbero essere ricavati da un'ampia gamma di analisi. La tavola 3 riporta l'impatto stimato della dinamica dei corsi petroliferi sull'inflazione utilizzando una serie di approcci differenti, fra cui le tavole di input-output e le simulazioni dinamiche di vari tipi di modelli (come i modelli strutturali di autoregressione vettoriale (VAR) e quelli macroeconometrici). Tali approcci, nonostante alcune differenze fra di essi, forniscono un quadro generalmente coerente. A tre anni da un rincaro petrolifero del 10 per cento, gli effetti cumulati di primo impatto indiretti e di secondo impatto sui prezzi sarebbero compresi tra lo 0,20 e lo 0,29 per cento, riconducibili per metà a un effetto di secondo impatto derivante dalla reazione endogena dei salari. Inoltre, alcuni dati (ad esempio, quelli ottenuti dall'analisi condotta con i VAR strutturali) confermerebbero che gli effetti di primo impatto indiretti e di secondo impatto sono diminuiti dalla metà degli anni ottanta a seguito delle mutate caratteristiche strutturali dell'attività economica e delle variazioni nel processo di determinazione di salari e prezzi. A tale riguardo, i modelli in cui le aspettative svolgono un ruolo rilevante indicano una reazione leggermente più attenuata dell'inflazione di fondo alla dinamica dei prezzi delle materie prime, dato che gli operatori reagiscono alle aspettative circa le azioni future di politica economica.

Nel complesso, la trasmissione delle quotazioni petrolifere ai prezzi al consumo è complessa, dipende normalmente da numerosi fattori e può variare nel tempo. I fattori fondamentali comprendono il livello delle quotazioni del greggio, l'entità dell'imposizione indiretta (le accise) e altri aspetti strutturali dell'economia, fra cui la specializzazione settoriale dell'attività e gli assetti istituzionali che influenzano le modalità con cui i salari e i prezzi vengono fissati. Il processo di determinazione di salari e prezzi e la politica monetaria svolgono un ruolo cruciale nel determinare se gli effetti diretti e indiretti derivanti dalle variazioni dei corsi petroliferi si tradurranno in inflazione nel medio periodo. In particolare la politica monetaria, pur avendo scarse possibilità di intervento sugli effetti di primo impatto degli shock petroliferi, può evitare in larga misura gli effetti di secondo im-

16) Cfr., ad esempio, Landau, B. e F. Skudelny (2009), *Pass-through of external shocks along the pricing chain: A panel estimation approach for the euro area*, Working Paper della BCE, n. 1104.

Tavola 3 Scomposizione dell'impatto di un aumento del 10 per cento dei prezzi del greggio sul livello dello IAPC utilizzando vari approcci

(valori percentuali)

Approcci	Specificazione	Diretto	Indiretto	Secondo impatto	Totale
Componenti disaggregate dell'energia [1)]	euro 20	0,15	N.D.	N.D.	N.D.
	euro 50	0,29	N.D.	N.D.	N.D.
Tavole di input-output [2)]		0,22	0,14	N.D.	N.D.
VAR strutturali [3)]	1971-2009	0,20	0,25		0,45
	1971-2000	0,39	0,29		0,68
	1980-2009	0,16	0,20		0,36
Modelli macroeconometrici su larga scala [4)]	reazione dei salari	0,25	0,20		0,45
	mancata reazione dei salari	0,26	0,10		0,36

Fonte: elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.
Note: per ulteriori informazioni, cfr. il Rapporto sulle questioni strutturali 2010 della BCE.
1) La trasmissione dipende dal livello dei prezzi petroliferi – stime calcolate sulla base di costi e margini costanti di raffinazione e distribuzione e delle imposte indirette alla fine del 2009.
2) Sulla base delle tavole di input-ouput del 2005. L'approccio input-output ipotizza implicitamente che i margini rimangano costanti e non vi siano effetti di secondo impatto.
3) Risultati riportati per VAR strutturali stimati su tre diversi periodi campionari (1971-2009, 1971-2000 e 1980-2009).
4) Risultati riportati per due varianti: una consente ai salari di reagire ai rincari petroliferi, l'altra non considera tale reazione.

patto. Se le aspettative circa i salari e i prezzi risentono fortemente delle oscillazioni dei corsi petroliferi, si rende necessaria un'azione di politica monetaria più energica per ripristinare la stabilità dei prezzi. Pertanto, per contrastare efficacemente la volatilità dei prezzi e del prodotto indotta dalle oscillazioni dei corsi petroliferi è necessario perseguire una strategia credibile di politica monetaria orientata al medio termine che stabilizzi le aspettative di inflazione.

4 CONCLUSIONI

Le prospettive per i prezzi del petrolio sono caratterizzate da un elevato grado d'incertezza, connesso a fattori dal lato della domanda e dell'offerta. Per quanto riguarda l'offerta, gli investimenti nella capacità di produzione e lavorazione del petrolio potrebbero aver risentito negativamente della crisi finanziaria e della successiva recessione. Inoltre, sussistono notevoli incertezze circa la base di risorse energetiche complessivamente disponibili. Tuttavia, i progressi tecnologici e la scoperta di fonti energetiche alternative (come l'estrazione di gas da scisti) potrebbero determinare un'offerta di energia complessivamente superiore alle stime attuali. Per quanto concerne la domanda, benché abbia risentito della recessione, ci si attende che aumenti ancora man mano che l'economia mondiale riprende vigore e i consumi energetici delle economie emergenti si avvicinano a quelli dei paesi sviluppati. La domanda potrebbe attenuarsi per effetto delle politiche di contenimento dei cambiamenti climatici, come la tassa sulle emissioni di CO^2 e il sostegno alle fonti energetiche alternative rinnovabili, e dell'accresciuta efficienza energetica. A conti fatti, tuttavia, lo scenario più probabile è che le condizioni di equilibrio fra offerta e domanda di petrolio diverranno più tese nel tempo, esercitando ulteriori spinte al rialzo sui corsi petroliferi nel medio termine.

L'impatto delle variazioni future dei corsi petroliferi sulla situazione macroeconomica nell'area dell'euro dipende da una serie di fattori, fra cui la natura di tali oscillazioni, il livello delle quotazioni petrolifere e delle relative accise, le caratteristiche strutturali dell'utilizzo di energia e dei suoi mercati, il grado di flessibilità economica e il processo di determinazione di salari e prezzi. Il presente articolo ha esaminato gli effetti delle variazioni dei corsi petroliferi sull'inflazione nell'area dell'euro adottando uno schema stilizzato che li scompone in effetti diretti e indiretti di primo impatto ed effetti di secondo impatto. L'influsso più consistente e immediato è riconducibile agli effetti di primo impatto diretti (sui prezzi al consumo dell'energia). Considerato il ruolo rilevante delle accise e dato che i

costi e i margini di distribuzione e di vendita al dettaglio sono sostanzialmente costanti, l'elasticità dei prezzi al consumo dell'energia rispetto a quelli del greggio aumenta all'aumentare delle quotazioni petrolifere. Allo stesso tempo, secondo alcune evidenze gli effetti di primo impatto indiretti e di secondo impatto sarebbero diminuiti per l'effetto congiunto delle variazioni strutturali nell'economia e dei mutamenti nel processo di determinazione di salari e prezzi. Poiché l'area dell'euro dipende in larga misura dalle importazioni di petrolio, in definitiva si può fare ben poco per evitare gli effetti di primo impatto. Tuttavia, il processo di determinazione di salari e prezzi e il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con un quadro di politica monetaria credibile sono fattori determinanti per stabilire se le spinte inflazionistiche originate dalla dinamica dei corsi energetici si tradurranno in inflazione in un orizzonte di medio termine.

ANDAMENTI RECENTI DELL'INTERSCAMBIO MONDIALE E DELL'AREA DELL'EURO

Sulla scia della recessione mondiale del 2008-2009, l'interscambio mondiale ha registrato una contrazione senza precedenti, ascrivibile a una serie di fattori dal lato della domanda e dell'offerta, i quali hanno esacerbato gli effetti della recessione sul commercio internazionale. In primo luogo, il calo del PIL mondiale è derivato principalmente dall'andamento delle sue componenti a elevata intensità di scambi commerciali (quali gli investimenti), con una flessione particolarmente pronunciata della domanda di beni durevoli. In secondo luogo, l'espansione delle reti produttive internazionali negli ultimi due decenni sembra avere accresciuto l'elasticità dell'interscambio commerciale alle fluttuazioni della domanda. In terzo luogo, l'interscambio è stato frenato dalle restrittive condizioni applicate ai finanziamenti commerciali a livello mondiale. Nella seconda metà del 2009 l'interscambio mondiale ha iniziato a riprendersi, in parte per effetto di una correzione rispetto al precedente crollo, ma anche di fattori temporanei, quali le misure di stimolo fiscale e una svolta nel ciclo delle scorte.

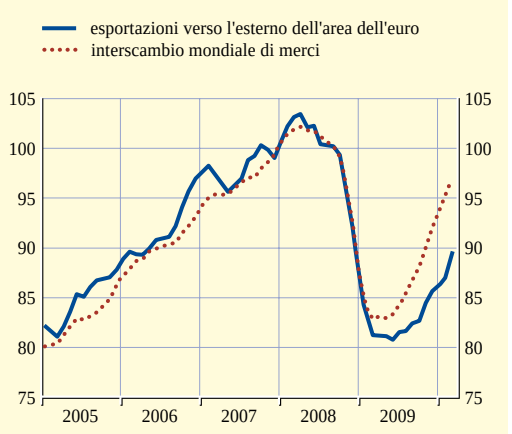
1 INTRODUZIONE

A seguito dell'intensificarsi delle turbolenze finanziarie mondiali nell'autunno 2008, il prolungato periodo di rapida crescita dell'interscambio mondiale ha lasciato il posto alla sua più pronunciata contrazione dalla fine della seconda guerra mondiale. L'andamento registrato dall'interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro è stato pressoché identico (cfr. figura 1). La riduzione dell'interscambio mondiale è stata considerevolmente maggiore della flessione del PIL mondiale. I modelli aggregati solitamente utilizzati per le previsioni dell'interscambio internazionale non sono riusciti a spiegare pienamente il suo calo, evidenziando un potenziale "*trade puzzle*". In tale contesto, questo articolo passa in rassegna i principali motivi della contrazione dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro nel periodo 2008-09 ed esamina le principali determinanti della successiva ripresa.

La comprensione di questi andamenti è importante per diverse ragioni. In primo luogo, fare luce sul ruolo svolto da fattori *una tantum* e da modifiche strutturali nello spiegare il crollo degli scambi commerciali fornisce un utile strumento per le previsioni dell'interscambio. In secondo luogo, in una prospettiva di contabilità nazionale, gli andamenti dell'interscambio hanno avuto un significativo effetto prociclico sulla crescita del PIL dell'area dell'euro (cfr. figura 2) [1]. Da un lato, l'interscambio netto ha contribuito per circa due quinti alla contrazione cumulata del PIL dell'area fra il terzo trimestre del 2008 e il primo trimestre del 2009. Dall'altro lato, circa la metà della crescita totale del PIL tra il secondo trimestre del 2009 e il primo trimestre del 2010 è attribuibile all'interscambio netto [2].

Figura 1 Esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro e interscambio mondiale di merci

(indici dei volumi; settembre 2008 = 100; medie mobili di tre mesi)



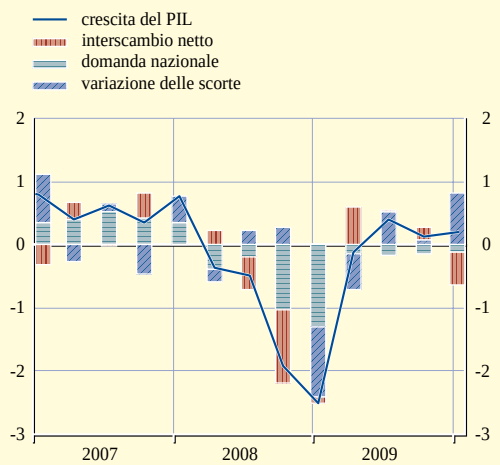
Fonti: Eurostat (statistiche sul commercio estero) e CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

L'articolo è strutturato come segue: la sezione 2 fornisce una serie di fatti stilizzati sull'interscambio mondiale e dell'area dell'euro durante

1) Cfr. anche l'articolo *La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica* nel numero di novembre 2009 di questo Bollettino.
2) Questo articolo è aggiornato con i dati fino al primo trimestre del 2010.

Figura 2 Contributi alla crescita trimestrale in termini reali del PIL dell'area dell'euro

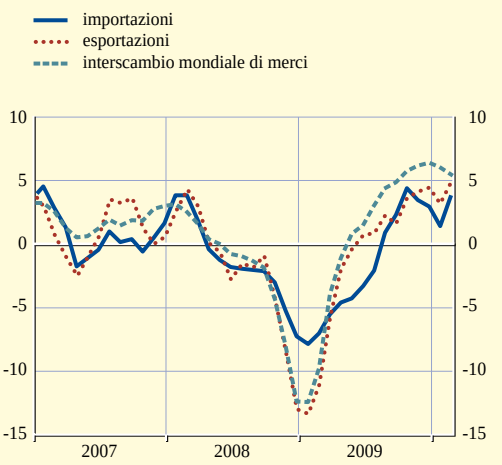
(variazioni percentuali; punti percentuali)



Fonte: Eurostat (dati di contabilità nazionale).
Nota: l'interscambio netto si riferisce a beni e servizi.

Figura 3 Scambi di beni con l'esterno dell'area dell'euro in volume e interscambio mondiale di merci

(variazioni percentuali a tre mesi della media mobile a tre mesi)



Fonti: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed Eurostat (statistiche sul commercio estero).

la recente crisi finanziaria; la sezione 3 esamina i principali motivi della contrazione dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro nel periodo 2008-09; la sezione 4 espone le principali determinanti della successiva ripresa [3]; la sezione 5, infine, pone in prospettiva gli andamenti dell'interscambio dell'area dell'euro confrontandoli con quelli delle altre principali economie.

2 FATTI STILIZZATI

L'interscambio con l'esterno dell'area dell'euro ha resistito nella fase iniziale della crisi finanziaria, ma nel secondo trimestre del 2008, quando nell'area dell'euro è cominciata la recessione, ha iniziato a mostrare segni di debolezza. Con l'intensificarsi della crisi finanziaria mondiale nell'autunno 2008 è iniziata una contrazione significativa (cfr. figura 3). Il ritmo della flessione si è allentato nel secondo trimestre del 2009 e solo nella seconda metà dell'anno è cominciata la ripresa. Per l'interscambio mondiale emerge un quadro molto simile.

UN "*TRADE PUZZLE*"?

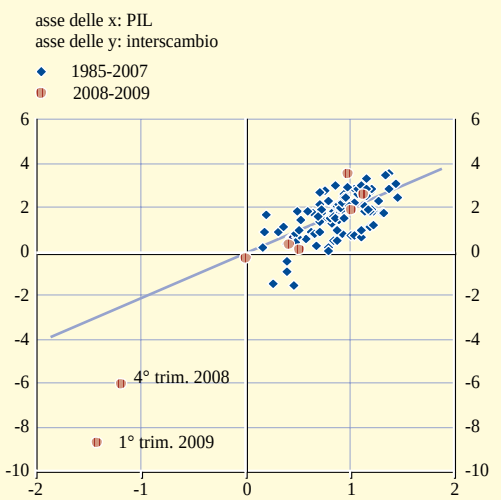
La contrazione dell'interscambio commerciale mondiale e dell'area dell'euro nel periodo 2008-2009 non ha avuto precedenti dalla fine della seconda guerra mondiale. Tra i punti di massimo e di minimo, i volumi degli scambi mondiali di merci si sono ridotti del 19 per cento, mentre il volume delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro è diminuito del 22 per cento (le importazioni di beni dall'esterno dell'area sono calate del 20 per cento). Al loro minimo, i flussi dell'interscambio con l'esterno dell'area dell'euro erano tornati sui livelli del 2005; la flessione è durata circa 16 mesi per l'area dell'euro e 11 mesi su scala globale.

Il crollo dell'interscambio mondiale ha superato nettamente la contrazione del PIL mondiale, determinando una diminuzione del rapporto fra interscambio e PIL di circa 15 punti percentuali. Sebbene sia ben noto che i flussi dell'interscambio sono in genere più volatili dell'attività economica complessiva (e presentano una correlazione positiva con quest'ultima), il calo dell'interscambio mondiale nel quarto trimestre del 2008 e nel primo trimestre del 2009 è stato

3) Si vedano anche i riquadri *Il rallentamento dell'interscambio dell'area dell'euro* ed *Evoluzione recente degli scambi commerciali dell'area dell'euro* nei numeri di giugno 2009 e febbraio 2010 di questo Bollettino.

Figura 4 Crescita dell'interscambio e del PIL mondiali

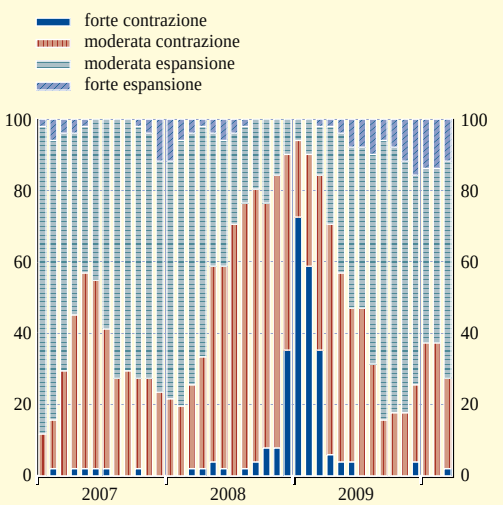
(variazioni percentuali a tre mesi della media mobile a tre mesi)



Fonti: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed Eurostat (statistiche sul commercio estero).
Nota: la linea della regressione è ottenuta a partire dal sottocampione che va dal primo trimestre del 1985 al quarto trimestre del 2007.

Figura 5 Dispersione tra paesi della crescita delle esportazioni

(percentuali; quota di paesi)



Fonti: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE.
Nota: sulla base del tasso di crescita a tre mesi della media mobile a tre mesi delle esportazioni, ogni paese è assegnato a uno dei suddetti gruppi. I valori soglia dei gruppi sono tassi di crescita delle esportazioni pari a -10, 0 e 10 per cento. Il campione copre circa il 97 per cento dell'interscambio mondiale di merci.

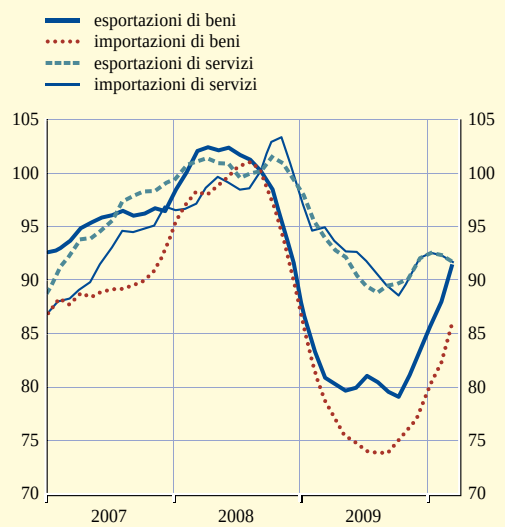
decisamente maggiore di quanto ci si sarebbe potuti aspettare sulla base delle regolarità storiche e dell'effettiva riduzione del PIL (cfr. figura 4). Pertanto, non sorprende che i modelli quantitativi aggregati di commercio internazionale abbiano sottostimato considerevolmente la contrazione dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro nel 2008-2009, evidenziando un potenziale "*trade puzzle*" [4], visto anche che i dati a partire dal secondo trimestre del 2009 sono stati di nuovo sostanzialmente in linea con le relazioni storiche dei modelli. Le precedenti recessioni non hanno dato luogo a un "*trade puzzle*" di entità comparabile. Sembra quindi che questo *puzzle* possa essere connesso con le modifiche strutturali dell'economia mondiale intercorse negli ultimi anni e con la natura senza precedenti della recente crisi finanziaria. Entrambi questi fattori sono esaminati nella sezione 3.

Un'altra importante caratteristica della contrazione dell'interscambio nel 2008-09 è stata la sua portata veramente mondiale e l'elevato grado di sincronizzazione tra i vari paesi. Le esportazioni, che fino a settembre 2008 erano cresciute nella stragrande maggioranza dei paesi, sono diminuite precipitosamente in tutto il mondo con l'intensificarsi delle turbolenze sui mercati finanziari mondiali. A gennaio 2009, il 73 per cento dei paesi aveva registrato una forte contrazione delle esportazioni (ovvero con tassi di variazione sui tre mesi precedenti inferiori al -10 per cento) e un ulteriore 16 per cento aveva subito una diminuzione delle esportazioni, sebbene a un ritmo più moderato (cfr. figura 5). Tali andamenti indicano che la maggior parte delle economie è stata colpita da uno shock comune o che la trasmissione tra paesi è stata eccezionalmente rapida.

4) Cfr., ad esempio, Cheung C. e S. Guichard (2009), *Understanding the world trade collapse*, Working Paper del Dipartimento economico *dell'OCSE,* n. 729; e Bussière M., A. Chudik e G. Sestieri (2009), *Modelling global trade flows: results from a GVAR model*, Working Paper della BCE, n. 1087.

Figura 6 Scambi di beni e servizi con l'esterno dell'area dell'euro

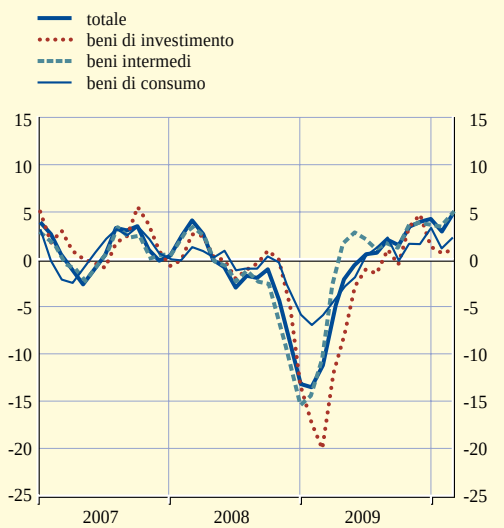
(indici di valore, settembre 2008 = 100; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE (statistiche di bilancia dei pagamenti).

Figura 7 Esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro in volume per Ampie categorie economiche

(variazioni percentuali a tre mesi della media mobile a tre mesi)



Fonte: Eurostat (statistiche sul commercio estero).

COMPOSIZIONE DELL'INTERSCAMBIO DELL'AREA DELL'EURO

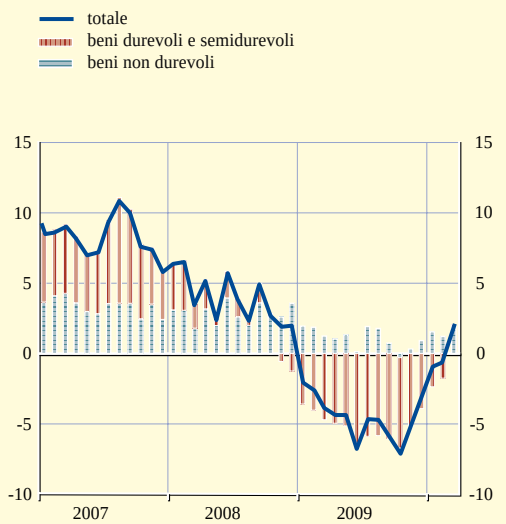
Durante la crisi finanziaria, la composizione dei flussi commerciali dell'area dell'euro ha registrato notevoli cambiamenti, i quali possono fornire informazioni preziose sulle determinanti del crollo dell'interscambio. In primo luogo, il calo del commercio di beni con l'esterno dell'area dell'euro è stato significativamente maggiore di quello degli scambi di servizi (cfr. figura 6), di riflesso al fatto che la contrazione dell'attività mondiale è stata maggiore nel settore manifatturiero rispetto a quello dei servizi. In secondo luogo, la quota dei servizi nel valore aggiunto dell'area dell'euro è molto più ampia (circa il 70 per cento) rispetto a quella nell'interscambio commerciale dell'area (attorno al 25 per cento), per cui il calo è stato più pronunciato nell'interscambio complessivo che nel valore aggiunto. In terzo luogo, le esportazioni verso l'esterno dell'area si sono contratte in tutte le principali categorie di beni, ma la diminuzione non è stata uniforme. Una disaggregazione dei beni esportati per Ampie categorie economiche mostra che i beni intermedi e di investimento hanno registrato una riduzione più pronunciata rispetto ai beni di consumo (cfr. figura 7). Una scomposizione più dettagliata rivela che le esportazioni di beni di consumo non durevoli – in particolare alimentari e bevande – hanno evidenziato una flessione piuttosto lieve e una modesta ripresa. Per contro, le esportazioni verso l'esterno dell'area di beni di consumo durevoli (nonché di beni di consumo semidurevoli, quali l'abbigliamento) si sono fortemente contratte (cfr. figura 8) [5]. I beni durevoli, ossia i beni di investimento e i beni di consumo (semi)durevoli, tendono a rispondere piuttosto marcatamente alle variazioni dell'attività economica complessiva, dell'incertezza e delle condizioni applicate all'erogazione del credito [6]. A fronte dell'eccezionale livello d'incertezza circa le prospettive economiche globali durante la crisi finanziaria, molti consumatori e imprese in tutto il mondo hanno assunto un approccio attendista e hanno in parte posticipato la loro spesa programmata, in particolare di beni durevoli. Nel contempo, è altresì possibile che abbiano riscontrato maggiori difficoltà a finan-

5) Un andamento simile è stato osservato negli Stati Uniti. Cfr. J. Wang (2010), "Durable goods and the collapse of global trade", *Economic Letter*, vol. 5, n. 2, Federal Reserve Bank of Dallas.

6) Cfr. il riquadro *La spesa delle famiglie per l'acquisto di beni durevoli durante l'ultima recessione* nel numero di luglio 2010 di questo Bollettino.

Figura 8 Crescita del valore delle esportazioni di beni di consumo verso l'esterno dell'area dell'euro e contributi

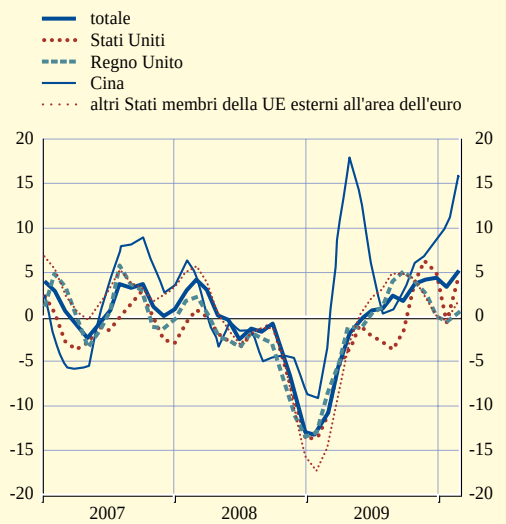
(variazioni percentuali sui 12 mesi; dati non destagionalizzati)



Fonte: Eurostat (Comext).
Nota: la figura si riferisce alla categoria "beni di consumo non specificati altrove", che esclude, ad esempio, autovetture nonché alimentari e bevande, e copre circa il 15 per cento delle esportazioni totali di beni verso l'esterno dell'area dell'euro.

Figura 9 Esportazioni di beni in volume verso alcune destinazioni all'esterno dell'area dell'euro

(variazioni percentuali a tre mesi della media mobile a tre mesi)



Fonte: Eurostat (statistiche sul commercio estero).
Nota: la voce "altri Stati membri della UE esterni all'area dell'euro" include tutti i paesi UE non appartenenti all'area dell'euro tranne Danimarca, Regno Unito e Svezia.

ziarie l'acquisto di beni per spese di importo elevato (*big-ticket items*).

Infine, la contrazione delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area è stata generalizzata in termini di paesi di destinazione, ma la ripresa è stata più disomogenea (cfr. figura 9). Le esportazioni verso l'Asia, in particolare verso la Cina, si sono riprese rapidamente sulla scia delle sostanziali misure di stimolo fiscale in tale regione, mentre quelle verso le altre principali destinazioni si sono riprese solo con un considerevole ritardo.

3 CAUSE DEL CROLLO DELL'INTERSCAMBIO NEL 2008-2009

UN MARCATO CALO DELLA DOMANDA SBILANCIATO VERSO I BENI OGGETTO DI COMMERCIO INTERNAZIONALE

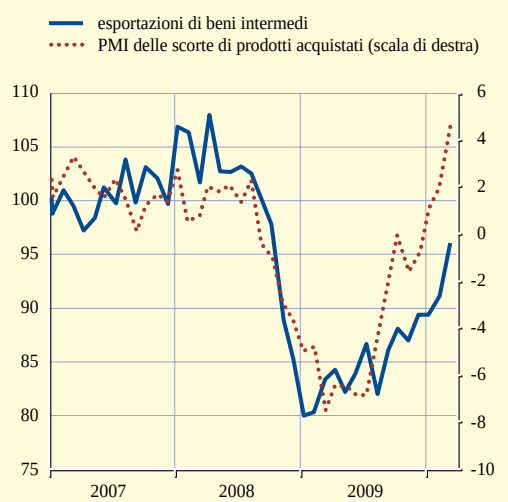
In base ai modelli comunemente utilizzati per la previsione dell'interscambio commerciale, le fluttuazioni della domanda estera (misurata dalla media delle importazioni reali dei partner commerciali dell'area dell'euro, ponderate in base all'interscambio), rappresentano circa il 70-80 per cento delle variazioni dei volumi delle esportazioni verso l'esterno dell'area, e la quota restante è in larga misura attribuibile al tasso di cambio e ai prezzi relativi delle esportazioni [7]. Chiaramente, la domanda estera è stata una delle principali determinanti anche del crollo dell'interscambio commerciale dell'area dell'euro nel 2008-09 e successivamente della sua ripresa [8]. Con l'intensificarsi della crisi finanziaria alla fine del 2008, i consumatori hanno ridotto la spesa e le imprese hanno ridimensionato produzione e investimenti su scala globale. Di conseguenza, l'attività mondale e quindi la domanda di esportazioni dell'area dell'euro è precipitata. Il fatto che la contrazione mondiale della domanda

7) Cfr. Anderton R. e F. di Mauro (2007), "The external dimension of the euro area: Stylised facts and initial findings", in F. di Mauro e R. Anderton (a cura di), *The external dimension of the euro area: Assessing the linkages*, Cambridge University Press.

8) Secondo alcune stime il 70 per cento del crollo dell'interscambio mondiale nel 2008-09 è riconducibile esclusivamente alle variazioni della domanda finale. Cfr. Bems R., R. C. Johnson e K.-M. Yi (2010), *Demand spillovers and the collapse of trade in the global recession*, Working Paper dell'FMI, n. 10/142.

Figura 10 Esportazioni di beni intermedi verso l'esterno dell'area dell'euro in volume e PMI delle scorte di prodotti acquistati

(indice; settembre 2008 = 100; indice di diffusione corretto per la media)



Fonti: Eurostat (statistiche sul commercio estero) e Markit.

privata fosse sbilanciata verso i beni durevoli (cfr. la sezione 2) spiega in parte perchè l'interscambio commerciale si è contratto più marcatamente del PIL, in quanto la quota di beni durevoli nel commercio internazionale è molto più elevata della loro quota nel valore aggiunto nazionale [9].

Lo shock alla domanda finale è stato inoltre esacerbato da un effetto scorte [10]. Nell'ultimo trimestre del 2008 e all'inizio del 2009 l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) delle scorte di prodotti acquistati – una misura dei livelli delle scorte pre-produzione – è diminuito marcatamente. Nel contempo, vi è stata una netta contrazione delle esportazioni di beni intermedi dell'area dell'euro (cfr. figura 10). Sembra che per diverso tempo la produzione mondiale abbia attinto in larga misura dalle esistenti scorte di beni intermedi, a scapito dell'interscambio di tali beni. Dato che le imprese hanno smaltito anche le giacenze post-produzione al fine di riportare i rapporti fra scorte e vendite sul loro livello ottimale, un effetto analogo sembra avere interessato l'interscambio di beni finali.

Più in generale, nell'area dell'euro e nelle altre principali economie la contrazione delle componenti del PIL a elevata intensità di scambi commerciali, come gli investimenti, è stata maggiore di quella delle altre componenti, quali i consumi pubblici. Questi diversi andamenti delle componenti del PIL spiegano una quota significativa della contrazione dell'interscambio mondiale [11].

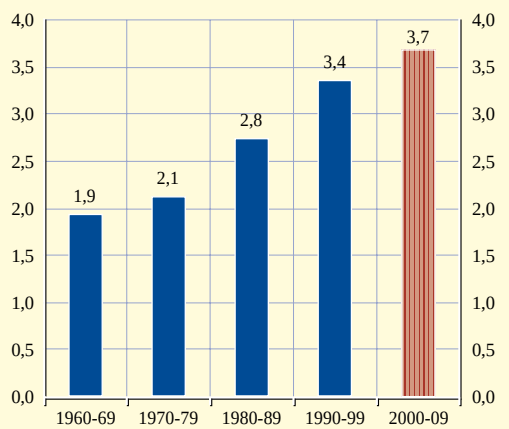
In sintesi, la pronunciata contrazione della domanda in seguito all'intensificarsi della crisi finanziaria mondiale è stata la principale determinante del crollo dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro. La natura di tale shock dal lato della domanda aiuta anche a chiarire alcuni dei fatti stilizzati individuati nella sezione 2. In primo luogo, i sottostanti shock al livello di fiducia e alla liquidità sembrano aver colpito tutte le principali economie nello stesso momento, spiegando in parte l'elevata sincronizzazione, tra i vari paesi, del crollo dell'interscambio. In secondo luogo, l'impatto sui beni scambiati con maggiore intensità e sulle componenti della domanda a elevato contenuto di beni importati è stato particolarmente pronunciato, determinando un calo più elevato dell'interscambio rispetto al PIL. In terzo luogo, il fatto che i servizi non possano essere immagazzinati spiega in parte il calo relativamente modesto dell'interscambio di servizi, che ha risentito meno della pronunciata correzione delle scorte. Nel complesso, tuttavia, la capacità esplicativa delle fluttuazioni della domanda aggregata per la crescita delle esportazioni mondiali e dell'area dell'euro è stata minore del solito alla fine del 2008 e agli inizi del 2009. Benché ciò possa essere in parte dovuto alla difformità tra gli andamenti delle diverse componenti della domanda e tra le loro intensità di beni importati, nonché a possibili non linearità, sembrano svolgere un ruolo anche alcuni fattori dal lato dell'offerta.

9) Cfr. Engel C. e J. Wang (2008), *International trade in durable goods: Understanding volatility, cyclicality, and elasticities*, Working Paper dell'NBER, n, 13814.

10) Cfr. Alessandria G., J. P. Kaboski e V. Midrigan (2010), *The Great Trade Collapse of 2008-09: An inventory adjustment?*, Working Paper dell'NBER, n. 16059.

11) Cfr. Anderton R. e T. Tewolde, "Turmoil, global trade and the internationalisation of production", lavoro presentato alla conferenza *The global financial crisis*, University of Nottingham, 10-11 novembre 2009, disponibile all'indirizzo http://www.nottingham.ac.uk/gep/documents/china/conferences/2009/bob-anderton.pdf.

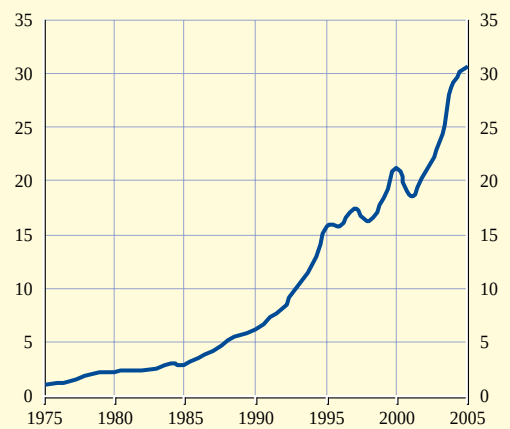
Figura 11 Elasticità dell'interscambio mondiale rispetto al reddito mondiale



Fonte: Freund C. (2009), *The trade response to global downturns: historical evidence*, Policy Research Working Paper della Banca mondiale, n. 5015.

Figura 12 Indice della specializzazione verticale dell'economia mondiale

(indice; 1975 = 1)



Fonti: Amador J. e S. Cabral (2009), *Vertical specialization across the world: A relative measure*, North Amercian Journal of Economics and Finance.
Nota: l'indice è una misura del volume mondiale delle importazioni utilizzate nella produzione di esportazioni.

MODIFICHE STRUTTURALI CONNESSE CON LE CATENE PRODUTTIVE INTERNAZIONALI

Le recenti evidenze empiriche suggeriscono che negli ultimi decenni l'interscambio è diventato più elastico alle fluttuazioni del ciclo economico, a causa di modifiche strutturali dell'economia mondiale. Secondo alcune stime, l'elasticità dell'interscambio mondiale rispetto al reddito mondiale è aumentata da 2,8 negli anni ottanta a 3,7 negli anni duemila (cfr. figura 11) [12]. Sembra inoltre essersi collocata su un livello particolarmente elevato, a quota 4,7, durante precedenti fasi recessive (rispetto a periodi di tranquillità), a indicazione che le correzioni dell'interscambio possono talvolta essere caratterizzate da non linearità e asimmetrie. Di conseguenza, la contrazione dell'interscambio mondiale, rispetto al calo del PIL, è stata più pronunciata nel periodo 2008-09 che durante le precedenti recessioni.

Il graduale aumento dell'elasticità dell'interscambio è stato in certa misura sospinto dalla frammentazione internazionale della produzione negli ultimi due decenni. Sotto l'impulso della liberalizzazione del commercio e dei progressi tecnologici, le reti produttive internazionali hanno acquistato importanza in misura considerevole (cfr. figura 12). Hanno stimolato l'interscambio di beni intermedi e hanno pertanto accresciuto il contenuto di importazioni delle componenti del PIL in molte economie, inclusa l'area dell'euro (cfr. riquadro 1) [13]. In tale contesto, una diminuzione del PIL mondiale (misurata in termini di valore aggiunto) può innescare un calo significativamente più pronunciato dell'interscambio (misurato in termini lordi), se l'interscambio marginale comprende in misura sproporzionata industrie verticalmente frammentate. Per quanto attiene alla recente crisi finanziaria, vi è evidenza empirica che, controllando per varie caratteristiche settoriali, l'interscambio si è di fatto contratto sistematicamente di più nei settori che sono maggiormente caratterizzati dalla frammentazione internazionale della produzione [14]. Tale risultato va chiaramente considerato nel

12) Cfr. Freund C. (2009), *The trade response to global downturns: historical evidence*, Policy Research Working Paper della Banca mondiale, n. 5015.
13) Cfr., ad esempio, Hummels D., J. Ishii e K.-M. Yi (2001), "The nature and growth of vertical specialization in world trade", *Journal of International Economics*, vol. 54, n. 1.
14) Cfr. Levchenko A., L. Lewis e L. Tesar (2010), *The collapse of international trade during the 2008-2009 crisis: In search of the smoking gun*, Working Paper dell'NBER, n. 16006.

contesto dei considerevoli benefici a lungo termine della specializzazione e dell'interscambio internazionali.

Il fatto che le reti produttive transfrontaliere consentono l'immediata trasmissione di shock di domanda a tutti i paesi coinvolti spiega in parte perchè la recessione è stata fortemente sincronizzata tra i paesi. Tale ipotesi è complementare all'idea che la maggior parte dei paesi sia stata colpita da uno shock comune ed è in linea con la recente evidenza empirica secondo cui le catene produttive internazionali verticalmente integrate contribuiscono significativamente al comovimento del prodotto aggregato nei vari paesi [15].

15) di Giovanni J. e A. Levchenko (2010), "Putting the parts together: Trade, vertical linkages, and business cycle comovement", *American Economic Journal*, vol.2, n. 2.

Riquadro 1

IL CONTENUTO DI BENI IMPORTATI DELLE COMPONENTI DEL PIL DELL'AREA DELL'EURO

La frammentazione verticale transfrontaliera della produzione si è accompagnata a un forte incremento degli scambi internazionali di beni intermedi e di servizi. In parte come conseguenza di tale evoluzione, la quota sia delle esportazioni sia delle importazioni nel PIL dell'area dell'euro è aumentata significativamente, passando dal 30 per cento circa nel 1996 a circa il 40 per cento nel 2007, in base ai dati di contabilità nazionale (che includono l'interscambio sia all'interno dell'area che con l'esterno dell'area). L'integrazione internazionale della produzione ha altresì contribuito all'alto grado di comovimento di esportazioni e importazioni. In base alle statistiche di commercio estero pubblicate da Eurostat, il coefficiente di correlazione contemporanea dei tassi di crescita sul trimestre precedente delle importazioni e delle esportazioni di beni scambiate con l'esterno dell'area dell'euro si è collocato attorno a 0,6 nel periodo 2000-07 (gli anni più recenti sono esclusi a causa della loro eccezionalità), contro lo 0,2 circa nel periodo 1992-99. Inoltre, il contenuto di importazioni delle esportazioni dell'area dell'euro è cresciuto col passare del tempo: le esportazioni dell'area racchiudono sempre più valore aggiunto estero. Questo riquadro fornisce alcuni chiarimenti sull'importanza delle importazioni per l'economia dell'area dell'euro. In primo luogo, confronta l'intensità di beni importati delle varie componenti del PIL dell'area; in secondo luogo, raffronta l'utilizzo di input importati e di input nazionali nella produzione dell'area dell'euro.

La misura dell'intensità di beni importati delle componenti di spesa del PIL utilizzata in questo riquadro tiene conto di due effetti: primo, la quantità di beni e servizi importati direttamente e, secondo, il valore aggiunto prodotto all'estero e incorporato nei beni e servizi prodotti internamente per il consumo, l'investimento e l'esportazione. Il valore aggiunto prodotto all'estero è incorporato nella produzione nazionale sia direttamente, sotto forma di input importati, che indirettamente, tramite input nazionali che a loro volta sono stati prodotti con l'ausilio di input esteri.

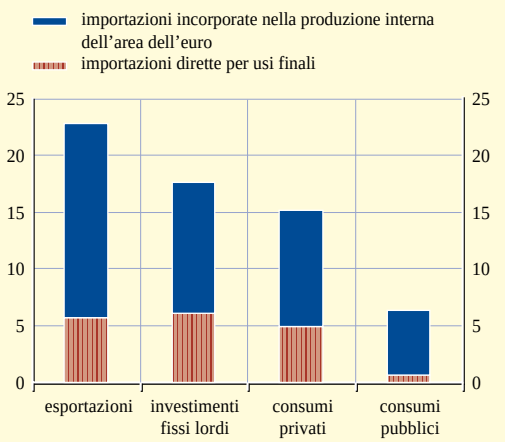
Questi due effetti possono essere stimati per le varie componenti del PIL dell'area dell'euro utilizzando la tavola input-output dell'area per il 2005 [1]. Tra le componenti del PIL, le esportazio-

1) La tavola input-output per l'area dell'euro è un aggregato commissionato dalla BCE e compilato dal Centraal Bureau voor de Statistiek olandese utilizzando le tavole input-output dei singoli paesi pubblicate dagli istituti di statistica nazionali. Per maggiori informazioni, cfr. R. van der Helm e R. Hoekstra, *Attributing quarterly GDP growth rates of the euro area to final demand components*, Centraal Bureau voor de Statistiek , 2009. Le stime del contenuto di beni importati dei consumi, degli investimenti fissi lordi e delle esportazioni sono basate sui valori nominali disponibili nelle tavole input-output con una disaggregazione a 30 settori. Le importazioni e le esportazioni fanno riferimento all'interscambio dell'area dell'euro con il resto del mondo. All'epoca in cui la tavola input-output è stata costruita, limitazioni nei dati hanno portato alla decisione di non compilare separatamente i dati sulla variazione delle scorte.

ni verso l'esterno dell'area dell'euro hanno la maggiore intensità complessiva di beni importati, pari a circa il 23 per cento delle esportazioni totali verso il resto del mondo (cfr. figura) [2]. Questo valore è la somma delle importazioni dirette (circa il 6 per cento), che sono poi riesportate, e del contenuto di importazioni incorporate nei beni esportati prodotti internamente (circa il 17 per cento). Queste stime non includono gli scambi commerciali all'interno dell'area dell'euro.

Intensità di importazioni delle componenti del PIL dell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonti: BCE e van der Helm R. e R. Hoekstra (2009), *Attributing Quarterly GDP Growht Rates of the Euro Area to Final Demand Components*, Centraal Bureau voor de Statistiek.
Nota: le esportazioni e le importazioni fanno riferimento agli scambi con l'esterno dell'area dell'euro. Al momento della compilazione, limitazioni nei dati hanno impedito un'elaborazione distinta dei dati sulla variazione delle scorte.

Il contenuto di beni importati degli investimenti e dei consumi privati dell'area dell'euro è minore, ma comunque considerevole. Le stime indicano che circa il 18 e il 15 per cento rispettivamente degli investimenti totali e dei consumi privati totali è connesso con le importazioni, e che i beni importati direttamente rappresentano circa un terzo del contenuto totale di beni importati per entrambe queste componenti di spesa. I consumi delle amministrazioni pubbliche hanno la minore intensità di importazioni, pari a circa il 6 per cento in totale, di cui la maggior parte consiste di importazioni incorporate negli input intermedi forniti dai produttori nazionali.

I dati aggregati per il contenuto di beni importati nella produzione dell'area dell'euro celano una considerevole variabilità tra settori, con il comparto industriale che presenta la quota maggiore (attorno al 20 per cento) di input importati direttamente dall'esterno dell'area dell'euro. Per il settore dei servizi la quota di input importati è minore (circa 10 per cento).

Nel complesso, l'economia dell'area dell'euro dipende piuttosto fortemente dalle importazioni provenienti da altri paesi, in particolare per le esportazioni e, in misura minore, per gli investimenti e per i consumi privati. La recente recessione nell'area dell'euro è stata caratterizzata da forti cali sia degli investimenti, che hanno contribuito per oltre la metà alla contrazione del PIL dell'area in termini reali, sia delle esportazioni lorde. Inoltre, è stata più pronunciata nel settore industriale che in quello dei servizi [3]. Questi andamenti hanno provocato un netto calo delle importazioni, limitando il contributo negativo dell'interscambio netto al PIL dell'area dell'euro.

2) Cfr. anche il riquadro intitolato "The import content of exports and the internationalisation of production", in *Competitiveness and the export performance of the euro area*, a opera di una task force del Monetary Policy Committee del SEBC, Occasional Paper della BCE, n. 30, 2005. In base a tale documento, il contenuto di beni importati delle esportazioni dell'area dell'euro verso i paesi esterni alla UE era attorno al 20 per cento nel 2000. Il documento utilizza un'aggregazione ponderata delle tavole input-output di alcuni paesi dell'area dell'euro, coprendo circa il 55 per cento dell'intera area. Per contro, questo riquadro utilizza una tavola input-output stimata per l'intera area dell'euro e si riferisce all'interscambio dell'area con il resto del mondo. Va rilevato che il contenuto di beni importati varia significativamente tra i paesi dell'area dell'euro.

3) Per una trattazione degli andamenti degli investimenti, degli scambi commerciali e dell'evoluzione settoriale durante la recessione, cfr. il riquadro *Gli investimenti dell'area dell'euro durante l'attuale recessione* nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino, il riquadro *Evoluzione recente degli scambi commerciali dell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2010 di questo Bollettino e il riquadro *L'attuale ripresa dell'area dell'euro nei vari settori economici in una prospettiva storica* nel numero di aprile 2010 di questo Bollettino.

INASPRIMENTO DELLE CONDIZIONI FINANZIARIE

La contrazione dell'interscambio nel periodo 2008-09 può essersi differenziata dalle precedenti contrazioni non solo a causa dei significativi cambiamenti nell'economia mondiale stessa, ma anche per via della specifica natura dello shock. In particolare, le turbolenze sui mercati finanziari mondiali nel 2008-09 possono avere avuto un impatto diretto sull'interscambio mondiale e dell'area dell'euro a causa dell'inasprimento delle condizioni finanziarie applicate a esportatori e importatori. Il riquadro 2 passa in rassegna gli strumenti finanziari tesi a facilitare l'interscambio internazionale, comunemente noti come finanza commerciale (*trade finance*). Chiaramente, le imprese che effettuano scambi commerciali internazionali saranno influenzate anche dalle condizioni finanziarie al di fuori della finanza commerciale, ad esempio quando i clienti esteri hanno maggiori difficoltà a finanziare l'acquisto di beni per spese di importo elevato (*big-ticket items*), come i beni di investimento o i beni di consumo durevoli.

Riquadro 2

UN'INTRODUZIONE ALLA FINANZA COMMERCIALE

Nella sua definizione più ampia, la finanza commerciale (*trade finance*) comprende tutti i prestiti, le polizze di assicurazione o le garanzie che sono direttamente collegati alla vendita transfrontaliera di beni e servizi [1]. La caratteristica comune di tutti questi strumenti è che mirano a facilitare il commercio internazionale, sotto forma di finanziamenti o di gestione dei rischi.

Dato che l'invio di merci dalla fabbrica ai consumatori all'estero richiede tempo, molti esportatori si trovano a fronteggiare un ritardo tra la produzione e il pagamento da parte dell'importatore [2]. Pertanto, possono dover concedere credito commerciale ai propri clienti - una forma di finanziamento commerciale nota come "transazione con linea di credito" (*open account transaction*). In alternativa, gli esportatori possono insistere per un pagamento anticipato, che elimina anche il rischio di mancato pagamento. Sebbene entrambe queste forme di rapporti finanziari non richiedano l'assistenza di una banca o di altra istituzione finanziaria, in genere sono comprese nella finanza commerciale.

Le imprese possono tuttavia trovare utile il ricorso a intermediari specializzati, quali banche commerciali, compagnie di assicurazione private, enti di credito all'esportazione nazionali e banche di sviluppo multilaterale. Ad esempio, una banca può fornire una lettera di credito, che costituisce un impegno da parte della banca per conto dell'importatore che il pagamento verrà effettuato non appena i termini e le condizioni contenuti nella lettera siano soddisfatti. Sebbene questo servizio sia relativamente costoso, riduce il rischio di mancato pagamento, nella misura in cui la banca stessa è finanziariamente sana e solida. In alternativa, si può utilizzare un intermediario (la banca dell'esportatore) per incassare un pagamento dall'importatore, tramite la banca dell'importatore, non appena l'esportatore presenta i documenti di spedizione, di norma senza processo di verifica o ricorso nel caso di un mancato pagamento ("incasso documentario"). Inoltre, l'assicurazione del credito all'esportazione e gli strumenti collegati (ad esempio il *factoring*

1) Questa definizione di finanza commerciale è comunemente utilizzata in letteratura, sebbene alcuni autori preferiscano una definizione più ristretta che esclude, ad esempio, il finanziamento del capitale circolante. Per informazioni generali, cfr. Auboin M. (2009), *Boosting the availability of trade finance in the current crisis: Background analysis for a substantial G20 package*, Policy Insight del CEPR, n. 35; e Dorsey T. (2009), "Trade finance stumbles", *Finance and Development*, vol. 46, n. 1.

2) Per maggiori dettagli in merito ai ritardi temporali negli scambi internazionali, cfr. Djankov S., C. Freund e C. S. Pham (2006), *Trading on time*, Policy Research Working Paper della Banca mondiale, n. 3909; e Hummels D. (2001), *Time as a trade barrier*, Working Paper Series del GTAP, n. 18.

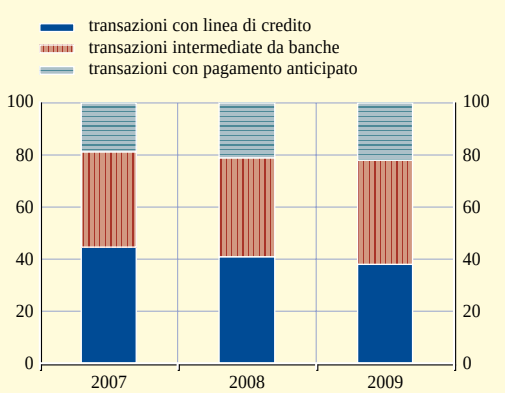
o il *forfeiting*) consentono agli esportatori di attenuare o trasferire il rischio di mancato pagamento nel caso di transazioni con linee di credito. Le banche commerciali forniscono anche il finanziamento del capitale circolante all'esportazione per l'intero ciclo di liquidità, sia sotto forma di prestiti a breve termine che come linea di credito rinnovabile. Infine, in molti paesi gli esportatori ricevono il sostegno di agenzie nazionali, ad esempio sotto forma di garanzie coperte dal governo.

Tutti questi strumenti di finanza commerciale sono esposti al deterioramento delle condizioni di liquidità e al venir meno della fiducia. In periodi di turbolenza finanziaria, è probabile che le banche commerciali e le compagnie di assicurazione inaspriscano le condizioni di concessione del credito e aumentino gli *spread* sugli strumenti di finanza commerciale. Nel contempo, gli esportatori possono tentare di passare da transazioni con linea di credito a transazioni con pagamento anticipato, il che può essere difficile se gli importatori sono a loro volta a corto di liquidità. In sintesi, ci si aspetterebbe che turbolenze dei mercati finanziari siano accompagnate da un deterioramento delle condizioni applicate nell'erogazione di finanziamenti commerciali. La conseguenza di tali turbative dal lato dell'offerta è che alcune transazioni internazionali, benché supportate dalla domanda finale, potrebbero non avere luogo.

Sulla scia della crisi finanziaria, i valori aggregati della finanza commerciale intermediata dalle banche si sono contratti in tutto il mondo. Le indagini indicano chiaramente che tale riduzione è stata principalmente ascrivibile ai minori flussi commerciali (ossia la domanda di finanziamenti commerciali è diminuita man mano che gli stessi scambi commerciali calavano) [16]. La riduzione dell'attività di finanza commerciale intermediata dalle banche sembra essere stata inferiore rispetto a quella dei valori dell'interscambio [17]. Tale risultato va tuttavia interpretato con cautela, poiché i dati aggregati celano variazioni nella composizione della finanza commerciale complessiva. Innanzitutto, vi è stato uno spostamento dalle transazioni regolate tramite linee di credito verso transazioni più sicure con pagamento anticipato e la finanza commerciale intermediata da banche (cfr. figura 13), a possibile indicazione di una rivalutazione del rischio di controparte da parte degli esportatori. Inoltre, la maggiore richiesta, da parte di alcune imprese, di assicurazione sui crediti all'esportazione e di strumenti simili può avere in parte controbilanciato il significativo calo di altri strumenti, quali le lettere di credito.

Figura 13 Scomposizione della finanza commerciale globale per tipo di transazione

(valori percentuali)



Fonte: *World Economic Outlook*, FMI, ottobre 2009.

Le indagini mostrano inoltre che importatori ed esportatori si sono confrontati con un inasprimento delle condizioni di concessione del credito (sotto forma ad esempio di requisiti di garanzia più elevati o scadenze più brevi) e con costi

16) Cfr. i due rapporti preparati dall'FMI e dalla Banker's Association for Finance and Trade intitolati *IMF-BAFT Trade Finance Survey: A survey among banks assessing the current trade finance environment*, marzo 2009 e *Global Finance Markets: The Road to Recovery*, settembre 2009.

17) Per un confronto delle variazioni dei valori dei finanziamenti commerciali e dei valori dell'interscambio, cfr. Chauffour J.-P. e T. Farole (2009), *Trade finance in crisis: market adjustment or market failure?*, Policy Research Working Paper della Banca mondiale, n. 5003.

dei finanziamenti commerciali più alti durante la crisi finanziaria mondiale. I differenziali hanno registrato un aumento generalizzato poiché molte istituzioni finanziarie hanno dovuto affrontare maggiori costi di finanziamento o requisiti patrimoniali più elevati, e hanno rivisto al rialzo il rischio di controparte in un contesto di eccezionale incertezza e di brusche oscillazioni dei cambi.

L'aumento dei costi finanziari legati all'interscambio può avere serie ramificazioni per il commercio internazionale. In primo luogo, gli esportatori possono avere difficoltà a raccogliere il capitale circolante necessario a finanziare le proprie attività internazionali, mentre gli importatori possono non essere in grado di pagare anticipatamente i propri acquisti. In secondo luogo, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento sembra ostacolare le transazioni internazionali più di quelle nazionali. Il deterioramento della solidità della principale banca di riferimento di un esportatore sembra avere un maggiore impatto avverso sulle vendite estere anziché su quelle nazionali [18]. Ciò è riconducibile al fatto che le transazioni internazionali tendono a essere associate a un maggiore fabbisogno di capitale circolante (dati gli associati scostamenti temporali) e sono spesso percepite dalle banche come più rischiose di analoghe transazioni nazionali (ad esempio a causa delle differenze tra i sistemi legali dei vari paesi). In aggiunta, i finanziamenti commerciali sono concessi in larga misura con scadenze brevi e pertanto devono essere costantemente rinnovati. In terzo luogo, la complessità delle reti produttive internazionali implica che gli shock di fiducia e di liquidità, anche quando confinati a un numero limitato di imprese, possono trasmettersi rapidamente tra paesi. Ciò può determinare strozzature dal lato dell'offerta che danneggiano l'intera rete produttiva e acuiscono la contrazione dell'interscambio [19]. Ad esempio, i produttori di beni finali possono dover ridurre temporaneamente le proprie esportazioni poiché fornitori in dissesto finanziario non sono più in grado di fornire per tempo beni intermedi essenziali. Le preoccupazioni sulle condizioni di liquidità dei produttori di beni finali o dei dettaglianti possono, a loro volta, scoraggiare i fornitori esteri dal consegnare tempestivamente.

Le evidenze empiriche sulla recente crisi finanziaria avvalorano ulteriormente l'idea che il commercio internazionale e le condizioni finanziarie siano strettamente interconnessi. Le esportazioni delle imprese maggiormente dipendenti dal finanziamento esterno hanno risentito particolarmente della crisi [20]. Sembra dunque che le difficoltà delle istituzioni finanziarie di tutto il mondo durante la crisi abbiano determinato ostacoli dal lato dell'offerta agli scambi internazionali. In particolare, tale effetto si somma a quelli in atto dal lato della domanda, spiegando in parte il "*trade puzzle*" [21].

Si potrebbe tuttavia argomentare che l'impatto dell'inasprimento delle condizioni applicate alla finanza commerciale intermediata da banche può essere stato attenuato dal crescente ricorso alla liquidità fornita lungo le catene produttive internazionali [22]. Le grandi società che dispongono di ampie liquidità (le cosiddette *deep pocket*) con accesso ai mercati finanziari globali – e spesso al centro di queste reti produttive – hanno un incentivo ad alleviare i pro-

18) Cfr. Amiti M. e D. E. Weinstein (2009), *Exports and financial shocks*, Working Paper dell'NBER, n. 15556. Gli autori hanno altresì riscontrato che il deterioramento delle condizioni applicate ai finanziamenti commerciali è stato responsabile per circa un terzo del calo delle esportazioni nipponiche durante le crisi finanziarie giapponesi degli anni novanta.

19) Per un modello teorico strettamente connesso, cfr. Kiyotaki N. e J. Moore (1998), *Credit chains*, mimeo, London School of Economics.

20) Cfr. Bricongne J.-C., L. Fontagné, G. Gaulier, D. Taglioni e V. Vicard, *Exports and sectoral financial dependence: evidence on French firms during the great global crisis*, *Working Paper della BCE*, di prossima pubblicazione; e Wynne M. (2009), "The financial crisis, trade finance and the collapse of world trade", in *Globalization and Monetary Policy Institute 2009 Annual Report*, Federal Reserve Bank of Dallas.

21) L'OCSE stima che i finanziamenti commerciali hanno contribuito per circa un terzo al calo dell'interscambio mondiale nell'inverno del 2008-09. Cfr. *Economic Outlook*, OCSE, giugno 2009.

22) Cfr. Kolasa M., M. Rubaszek e D. Taglioni, *Firms in the Great Global Recession: The role of foreign ownership and intra-group finance*, Working Paper della Narodowy Bank Polski, di prossima pubblicazione; e Altomonte C. e G. Ottaviano (2009), "Resilient to the crisis? Global supply chains and trade flows", in R. Baldwin (a cura di), *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects*, CEPR.

blemi di liquidità delle affiliate, dei fornitori o dei clienti al fine di sostenere la produzione [23]. A tale riguardo, le reti produttive internazionali possono essere state una fonte di sostegno durante la recente crisi finanziaria, prevenendo una contrazione ancora più pronunciata dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro. Tuttavia, sembra che questa parziale sostituzione della finanza commerciale intermediata dalle banche non sia stata sufficiente a proteggere gli scambi internazionali dall'impatto diretto della crisi finanziaria.

PROTEZIONISMO

Durante la Grande Depressione degli anni trenta molti governi hanno ceduto a pressioni protezionistiche, esacerbando così la contrazione mondiale. Anche durante la recente crisi finanziaria si è riscontrato un maggiore ricorso a misure restrittive di politica commerciale. Sinora la portata di tali misure è stata abbastanza limitata. Le misure restrittive alle importazioni introdotte tra ottobre 2008 e metà febbraio 2010 dai paesi membri del G20 riguardano circa il 2,0 per cento delle importazioni del G20, pari a circa l'1,2 per cento delle importazioni mondiali totali. La riduzione indotta nei volumi dell'interscambio è probabilmente significativamente inferiore a questi valori. La tempistica di tali misure indica che l'aumento del protezionismo è stato soprattutto una conseguenza del crollo degli scambi commerciali [24].

È difficile cogliere forme più nascoste di protezionismo, in particolare quelle legate ai pacchetti di stimolo fiscale adottati in tutto il mondo, quali le "clausole di acquisto locale" [25]. La debolezza del mercato del lavoro, una ripresa disomogenea e la mancanza di margini di manovra sul piano fiscale potrebbero accrescere in molti paesi la tentazione dei governi a fare ricorso al protezionismo [26]. Come gli anni settanta insegnano, può essere particolarmente difficile rimuovere misure protezionistiche non tariffarie. Pertanto, un'intensificazione del protezionismo su scala mondiale permane un rischio al ribasso per le prospettive economiche mondiali e dovrebbe essere contrastata con decisione.

4 LA RECENTE RIPRESA DELL'INTERSCAMBIO MONDIALE E DELL'AREA DELL'EURO

Dopo la forte contrazione alla fine del 2008 e agli inizi del 2009, nella seconda metà del 2009 è iniziata la ripresa dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro, poi continuata nella prima metà del 2010. Nelle economie avanzate, alla fine del 2009 sia le importazioni sia le esportazioni sono aumentate a un ritmo ben superiore alla media degli ultimi due decenni. Nelle economie emergenti la ripresa degli scambi commerciali è stata persino più pronunciata, sia dal lato delle importazioni che da quello delle esportazioni (cfr. figura 14). Ciò è riconducibile non solo alla solida crescita del PIL in molte economie emergenti e alla accresciuta importanza dell'interscambio tra tali paesi, ma anche a impulsi dal lato della domanda provenienti da alcune economie avanzate e trasmessi in parte tramite le catene produttive internazionali.

In particolare, l'incremento del commercio mondiale è stato sostenuto da alcuni degli stessi fattori che avevano frenato la crescita dell'interscambio durante la recessione. In primo luogo, benché il settore manifatturiero mondiale a elevata intensità di interscambio si fosse contratto più di quello dei servizi, la sua successiva ripresa è stata vigorosa, fornendo sostegno al commercio internazionale. Tale andamento può essere considerato una correzione della forte con-

23) Cfr., ad esempio, Boissay F. e R. Gropp (2007), *Trade credit defaults and liquidity provision by firms*, Working Paper della BCE, n. 753.

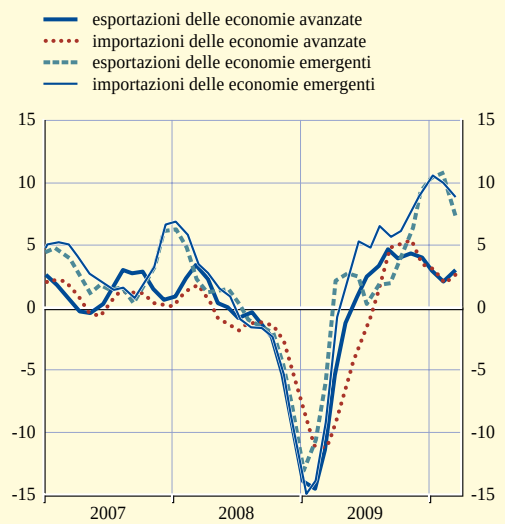
24) Cfr. Kee H. K., C. Neagu e A. Nicita (2010), *Is protectionism on the rise? Assessing national trade policies during the crisis of 2008*, Policy Research Working Paper della Banca mondiale, n. 5274. Gli autori stimano che l'aumento del protezionismo abbia contribuito per meno del 2 per cento al crollo dell'interscambio mondiale nel 2009.

25) Cfr. il riquadro *I rischi del protezionismo* nel numero di settembre 2009 di questo Bollettino e l'articolo *Una valutazione delle tendenze mondiali in tema di protezionismo* nel numero di febbraio 2009 di questo Bollettino. Cfr. anche Evenett S. (a cura di), *Unequal compliance: The 6th GTA Report*, CEPR, 2010.

26) Durante la Grande Depressione, la politica commerciale è stata particolarmente restrittiva in paesi che non potevano fare ricorso a politiche espansive alternative. Cfr. Eichengreen B. e D. A. Irwin (2009), *The slide to protectionism in the Great Depression: Who succumbed and why?*, Working Paper dell'NBER, n. 15142.

Figura 14 Importazioni ed esportazioni di beni in volume per gruppi di paesi

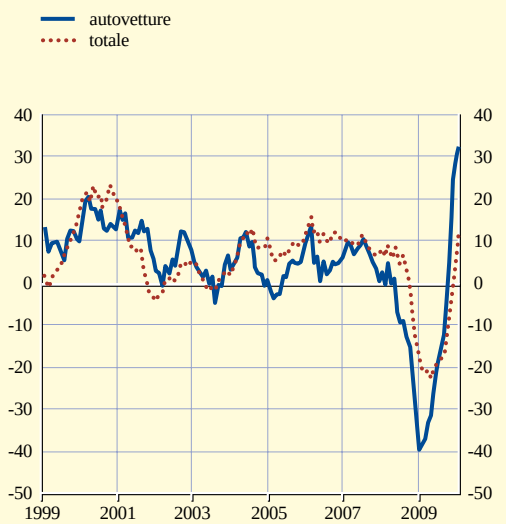
(variazioni percentuali a tre mesi della media mobile a tre mesi)



Fonte: CBP Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
Nota: le serie includono l'interscambio intraregionale.

Figura 15 Esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro in valore

(variazioni percentuali sui 12 mesi; dati non destagionalizzati)



Fonte: Eurostat (Comext).

trazione innescata dallo shock di fiducia e di liquidità che ha colpito l'economia mondiale alla fine del 2008. In secondo luogo, i programmi di rottamazione delle autovetture e le connesse misure adottate in molte economie hanno contribuito a ravvivare, almeno temporaneamente, l'industria automobilistica, la cui produzione è oggetto di intensi scambi commerciali [27]. Ciò ha contribuito a un netto aumento delle esportazioni di autovetture all'esterno dell'area dell'euro, nonché delle connesse parti e componenti, che avevano registrato un calo particolarmente pronunciato (cfr. figura 15) [28]. In terzo luogo, verso la fine del 2009 il ciclo delle scorte ha iniziato a invertirsi in tutto il mondo, sostenendo ulteriormente gli scambi commerciali.

Parallelamente, le catene produttive mondiali sembrano essere state gradualmente riattivate, come segnalato dalla ripresa dell'interscambio di beni intermedi. Inoltre, le condizioni applicate ai finanziamenti commerciali si sono allentate su scala mondiale in virtù di varie misure pubbliche adottate in tutto il mondo per stabilizzare il sistema finanziario e della decisione del G20, nell'aprile del 2009, di assicurare la disponibilità di 250 miliardi di dollari statunitensi per il finanziamento al commercio nel periodo 2009-11. Tuttavia, i criteri di concessione del credito e i costi della finanza commerciale sono in generale rimasti al di sopra dei livelli precedenti la crisi, e ciò può avere ostacolato una più decisa ripresa degli scambi commerciali [29]. Nell'esperienza delle precedenti recessioni mondiali, i settori maggiormente dipendenti dal finanziamento esterno hanno registrato una ripresa più lenta delle esportazioni rispetto agli altri settori, controllando per gli effetti di domanda. Ciò suggerisce che le tensioni finanziarie dal lato dell'offerta incidono anche sulla ripresa degli scambi commerciali. Pertanto, una ripresa sostenibile dell'interscambio mondiale

27) I dati dell'OCSE mostrano che in Germania, ad esempio, l'industria automobilistica rappresenta circa il 21 e il 13 per cento rispettivamente delle esportazioni e delle importazioni totali del settore manifatturiero.

28) Per una rassegna delle recenti misure a sostegno dell'industria automobilistica, cfr. Haugh D., A. Mourougane e O. Chatal (2010), *The automobile industry in and beyond the crisis*, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE, n. 745.

29) Cfr., ad esempio, il rapporto intitolato *Rethinking trade finance 2010*, International Chamber of Commerce, 2010.

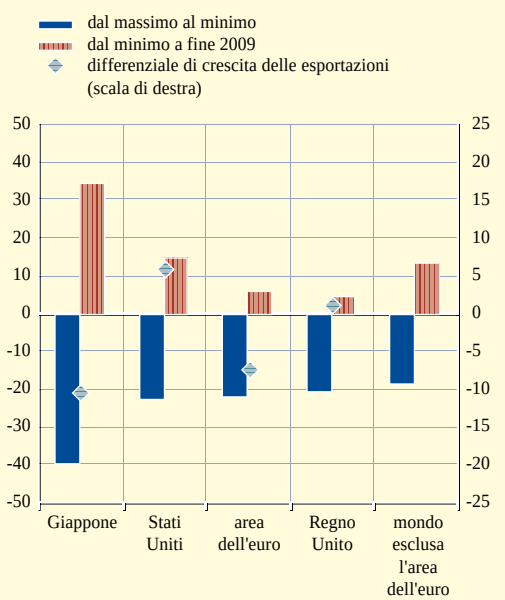
e dell'area dell'euro richiede non soltanto il miglioramento delle condizioni della domanda mondiale, ma anche un sistema finanziario solido e sano.

5 ANDAMENTO RELATIVO DELLE ESPORTAZIONI DELL'AREA DELL'EURO

Sebbene la contrazione delle esportazioni dell'area dell'euro nel 2008-09 sia stata storicamente notevole, tutte le altre principali economie hanno registrato riduzioni degli scambi commerciali altrettanto pronunciate. La successiva ripresa, tuttavia, è stata più debole nell'area dell'euro rispetto alla maggior parte delle principali economie (cfr. figura 16). Nel complesso, le esportazioni dell'area sembrano aver perso quote di mercato tra il primo trimestre del 2008 e il trimestre finale del 2009, come indicato dal segno negativo del "differenziale di crescita delle esportazioni" (ossia il differenziale di crescita tra le esportazioni dell'area dell'euro e la domanda totale di importazioni da parte dei paesi controparte). I dati più recenti per il 2010 suggeriscono una correzione del differenziale, dovuta in particolare, ma non esclusivamente, alla crescente domanda di beni di investimento.

Figura 16 Crescita delle esportazioni di merci in volume in alcune economie

(variazioni percentuali; punti percentuali)



Fonti: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: la voce "area dell'euro" esclude l'interscambio all'interno dell'area dell'euro. Il "differenziale di crescita delle esportazioni" è calcolato come differenza in punti percentuali tra la crescita delle esportazioni del paese e la crescita della domanda estera tra il primo trimestre del 2008 e l'ultimo trimestre del 2009. La domanda estera è approssimata dalle importazioni reali dei partner commerciali, ponderate per l'interscambio.

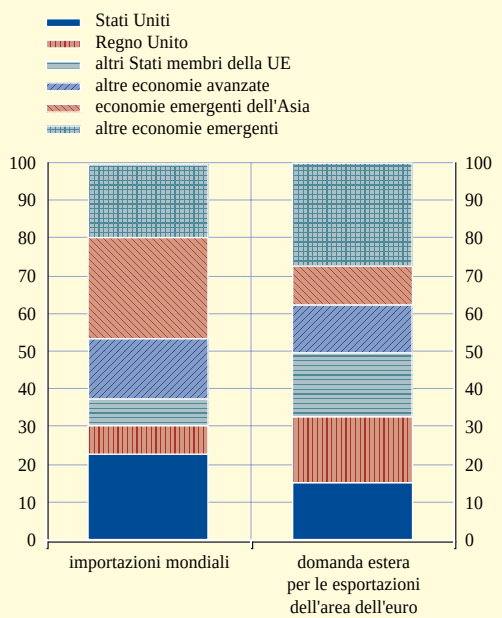
Durante la recessione, la domanda di importazioni si è contratta in tutto il mondo, dominando altre determinanti della crescita delle esportazioni. Successivamente, fattori specifici nazionali – quali la composizione settoriale e geografica delle esportazioni, nonché la competitività di prezzo – hanno esercitato un maggiore impatto nel contesto di una ripresa disomogenea dell'economia mondiale. Le esportazioni dell'area dell'euro sono state soprattutto frenate durante la ripresa dalla domanda di importazioni relativamente debole in alcuni dei suoi maggiori mercati d'esportazione, in particolare negli Stati membri della UE non appartenenti all'area dell'euro. Nel contempo, la crescita delle esportazioni trainata dalle dinamiche importazioni dei paesi emergenti dell'Asia è stata inferiore per l'area dell'euro rispetto alle altre principali economie, soprattutto rispetto al Giappone, a causa del peso relativamente minore delle economie emergenti dell'Asia nelle esportazioni dell'area dell'euro (cfr. figura 17). Probabilmente anche le significative oscillazioni dei tassi di cambio effettivi, in particolare nell'ultimo trimestre del 2008, hanno avuto un impatto sull'andamento delle esportazioni di tutte le principali economie. Tuttavia, dati i ritardi con cui le fluttuazioni dei tassi di cambio si trasmettono sui prezzi di vendita, l'impatto di tali evoluzioni della competitività di prezzo si è fatto presumibilmente sentire soprattutto durante la ripresa dell'interscambio e ha pertanto contribuito alla sua disomogeneità.

6 CONCLUSIONI

La contrazione senza precedenti dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro sulla scia della recessione mondiale del 2008-09 ha

Figura 17 Composizione delle importazioni mondiali e della domanda estera per le esportazioni dell'area dell'euro

(valori percentuali; media per il 2000-2008)



Fonti: FMI ed elaborazioni della BCE.
Note: la domanda estera per le esportazioni dell'area dell'euro è una misura ponderata per l'interscambio dei volumi totali di importazioni dei partner commerciali dell'area dell'euro. Le "importazioni mondiali" escludono l'area dell'euro.

dato luogo a un "*trade puzzle*". La contrazione degli scambi commerciali è stata significativamente più pronunciata di quanto ci si sarebbe potuti attendere sulla base delle regolarità storiche, e pertanto i modelli quantitativi aggregati dell'interscambio non sono stati capaci di prevedere la gravità della contrazione. Le recenti evidenze empiriche suggeriscono che il *puzzle* è in parte dovuto a vari fattori che hanno esacerbato l'impatto della recessione mondiale sull'interscambio internazionale. In primo luogo, il calo del PIL mondiale e dell'area dell'euro si è concentrato principalmente nelle componenti a elevata intensità di scambi commerciali (quali gli investimenti), con una flessione particolarmente pronunciata della domanda di beni durevoli. In secondo luogo, l'espansione delle reti produttive internazionali negli ultimi due decenni sembra avere accresciuto l'elasticità dell'interscambio commerciale alle fluttuazioni della domanda, un ulteriore meccanismo di amplificazione. In terzo luogo, l'interscambio è stato frenato dai vincoli finanziari emersi a livello mondiale. In sintesi, l'insolita reattività dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro durante la recente crisi finanziaria sembra essere connessa sia con le modifiche strutturali dell'economia mondiale sia con l'eccezionalità della crisi stessa.

Nella seconda metà del 2009 l'interscambio mondiale e – con un certo ritardo – l'interscambio dell'area dell'euro si sono ripresi dalla loro peggiore contrazione dalla fine della seconda guerra mondiale. La ripresa può essere considerata una correzione del forte rallentamento innescato dall'intensificarsi della crisi finanziaria alla fine del 2008. Tuttavia, è stata anche sostenuta da effetti temporanei, quali la svolta nel ciclo delle scorte e i programmi governativi di rottamazione delle autovetture. La sostenibilità della ripresa dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro dipenderà in maniera cruciale non solo da un ulteriore rafforzamento della domanda privata, ma anche dalla solidità e dallo stato di salute del sistema finanziario mondiale. Infine, l'intensificazione del protezionismo su scala mondiale continua ad essere un rischio al ribasso per le prospettive economiche mondiali e dovrebbe essere contrastata con decisione.

LE STATISTICHE ARMONIZZATE DELLA BCE SUI FONDI DI INVESTIMENTO DELL'AREA DELL'EURO E IL LORO IMPIEGO COME STRUMENTO DI ANALISI A FINI DI POLITICA MONETARIA

Nel dicembre 2009 la BCE ha pubblicato per la prima volta statistiche armonizzate su attività e passività dei fondi di investimento residenti nell'area dell'euro [1]. L'elevata qualità delle statistiche sulle attività svolte dai fondi di investimento dell'area dell'euro è importante per migliorare l'analisi monetaria, finanziaria ed economica. Il presente articolo illustra le principali caratteristiche e l'impianto concettuale delle nuove statistiche e passa in rassegna il settore dei fondi di investimento dell'area dell'euro. In questo contesto, presenta anche statistiche aggiuntive sui fondi comuni monetari dell'area dell'euro. Descrive inoltre in che modo le nuove statistiche, anche in combinazione con altre statistiche dell'area dell'euro, possono essere impiegate dalla BCE per analizzare le riallocazioni di portafoglio, i contributi per settore agli andamenti di M3, il finanziamento dell'economia e l'impatto delle variazioni della ricchezza netta su risparmio e consumi.

1 INTRODUZIONE

La disponibilità di informazioni affidabili e tempestive sui bilanci dei fondi di investimento è importante per l'analisi monetaria, finanziaria ed economica condotta dalla BCE. Congiuntamente ad altre statistiche monetarie e finanziarie per l'area dell'euro [2], le nuove statistiche sui fondi di investimento (FI) possono fornire indicazioni relative alle variazioni del clima di fiducia e della propensione al rischio degli investitori e favorire l'individuazione e la quantificazione delle riallocazioni di portafoglio tra le attività monetarie e le categorie di attività a più lungo termine in maniera tempestiva. Le nuove statistiche sui FI saranno anche utilizzate a sostegno dell'analisi della stabilità finanziaria condotta dalla BCE. L'attività dei fondi di investimento è fondamentale nella sorveglianza della stabilità finanziaria per individuare la dinamica degli investimenti e le relative implicazioni per l'andamento del settore finanziario. Il presente articolo, però, si incentra esclusivamente sull'uso di questi dati come strumento di analisi a fini di politica monetaria.

La BCE pubblica statistiche trimestrali sui bilanci dei FI dell'area dell'euro dal 2003. Fino al 2009 queste statistiche non erano né pienamente armonizzate né complete. Alla fine del 2009 sono state pubblicate nuove statistiche armonizzate della BCE sui fondi di investimento dell'area dell'euro, che offrono un quadro comparabile e completo del settore dei FI nell'area dell'euro nonché forniscono informazioni dettagliate sulle attività detenute e sulle passività assunte dai fondi di investimento [3]. I requisiti di segnalazione statistica sono stabiliti nel Regolamento BCE/2007/8 (in prosieguo il "regolamento") [4], che riguarda i fondi di investimento residenti nell'area dell'euro.

Il presente articolo presenta i nuovi dati e spiega come sono utilizzati per migliorare l'analisi monetaria, finanziaria ed economica. La sezione 2 definisce i fondi di investimento e il loro ruolo nell'intermediazione finanziaria. Riporta anche un quadro generale del settore dei FI nell'area dell'euro, soffermandosi sulle caratteristiche nazionali specifiche dei paesi con i comparti dei FI più importanti. La sezione 3 offre una descrizione delle statistiche sui FI pubblicate dalla BCE e fornisce informazioni sui dati trimestrali pubblicati sui fondi comuni monetari dell'area dell'euro (FCM; cfr. il riquadro). La sezione 4 mostra in che modo le statistiche sono impiegate nell'ambito di analisi regolari.

2 IL SETTORE DEI FONDI DI INVESTIMENTO NELL'AREA DELL'EURO

LE ATTIVITÀ DEI FONDI DI INVESTIMENTO

I fondi di investimento sono società veicolo per gli investimenti finanziari che raccolgo-

1) Queste nuove statistiche non comprendono le attività e passività dei fondi comuni monetari, che rientrano invece nelle statistiche del settore delle IFM.
2) Si tratta, in particolare, delle statistiche sui bilanci delle IFM e sui conti dell'area dell'euro nelle parti 2 e 3 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino.
3) I principali miglioramenti delle nuove statistiche sono stati presentati nel riquadro 2 del numero di gennaio 2010 di questo Bollettino.
4) Regolamento (CE) n. 958/2007 della Banca centrale europea, del 27 luglio 2007, relativo alle statistiche sulle attività e sulle passività dei fondi di investimento (BCE/2007/8).

Figura 1 Ruolo dei fondi di investimento nell'intermediazione finanziaria

Fonte: BCE.

no capitale da privati e investitori istituzionali emettendo quote e/o partecipazioni e che investono i proventi in attività finanziarie e non finanziarie. In qualità di intermediari finanziari, i fondi di investimento assolvono a due funzioni principali. Innanzitutto, offrono agli investitori l'opportunità di effettuare investimenti in un insieme diversificato di attività con un singolo acquisto di quote e/o partecipazioni emesse da un fondo di investimento. In secondo luogo, i fondi di investimento forniscono una fonte di finanziamento per altri settori, come le istituzioni finanziarie monetarie (IFM), le società non finanziarie o gli enti governativi. Questa funzione è svolta principalmente mediante l'acquisto di titoli di debito o azionari emessi da questi settori. I fondi di investimento possono investire anche in attività diverse dai titoli, come depositi bancari, immobili, materie prime o prodotti finanziari derivati. La figura 1 illustra il ruolo dei fondi di investimento nell'intermediazione finanziaria.

I FONDI DI INVESTIMENTO NEL SETTORE FINANZIARIO DELL'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro i fondi di investimento rappresentano circa il 10 per cento del settore finanziario in termini di attività totali e, insieme ad altri intermediari, rientrano in un sottosettore denominato "altri intermediari finanziari" (AIF) (cfr. tavola 1). Il sottosettore finanziario di maggior rilievo è il comparto delle IFM, che incide per circa due terzi. Questo sottosettore è costituito principalmente da enti creditizi e comprende anche gli FCM. Il settore degli AIF rappresenta circa un quarto delle attività totali e comprende, oltre ai fondi di investimento, istituzioni come le società veicolo per le cartolarizzazioni nonché gli intermediari in titoli e derivati. Le società di assicurazione e i fondi pensione (SAFP) costituiscono il 12 per cento delle attività totali del settore finanziario.

Il settore dei FI dell'area dell'euro è aumentato in misura significativa negli ultimi dieci anni. Come riporta la figura 2, le consistenze in essere

Tavola 1 Confronto tra gli intermediari finanaziari dell'area dell'euro

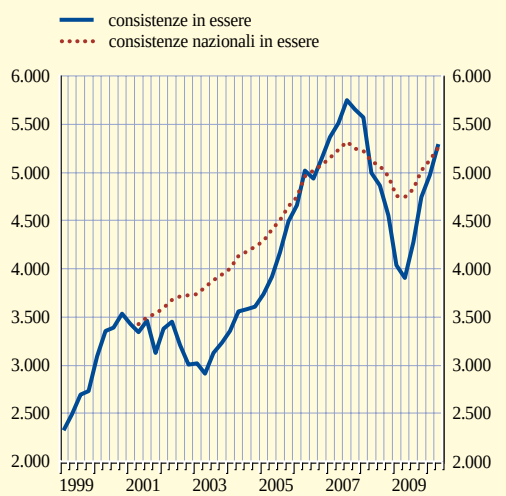
(dati al quarto trimestre del 2009)

	Totale	IFM		SAFP [1]	AIF	
		Totale	di cui FCM		Totale	di cui FI
Attività totali (in miliardi di euro)	52.784	33.535	1.233	6.421	12.828	5.371
Valore percentuale sul totale	100	64	2	12	24	10

Fonte: BCE.
1) Attività finanziarie totali.

Figura 2 Quote e partecipazioni emesse dai fondi di investimento dell'area dell'euro

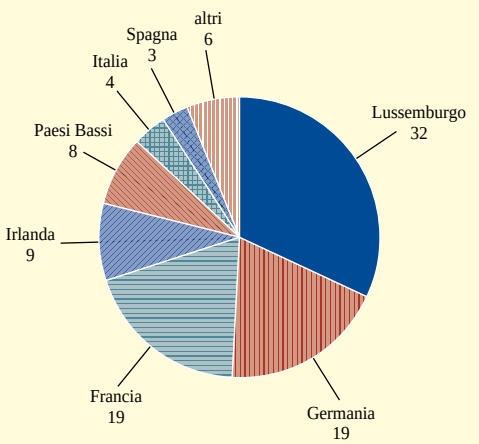
(miliardi di euro)



Fonte: BCE.
Nota: le consistenze nozionali in essere sono ricavate utilizzando le consistenze in essere al quarto trimestre del 2000 e aggiungendo le successive transazioni trimestrali cumulate (disponibili dal primo trimestre del 2001).

Figura 3 Scomposizione per paese delle attività totali dei fondi di investimento dell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

di quote e partecipazioni emesse dai FI, che si collocavano alla fine del 1998 su un livello lievemente superiore a 2.000 miliardi di euro, hanno raggiunto un picco di quasi 6.000 miliardi nel 2007 prima dell'inizio della crisi finanziaria. Il valore delle quote e partecipazioni è poi crollato a circa 4.000 miliardi agli inizi del 2009, per poi riportarsi al livello attuale superiore ai 5.000 miliardi di euro. Questa evoluzione rispecchia sia le vendite nette di quote e partecipazioni da parte dei fondi di investimento ai loro investitori sia gli effetti di valutazione, poiché soprattutto le variazioni delle quotazioni nei mercati azionari hanno una notevole influenza sul valore delle quote e partecipazioni dei FI. La figura 2 mostra anche quale sarebbe stato l'andamento delle consistenze in essere di quote e partecipazioni emesse dai FI dal primo trimestre del 2001 se non si considerasse l'effetto esercitato su di esse dalle rivalutazioni. A titolo di esempio, le vendite nette sono state positive tra il primo trimestre del 2001 e il primo trimestre del 2003, mentre l'ammontare in essere delle quote e partecipazioni in FI è di fatto diminuito a causa del calo dei prezzi delle attività in tale periodo.

L'assetto di regolamentazione dell'UE per i fondi di investimento è imperniato sulla direttiva relativa agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (direttiva OICVM) [5]. Tale atto, adottato nel 1985 e in seguito modificato, ha determinato una forte crescita del settore europeo dei FI. I fondi di investimento conformi alla direttiva OICVM possono essere negoziati in tutti gli Stati membri dell'UE sulla base dell'autorizzazione rilasciata da uno solo di essi. Ciò ha consentito alle società di istituire fondi di investimento nella giurisdizione ritenuta più adeguata, a prescindere dalla residenza degli investitori a cui si rivolgono.

IL SETTORE DEI FONDI DI INVESTIMENTO IN ALCUNI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro i paesi con i settori dei FI più rilevanti [6], in termini di attività totali, sono Lus-

5) Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (rifusione).
6) Il settore dei FI è costituito dai fondi di investimento residenti in un determinato paese. I gestori di questi fondi non sono necessariamente residenti nello stesso paese.

semburgo, Germania e Francia, che alla fine del primo trimestre del 2010 insieme rappresentavano il 70 per cento del dato complessivo dell'area dell'euro (cfr. figura 3). Seguono Irlanda e Paesi Bassi, considerando i quali i cinque paesi più importanti si portano all'87 per cento del dato complessivo dell'area dell'euro. Nei seguenti paragrafi sono evidenziate le caratteristiche specifiche dei settori dei FI in questi paesi.

Un motivo importante delle dimensioni del settore dei FI in Lussemburgo risiede nella rapida trasposizione della direttiva OICVM nella legislazione nazionale. Il Lussemburgo è stato il primo Stato membro dell'UE ad attuare la prima direttiva OICVM nel 1988. Grazie alla sua infrastruttura per istituire e gestire i fondi, nonché alle condizioni di regolamentazione e fiscali favorevoli, molte società hanno riscontrato in Lussemburgo una giurisdizione adeguata per istituire fondi di investimento. Di conseguenza, il settore dei FI nel paese ha conosciuto un'espansione tale da essere il più importante nell'area dell'euro e, a livello mondiale, secondo solo agli Stati Uniti [7].

Il settore tedesco dei FI è dominato dai fondi destinati agli investitori istituzionali ("Spezialfonds"), che alla fine del primo trimestre del 2010 rappresentavano approssimativamente il 70 per cento dei fondi di investimento residenti in Germania in termini di attività totali [8]. Allo stesso tempo, il numero relativamente ristretto di fondi di investimento residenti nel paese orientati al grande pubblico rispecchia anche il successo del settore dei fondi al dettaglio in Lussemburgo. Alla fine del 2008 le consistenze delle quote e partecipazioni emesse da FI all'estero ma vendute in Germania sono state superiori a quelle delle quote e partecipazioni emesse da OICVM residenti in Germania [9]. Infatti, alcuni dei più importanti promotori di FI tedeschi operano prevalentemente utilizzando i cosiddetti "fondi estero-vestiti" (*round-trip*) istituiti in Lussemburgo [10]. I fondi estero-vestiti sono fondi di investimento costituiti all'estero ma venduti a investitori residenti.

Il settore dei FI in Francia ha dimensioni analoghe a quello della Germania. La grande maggioranza dei fondi di investimento è principalmente orientata agli investitori residenti, mentre il ricorso a fondi estero-vestiti da parte dei promotori di FI francesi è relativamente contenuto [11].

Al pari di Lussemburgo, anche l'Irlanda si è affermata come centro internazionale di FI. Un aspetto che ha contribuito a tale posizione è la fondazione dell'International Financial Services Centre (IFSC) nel 1987 allo scopo di sostenere l'economia locale accrescendo l'attività nel settore finanziario. Inoltre, la direttiva OICVM è stata recepita nella legislazione nazionale nel 1989 e anche questa circostanza ha agevolato la creazione di fondi estero-vestiti e di altri fondi transfrontalieri [12].

Le dimensioni del settore dei FI nei Paesi Bassi sono bruscamente aumentate nel 2009 in quanto importanti fondi pensione hanno ceduto azioni e titoli di debito detenuti per acquistare al loro posto quote e partecipazioni in FI. Questi trasferimenti di attività hanno pressoché raddoppiato le dimensioni del settore dei FI nei Paesi Bassi [13].

3 CARATTERISTICHE DELLE NUOVE STATISTICHE SUI FONDI DI INVESTIMENTO DELL'AREA DELL'EURO

La presente sezione presenta le statistiche armonizzate sui fondi di investimento dell'area dell'euro che la BCE ha pubblicato per la prima volta nel dicembre 2009. Queste statistiche sostituiscono le statistiche non armonizzate sui fondi di investi-

7) Cfr. *EFAMA Fact Book – Trends in the European investment funds*, 7ª edizione.
8) Cfr. Deutsche Bundesbank, *Kapitalmarktstatistik*, maggio 2010.
9) Cfr. nota 7.
10) Cfr. Bundesverband Investment und Asset Management e.V., *BVI-Investmentstatistik*, 28 febbraio 2010.
11) Cfr. nota 7.
12) Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, *The investment fund industry in Ireland – A statistical overview*, gennaio 2010.
13) Cfr. il comunicato stampa sulle statistiche della Nederlandsche Bank *Continued rise of Dutch investment fund assets* (http://www.dnb.nl/en/news-and-publications/news-and-archive/statistische-nieuwsberichten/dnb224751.jsp) del 17 novembre 2009.

mento dell'area dell'euro precedentemente pubblicate dalla BCE con frequenza trimestrale.

FONDI DI INVESTIMENTO SEGNALANTI

Le nuove statistiche sui fondi di investimento interessano tutti i fondi di investimento residenti nell'area dell'euro conformi alla definizione statistica riportata nel regolamento. Tutti questi fondi sono registrati dalla BCE in un elenco, anch'esso reso pubblico [14]. Alla fine del primo trimestre del 2010 nell'area dell'euro risiedevano nell'area dell'euro oltre 47 000 fondi di investimento. In osservanza agli standard statistici europei [15], le statistiche non riguardano gli FCM, che rientrano nel settore delle IFM (cfr. il riquadro), né i fondi pensione, che fanno parte del settore dei SAFP [16]. Vi ricadono i fondi di investimento conformi alla direttiva OICVM, nonché i fondi diversi dagli OICVM (cioè tutti i fondi non armonizzati indipendentemente dal fatto che siano soggetti alla regolamentazione nazionale). Il criterio per la inclusione nelle statistiche fa riferimento alla residenza del fondo stesso e non a quella del relativo gestore. Ne consegue che le statistiche comprendono i fondi di investimento residenti nell'area dell'euro che sono gestiti dall'esterno dell'area stessa, ed escludono i fondi di investimento istituiti all'esterno dell'area dell'euro, anche se sono amministrati da società di gestione ubicate nell'area.

SOTTOCATEGORIE DI FONDI DI INVESTIMENTO

Gli aggregati dell'area dell'euro sono disponibili per i fondi di investimento complessivi e per sei sottocategorie distinte in base alla politica di investimento: fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* (fondi speculativi) e altri fondi. Ciascuna sottocategoria è ulteriormente scomposta in fondi aperti e chiusi. In termini generali, le quote e partecipazioni dei fondi aperti possono essere rimborsate mediante le attività del fondo. I fondi chiusi sono fondi con un numero fisso di quote o partecipazioni emesse. Nell'area dell'euro quest'ultima categoria è costituita principalmente da fondi immobiliari.

La classificazione per politica di investimento è effettuata, in linea di principio, sulla base della tipologia di attività in cui il fondo investe principalmente, dove per "principalmente" si deve intendere "oltre il 50 per cento". Per esempio, un fondo di investimento che investe principalmente in azioni e altre partecipazioni va classificato nella categoria dei fondi azionari. I fondi di fondi, vale a dire fondi di investimento che investono in quote e partecipazioni emesse da altri fondi di investimento, sono classificati nella categoria dei fondi in cui investono principalmente. La classificazione si basa sulle disposizioni regolamentari nazionali, se vigenti, o in alternativa su quanto dichiarato nei prospetti dei fondi di investimento.

In assenza di una definizione generalmente accettata degli *hedge fund*, ne è stata sviluppata una a fini statistici. In base a quest'ultima, negli *hedge fund* rientrano in particolare i fondi con strategie di investimento relativamente non vincolate, fra cui il ricorso alla leva finanziaria e a vendite allo scoperto, nonché con restrizioni limitate sulle tipologie di attività finanziarie in cui possono investire.

CATEGORIE DI ATTIVITÀ E PASSIVITÀ DEI FONDI DI INVESTIMENTO

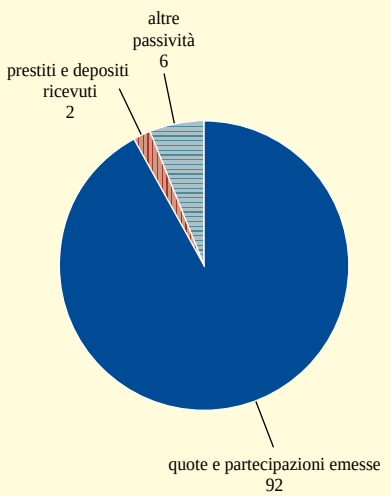
Le statistiche contemplano varie categorie di attività detenute e passività assunte dai fondi di investimento. Le passività dei fondi di investimento sono costituite principalmente dalle quote o partecipazioni che emettono (cfr. figura 4). Queste indicano il patrimonio netto dei fondi di investimento e rappresentano il valore delle consistenze detenute dagli investitori (denominato anche valore netto del patrimonio del fondo). Sono disponibili anche informazioni sulla residenza dei soggetti che investono nei fondi di investimento (all'interno o all'esterno dell'area dell'euro).

Il portafoglio degli investimenti dei fondi di investimento è scomposto in sei categorie (cfr.

14) http://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfi/funds/html/index.en.html
15) Gli standard statistici europei sono fissati nel *Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nella Comunità* (SEC 95).
16) Sono in fase di sviluppo nuove statistiche sulle attività e passività delle società di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro, la cui pubblicazione è prevista nel 2011 (cfr. il riquadro 15 nella pubblicazione della BCE *Financial Stability Review*, giugno 2010).

Figura 4 Passività dei fondi di investimento dell'area dell'euro

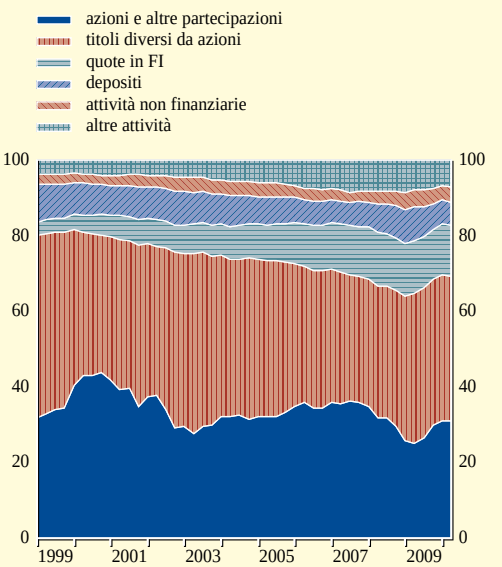
(valori percentuali al primo trimestre 2010)



Fonte: BCE.

Figura 5 Attività dei fondi di investimento dell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

figura 5), la cui quota di attività complessive può variare considerevolmente a seconda delle condizioni di mercato. Le attività dei fondi di investimento comprendono anche quote e partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Questa costituisce la principale categoria di attività dei fondi di fondi.

Per varie categorie di attività, le statistiche mostrano l'ubicazione geografica e il settore economico dell'emittente delle attività. Ciò rende possibile, ad esempio, individuare in quale misura i fondi di investimento investano in debito emesso dalle amministrazioni pubbliche, dalle società non finanziarie e dalle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro oppure dal resto del mondo (cfr. sezione 4). Nel caso delle obbligazioni detenute dai fondi di investimento, è disponibile un'ulteriore scomposizione per scadenza originaria, nonché un'indicazione della valuta in cui le obbligazioni emesse dalle IFM sono denominate.

Una caratteristica importante delle nuove statistiche è la segnalazione da parte dei fondi di investimento delle informazioni per singolo titolo (*security-by-security*, s-b-s). Ciò significa che i fondi di investimento segnalano un elenco di titoli detenuti, indicando per ognuno il codice identificativo pubblico (come il codice ISIN) e l'ammontare corrispondente. Ciò si contrappone alla "segnalazione aggregata" più tradizionale dei dati, che imporrebbe al soggetto segnalante di aggregare le consistenze detenute per tipologia di strumento (ad esempio obbligazionario, azionario), scadenza, valuta, residenza e settore dell'emittente. Nel caso della segnalazione s-b-s, le banche centrali nazionali, anziché i soggetti segnalanti, compilano gli aggregati statistici richiesti classificando i singoli titoli in base alle informazioni disponibili in un archivio comune di riferimento sui titoli. L'approccio di segnalazione s-b-s garantisce l'efficienza in termini di costi per i fondi di investimento poiché le informazioni sui singoli titoli è in genere prontamente disponibile. Inoltre, la segnalazione s-b-s offre maggiore flessibilità ai compilatori delle statistiche che possono produrre nuovi aggregati quando emergono requisiti aggiuntivi a fini analitici, senza necessitare l'emanazione

Tavola 2 Tavola riepilogativa degli aggregati dell'area dell'euro pubblicati per le statistiche sui FI

	Totale	IFM			
		Residenza della controparte [1]	Settore della controparte [2]	Scadenza [3]	Valuta [4]
ATTIVITÀ					
Depositi e prestiti	T e M	T	T		
Titoli diversi dalle azioni	T e M	T e M	T e M	T e M	T e M
Azioni e altre partecipazioni	T e M	T	T		
di cui: azioni quotate	T	T	T		
quote e partecipazioni in FI ed FCM	T e M	T e M	T e M		
Attività non finanziarie	T e M	T			
Altre attività	T e M				
PASSIVITÀ					
quote e partecipazioni di FI	M*	T e M			
Prestiti e depositi ricevuti	T e M				
Altre passività	T e M				

Fonte: BCE.
Note: T= consistenze in essere e transazioni trimestrali; M= consistenze in essere mensili; *= comprese le transazioni.
1) Area dell'euro e resto del mondo (per i titoli anche dettagli per emittenti residenti in Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, Stati Uniti e Giappone).
2) Per le controparti dell'area dell'euro: IFM, amministrazioni pubbliche, altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione, società non finanziarie e famiglie.
3) Fino a un anno, compresa tra uno e due anni, superiore a due anni.
4) Euro e totale valute estere.

di nuovi requisiti di segnalazione per i fondi di investimento [17].

CONSISTENZE IN ESSERE E TRANSAZIONI

I dati per le variabili principali hanno frequenza mensile, mentre per quelli più dettagliati la cadenza è trimestrale. I dati trimestrali comprendono, oltre alle consistenze in essere (cioè il valore a fine periodo), le transazioni finanziarie per ciascuna voce. Le transazioni finanziarie si riferiscono all'acquisizione netta di un determinato tipo di attività durante il periodo, oppure a una passività netta assunta. La serie di dati mensile è costituita principalmente dalle consistenze in essere; le transazioni mensili sono attualmente disponibili solo per le quote e partecipazioni emesse dai fondi di investimento. Queste ultime forniscono un'approssimazione delle vendite nette di quote da parte dei fondi di investimento agli investitori in un dato periodo di riferimento.

La tavola 2 riepiloga gli aggregati dell'area dell'euro che vengono pubblicati.

TEMPESTIVITÀ E DATI STORICI

Le statistiche sono pubblicate circa un mese e mezzo dopo il periodo di riferimento. Le nuove serie storiche armonizzate partono dal dicembre 2008. La BCE ha stimato serie temporali più estese ricavandole principalmente dai dati non armonizzati pubblicati in precedenza. Queste stime sono usate anche nel presente articolo e non sono del tutto raffrontabili con i dati a partire dal dicembre 2008.

STATISTICHE AGGIUNTIVE SUI FONDI COMUNI MONETARI

Al fine di offrire un quadro completo del settore dei fondi dell'area dell'euro, la BCE pubblica anche statistiche sul settore degli FCM, nel contesto illustrato nel seguente riquadro.

17) Maggiori dettagli riguardanti l'archivio di riferimento sui titoli e la segnalazione per titolo sono disponibili nell'opuscolo della BCE *The "Centralised Securities Database" in brief*, disponibile online all'indirizzo Internet: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/centralisedsecuritiesdatabase201002en.pdf.

Riquadro

STATISTICHE ARMONIZZATE DELLA BCE SUI FONDI COMUNI MONETARI

I fondi comuni monetari (FCM) sono società di investimento collettivo che investono principalmente in strumenti di debito trasferibili a breve termine e/o in depositi bancari. Gli FCM assumono passività emettendo quote o partecipazioni. Per gli investitori, le quote e partecipazioni degli FCM sono sostituti assimilabili ai depositi bancari in termini di liquidità. Pertanto, ai fini dell'analisi monetaria, gli FCM sono compresi nel settore emittente di moneta e classificati nelle statistiche della BCE insieme agli enti creditizi nel settore delle IFM. Di conseguenza, i dati statistici mensili sulle quote e partecipazioni emesse dagli FCM sono sempre stati pubblicati dalla BCE come contributo al bilancio consolidato del settore delle IFM. A integrazione di questa prassi, dal dicembre 2009 sono pubblicate separatamente nuove statistiche trimestrali sulle attività e passività degli FCM a partire dal periodo di riferimento del primo trimestre del 2006. Gli obblighi di segnalazione per gli FCM, tuttavia, sono rimasti invariati.

Caratteristiche principali delle statistiche sui fondi comuni monetari dell'area dell'euro

Le statistiche sugli FCM offrono: a) una copertura totale dell'area dell'euro; b) una scomposizione delle attività e passività in linea con le statistiche relative alle IFM e ai FI; c) dati principali su base mensile e informazioni più dettagliate con cadenza trimestrale. Le statistiche sugli FCM sono pubblicate nel comunicato stampa mensile della BCE sulle statistiche relative ai fondi di investimento, fornendo un quadro esaustivo del settore dei fondi dell'area dell'euro.

Le statistiche sugli FCM sono disponibili in termini di consistenze in essere e transazioni. Le statistiche sulle attività degli FCM comprendono scomposizioni tra controparti residenti e non residenti nell'area dell'euro nonché per settore di appartenenza, per scadenza originaria e per valuta di denominazione. Per i detentori di quote e partecipazioni in FCM, si opera una distinzione tra residenti e non residenti nell'area dell'euro.

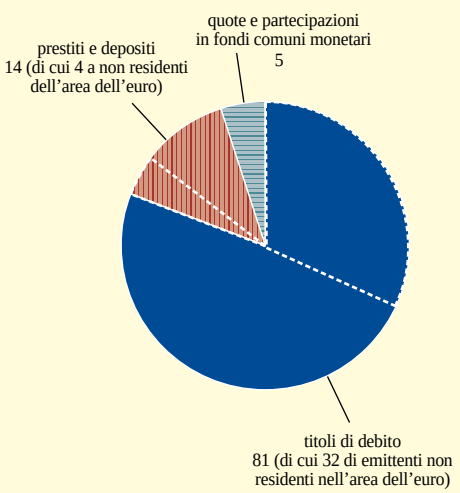
Alcune caratteristiche del settore dei fondi comuni monetari dell'area dell'euro

Alla fine del primo trimestre del 2010 i circa 1.500 FCM residenti nell'area dell'euro detenevano attività per approssimativamente 1.200 miliardi di euro, a fronte dei 5.800 miliardi per gli altri fondi di investimento dell'area dell'euro. I paesi con i settori degli FCM più rilevanti nell'area dell'euro, in termini di attività totali, sono Francia, Lussemburgo e Irlanda, che insieme rappresentavano il 92 per cento del totale dell'area dell'euro.

Come riporta la figura A, il portafoglio degli FCM è costituito per oltre tre quarti da titoli di debito. Gli FCM acquistano anche quote e partecipazioni da altri FCM nell'area dell'euro, nonché effettuano depositi presso istituti bancari. Il settore delle IFM dell'area dell'euro è la principale controparte degli FCM, con il 47 per cento delle attività totali (cfr. figura B); allo stesso tempo, gli FCM detengono un portafoglio considerevole di attività esterne, pari al 35 per cento delle attività totali, che consistono principalmente in titoli di debito denominati in dollari statunitensi e sterlina britannica emessi da banche non appartenenti all'area dell'euro. La quota elevata di attività esterne corrisponde a livelli analoghi di passività esterne, prevalentemente quote e partecipazioni cedute a investitori non appartenenti all'area dell'euro; questa circostanza è più evidente per gli FCM basati in Irlanda e Lussemburgo, che servono prevalentemente residen-

Figura A Attività degli FCM per strumento

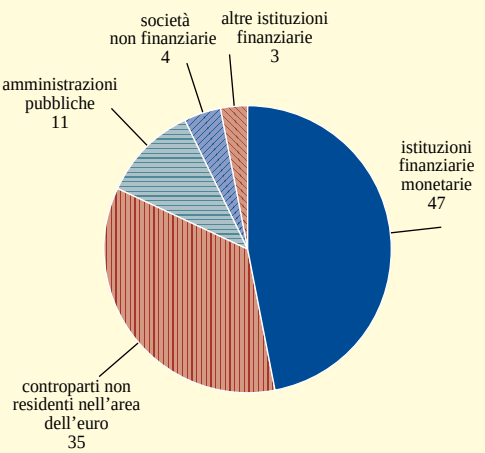
(valori percentuali al primo trimestre del 2010)



Fonti: BCE.

Figura B Attività degli FCM per controparte

(valori percentuali al primo trimestre del 2010)



Fonti: BCE.

ti all'esterno dell'area dell'euro. Infine, l'esposizione nei confronti di altri settori dell'area dell'euro è più limitata e in totale rappresenta circa il 18 per cento delle attività complessive degli FCM.

4 L'IMPIEGO DELLE STATISTICHE SUI FONDI DI INVESTIMENTO DELL'AREA DELL'EURO A FINI DI POLITICA MONETARIA

Grazie alla maggiore esaustività e tempestività si allarga notevolmente il campo di applicazione delle statistiche armonizzate sui FI dell'area dell'euro nell'analisi monetaria, finanziaria ed economica regolarmente condotta presso la BCE come parte del processo decisionale della politica monetaria. A tale riguardo, è importante osservare che questo campo d'applicazione più ampio non solo si riferisce alle statistiche stesse sui FI, ma anche al modo in cui esse possono essere collegate, con reciproco vantaggio, ad altre statistiche regolarmente impiegate nelle varie analisi. La presente sezione presenta alcuni esempi del tipo di questioni e interrogativi che possono essere risolti con le nuove statistiche nelle diverse tipologie di analisi.

ANALISI MONETARIA: VARIAZIONI DELLE SCELTE NEGLI INVESTIMENTI DI PORTAFOGLIO DA PARTE DEI SETTORI DETENTORI DI MONETA

Una sfida essenziale nell'analisi monetaria della BCE è analizzare in tempo reale il ritmo dell'espansione monetaria di fondo che fornisce il segnale rilevante dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine. In questo contesto, una questione importante consiste nell'individuare una maggiore preferenza per le attività liquide nella domanda di moneta e nell'escludere eventualmente tali influenze dalla crescita complessiva di M3. L'individuazione e la quantificazione delle riallocazioni di portafoglio da attività non monetarie (comprese quelle detenute nei fondi di investimento) verso M3 e la costruzione di una misura di M3 corretta per le ricomposizioni di portafoglio ne sono un valido esempio.

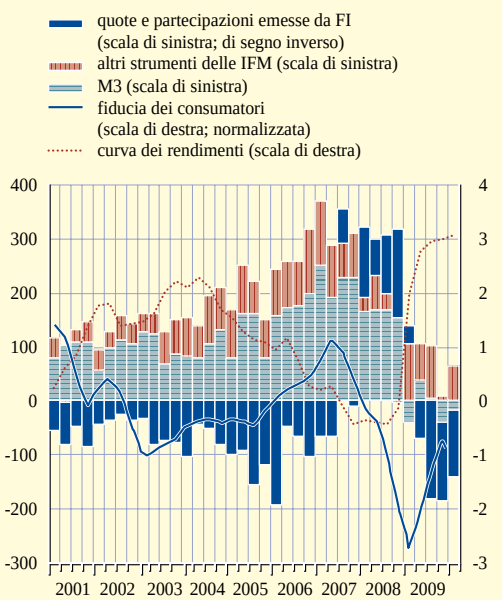
In precedenza, l'analisi e la quantificazione di queste riallocazioni in tempo reale doveva basarsi esclusivamente sulle statistiche relative ai bilanci delle IFM e alla bilancia dei pagamenti [18]. I dati mensili sui bilanci delle IFM sono pubblicati 19 giorni lavorativi dopo il mese di riferimento, mentre quelli sulla bilancia dei pagamenti sono pubblicati dopo circa 35 giorni lavorativi. Per contro, i più dettagliati conti finanziari annuali e, più di recente, i dati trimestrali di contabilità per settore dell'area dell'euro si rendono disponibili soltanto con uno sfasamento temporale più lungo e quindi sono utilizzati principalmente per un controllo a posteriori delle stime in tempo reale [19]. Il fatto che le nuove statistiche sui FI siano disponibili subito dopo le statistiche sulle IFM migliorerà in maniera significativa l'analisi in tempo reale delle riallocazioni di portafoglio.

Il quadro generale di riferimento dell'analisi più approfondita è illustrato nelle figure 6 e 7. In generale, le riallocazioni di portafoglio tra le attività monetarie e altre categorie di attività sono riconducibili al tasso di rendimento offerto dalle varie tipologie di attività e alle variazioni della propensione al rischio degli investitori. La curva dei rendimenti e il clima di fiducia sono indicatori utili ma non del tutto esaustivi di tali effetti.

Gli afflussi verso M3 sono stati considerevoli nell'area dell'euro durante il periodo compreso tra gli inizi del 2001 e la metà del 2003 (cfr. figura 6). Tali afflussi si sono verificati in un contesto in cui il clima di fiducia dei consumatori era notevolmente peggiorato a seguito dell'emergere di una considerevole incertezza economica e finanziaria. Il forte impatto di questo deterioramento sulle riallocazioni di portafoglio verso attività di M3 è riscontrabile fra l'altro nel fatto che queste riallocazioni si sono avute quando l'inclinazione della curva dei rendimenti si stava accentuando, circostanza che in linea di principio avrebbe dovuto accrescere l'appetibilità relativa delle attività a più lungo termine non comprese in M3. Le transazioni in quote e partecipazioni emesse dai fondi di investimento dell'area dell'euro sono notevolmente diminuite in questo periodo, pur rimanendo ancora positive.

Figura 6 M3, altri strumenti delle IFM nonché quote e partecipazioni emesse dai fondi di investimento dell'area dell'euro

(transazioni trimestrali destagionalizzate in miliardi di euro; valori percentuali su base annua; saldi percentuali)



Fonte: BCE.
Note: la curva dei rendimenti è calcolata come differenza tra i rendimenti nominali dei titoli a lungo termine e i tassi di interesse del mercato a breve termine. Le quote e partecipazioni dei FI sono riportate su una scala di segno inverso allo scopo di consentire una miglior visualizzazione delle riallocazioni tra le categorie di strumenti finanziari in esame.

Si sono avute considerevoli ricomposizioni di portafoglio anche tra il secondo trimestre del 2007 e il secondo trimestre del 2009. In questo periodo, le transazioni in quote e partecipazioni dei FI non sono solo diminuite, ma sono di fatto diventate negative, comportando disinvestimenti netti da parte degli investitori. I deflussi hanno rispecchiato un profilo piatto della curva dei rendimenti in concomitanza con un brusco peggioramento delle prospettive di crescita a livello mondiale, revisioni al ribasso delle attese di redditività delle imprese e accresciuti timori circa

18) Cfr. il riquadro *Stima della dimensione delle riallocazioni di portafoglio a favore delle attività monetarie e a scapito delle azioni* nel numero di maggio 2003 di questo Bollettino nonché l'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 sempre di questo Bollettino.

19) Cfr. l'articolo *L'introduzione di statistiche sui conti trimestrali per settore relative all'area dell'euro* nel numero di novembre 2007 di questo Bollettino.

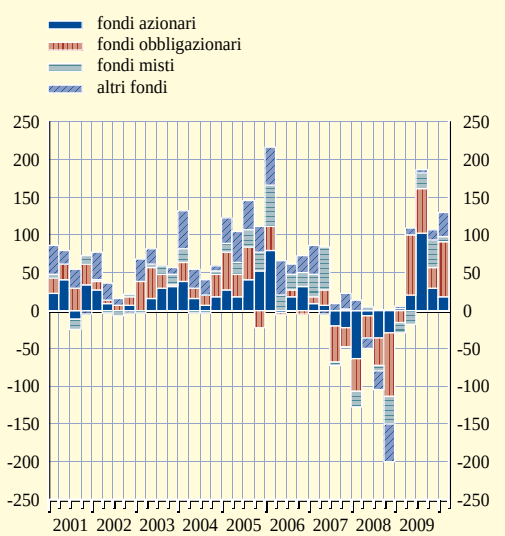
la sostenibilità del sistema finanziario mondiale. Tutti questi fattori hanno gravemente minato la fiducia e la propensione al rischio degli investitori e hanno influenzato anche i rendimenti relativi delle attività. In questo periodo gli investitori dell'area dell'euro avrebbero in gran parte collocato i proventi delle vendite delle quote e partecipazioni di FI in attività monetarie e titoli di Stato. Le attività monetarie hanno beneficiato in particolare della inclinazione negativa della curva dei rendimenti e delle misure adottate dai governi per ripristinare la fiducia negli enti creditizi (come l'estensione dei sistemi di garanzia dei depositi).

Tuttavia, gli andamenti dal secondo trimestre del 2009 suggeriscono una marcata ripresa dell'emissione netta delle quote e partecipazioni nei FI e un graduale riequilibrio del portafoglio degli investimenti finanziari da parte degli investitori. Ciò è in linea con il migliore clima di fiducia nei mercati finanziari fino agli inizi del 2010 e la marcata accentuazione dell'inclinazione della curva dei rendimenti osservata nel 2009. Entrambi i fattori hanno favorito un'inversione delle riallocazioni dalle attività monetarie a favore nuovamente di attività più rischiose e a più lungo termine.

Informazioni utili per analizzare le variazioni delle scelte negli investimenti di portafoglio da parte dei settori detentori di moneta sono contenute anche nei dati sull'emissione di quote e partecipazioni nei FI scomposti per politica di investimento. Infatti, i singoli tipi di fondi hanno differenti profili di rischio e offrono diversi rendimenti sugli investimenti. È pertanto interessante osservare se le riallocazioni di portafoglio avvengono, ad esempio, più da fondi azionari che da fondi obbligazionari verso altre tipologie di attività oppure se tutti i tipi di fondi di investimento sono interessati in maniera analoga. Inoltre, le riallocazioni di portafoglio non devono necessariamente limitarsi alle riallocazioni di attività tra fondi di investimento e altre categorie di attività, ma possono anche verificarsi fra le varie tipologie di fondi di investimento al variare dei rendimenti relativi.

Figura 7 Quote e partecipazioni emesse dai fondi di investimento dell'area dell'euro

(transazioni trimestrali in miliardi di euro; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.
Nota: nella voce "altri fondi" rientrano tutti i fondi diversi da quelli azionari, obbligazionari e misti.

La figura 7 mostra che i deflussi netti si sono verificati da tutti i tipi di fondi di investimento nel periodo compreso tra il secondo trimestre del 2007 e il secondo trimestre del 2009. Nondimeno, in termini sia assoluti che relativi, i deflussi più pronunciati sono stati dai fondi obbligazionari, per un importo in questo periodo pari a 281 miliardi di euro o al 15 per cento delle consistenze in essere nel secondo trimestre del 2007. I deflussi netti sono stati molto più contenuti per i fondi azionari, ammontando a 176 miliardi di euro o al 10 per cento delle relative consistenze in essere.

I deflussi particolarmente marcati dai fondi obbligazionari potrebbero riflettere due fattori. In primo luogo, i fondi obbligazionari e le attività monetarie sono entrambi strumenti finanziari fruttiferi e, in circostanze normali, sostituti assimilabili in ragione della loro "sicurezza". Dato che l'inclinazione della curva dei rendimenti era particolarmente piatta durante il periodo, gli investitori potrebbero aver preferito passare da scadenze più lunghe a scadenze più brevi e, quindi, hanno spostato i loro investimenti dai fondi obbligazionari alle attività monetarie. In secondo

luogo, gli investitori potrebbero anche aver voluto ridurre il peso dei fondi obbligazionari nei portafogli di investimento a causa delle tensioni nei mercati delle cartolarizzazioni e dell'elevata incertezza circa la misura in cui i vari fondi obbligazionari detenevano tali strumenti.

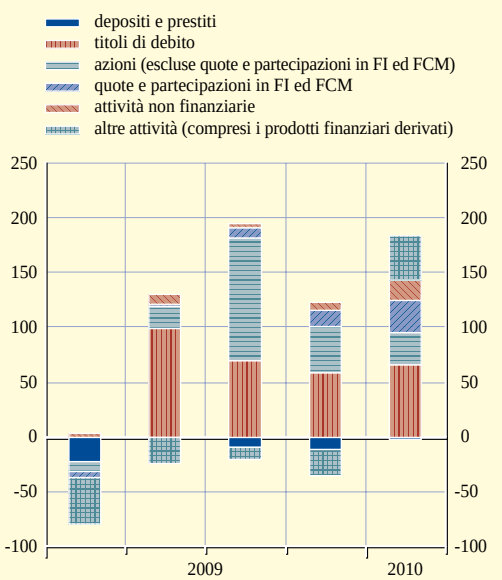
Le nuove statistiche sui FI possono anche migliorare la regolare analisi monetaria tramite informazioni aggiuntive sui contributi per settore a M3. Le informazioni dal lato delle attività delle statistiche sui FI e dal lato delle passività delle statistiche sulle IFM mostrano che nel primo trimestre del 2010 i fondi di investimento rappresentavano circa il 30 per cento dei depositi di M3 totali detenuti dagli AIF e pressoché il 5 per cento delle consistenze totali di M3. Ciò significa che le consistenze monetarie detenute dai fondi di investimento influenzano la crescita di M3, soprattutto se vi è maggiore volatilità nei depositi detenuti dai fondi di investimento rispetto ad altre parti del settore degli AIF e al settore detentore di moneta più in generale. Tale volatilità può ad esempio derivare dall'impiego delle attività monetarie da parte dei fondi di investimento come forme di collocamento temporaneo o come strumento per costituire riserve di liquidità.

ANALISI FINANZIARIA: IL FINANZIAMENTO DELL'ECONOMIA TRAMITE I MERCATI DEI CAPITALI

Una questione essenziale nella regolare analisi finanziaria è valutare le condizioni di finanziamento cui sono confrontati i diversi settori nel mercato finanziario. I fondi di investimento sono importanti investitori istituzionali e, in quanto tali, acquistano azioni e titoli di debito emessi da società non finanziarie, società finanziarie o amministrazioni pubbliche. Viene così offerto finanziamento diretto basato sul mercato ai settori interessati ed è anche influenzato indirettamente il volume di finanziamento bancario. Tramite gli acquisti netti di titoli, i fondi di investimento incidono anche sui livelli dei corsi azionari e dei rendimenti obbligazionari (direttamente), nonché sui tassi applicati ai prestiti bancari (indirettamente). Congiuntamente alle statistiche sui bilanci delle IFM e sull'emissione di titoli nonché ai prezzi di mercato, le nuove statistiche sui FI forniscono informazioni tempestive sulle variazioni nelle condizioni di finanziamento complessive per i singoli settori istituzionali nell'area dell'euro.

Figura 8 Acquisti netti di attività da parte dei fondi di investimento dell'area dell'euro

(flussi trimestrali; dati non destagionalizzati in miliardi di euro)



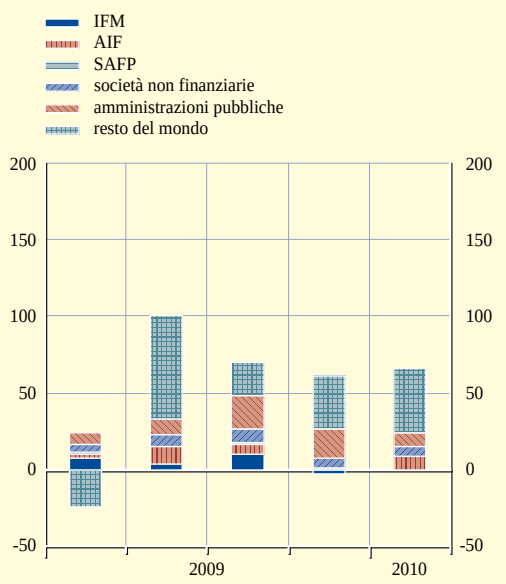
Fonte: BCE.

I dati sulle attività mostrano che nel 2009 e nel primo trimestre del 2010 i fondi di investimento dell'area dell'euro hanno investito prevalentemente in titoli di debito nonché in azioni e altre partecipazioni (cfr. figura 8). Hanno anche acquistato in misura contenuta altre attività, riducendo allo stesso tempo le loro disponibilità liquide (prevalentemente depositi). Questi andamenti rispecchiano da vicino l'emissione e gli acquisti di quote e partecipazioni per tipologia di politica di investimento dal lato delle passività del bilancio dei fondi di investimento, poiché i diversi fondi di investimento sono tenuti a investire soprattutto nelle rispettive categorie di attività.

Le nuove statistiche comprendono anche scomposizioni geografiche e settoriali piuttosto dettagliate degli acquisti netti di titoli diversi dalle azioni nonché di azioni e altre partecipazioni da

Figura 9 Acquisti netti di titoli diversi da azioni da parte dei fondi di investimento dell'area dell'euro, scomposti per settore emittente

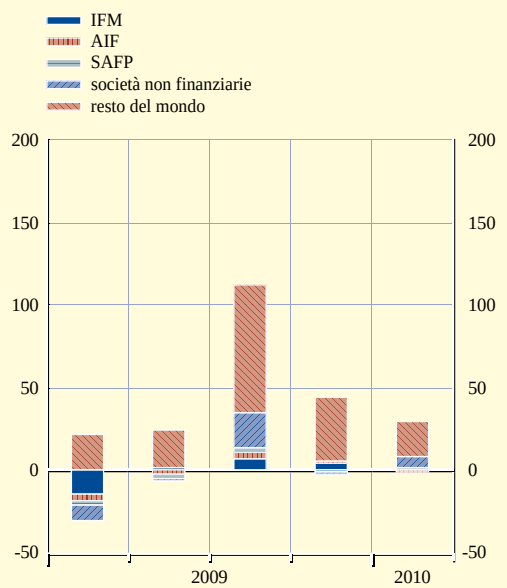
(flussi trimestrali; dati non destagionalizzati in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura 10 Acquisti netti di azioni e altre partecipazioni da parte dei fondi di investimento dell'area dell'euro, scomposti per settore emittente

(flussi trimestrali; dati non destagionalizzati in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

parte dei fondi di investimento [20]. Tali informazioni possono essere particolarmente utili durante le crisi economiche o finanziarie. Ad esempio, gli acquisti e la dismissione da parte dei fondi di investimento di attività cartolarizzate rappresentano variazioni negli acquisti netti di titoli diversi da azioni. A tale riguardo, i dati suggeriscono che nel 2009 e nel primo trimestre del 2010 i fondi di investimento dell'area dell'euro hanno prevalentemente acquistato titoli di debito emessi da amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro e dal resto del mondo (cfr. figura 9) [21]. Al contrario, i loro acquisti di obbligazioni emesse da IFM e società non finanziarie residenti nell'area dell'euro sono stati piuttosto contenuti in questo periodo.

Negli ultimi trimestri i fondi di investimento dell'area dell'euro avrebbero aumentato i titoli azionari esteri detenuti in misura significativamente maggiore rispetto a quelli emessi sull'interno (cfr. figura 10). Ciò potrebbe riflettere differenze nei rendimenti attesi delle attività tra il resto del mondo e l'area dell'euro, ma nel contesto delle turbolenze finanziarie potrebbe anche rispecchiare una parziale inversione della preferenza per le attività emesse sull'interno (*home bias*) che potrebbe aver caratterizzato le fasi iniziali della crisi.

In base alle consistenze in essere totali di titoli di debito nei conti dell'area dell'euro, dalle nuove statistiche sui FI si evince che nel quarto trimestre del 2009 i fondi di investimento detenevano rispettivamente il 10 e il 15 per cento circa delle obbligazioni emesse dalle IFM e

20) In precedenza, queste informazioni più dettagliate erano solo in parte ricavabili dalle statistiche sui bilanci delle IFM e sulla bilancia dei pagamenti. Le prime comprendono una disaggregazione delle consistenze detenute e degli acquisti netti da parte delle IFM di azioni e titoli di debito emessi da IFM, amministrazioni pubbliche e settori privati dell'area dell'euro, mentre le seconde contengono una suddivisione delle consistenze detenute e degli acquisti netti di diversi strumenti di finanziamento da parte di IFM, settori privati diversi dalle IFM e amministrazioni pubbliche rispetto al resto del mondo.

21) La notevole cessione di obbligazioni e azioni detenute direttamente e l'acquisto al loro posto di quote e partecipazioni di FI da parte dei fondi pensione olandesi spiega anche una parte significativa dell'incremento delle consistenze in titoli esteri detenuti dai fondi di investimento nel secondo e terzo trimestre del 2009.

dalle società non finanziarie dell'area dell'euro, nonché approssimativamente il 15 per cento delle consistenze totali di azioni quotate emesse da tali settori (secondo i dati derivati dai conti dell'area dell'euro e dalle nuove statistiche sui FI). Analogamente, detenevano il 10 per cento circa delle consistenze in essere totali di obbligazioni emesse da amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro. Ciò mostra che i fondi di investimento svolgono un ruolo relativamente importante, ancorché non preponderante, nell'intermediazione del finanziamento a banche, imprese e amministrazioni pubbliche.

ANALISI ECONOMICA: L'IMPATTO DELLA RICCHEZZA FINANZIARIA SULLA SPESA

Le nuove statistiche sui FI possono anche essere utilizzate a sostegno dell'analisi economica, ad esempio per valutare l'impatto delle variazioni del patrimonio netto su risparmio e consumi. Innanzitutto, le consistenze in essere totali di quote e partecipazioni emesse da FI (dal lato delle passività del bilancio dei FI) forniscono informazioni sul livello di patrimonio che i residenti e i non residenti dell'area dell'euro detengono nei fondi di investimento dell'area dell'euro. In secondo luogo, i dati sulle quote emesse dai FI per tipologia di politica di investimento e sulle attività detenute dai fondi di investimento per tipologia offrono informazioni sul tipo di variazioni dei prezzi delle attività cui gli investitori potrebbero essere esposti tramite gli investimenti in tali fondi.

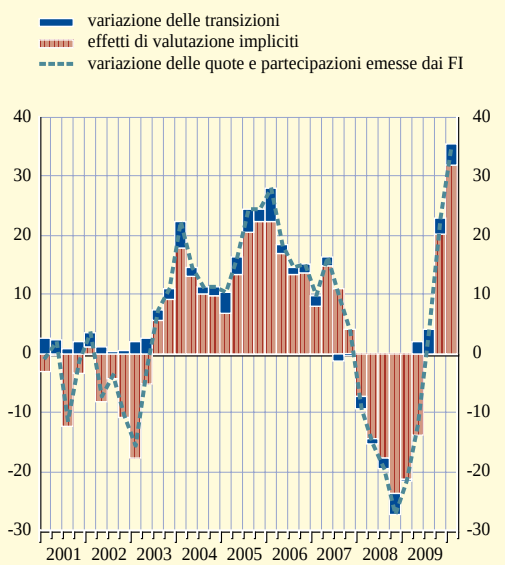
Questo genere di informazioni è particolarmente utile per valutare gli effetti che l'entità e la struttura del patrimonio detenuto potrebbero avere sulla propensione ai consumi e agli investimenti, nonché sulle scelte di risparmio dei diversi settori istituzionali. A tale riguardo, le variazioni del valore delle attività detenute dai fondi di investimento, attraverso la valutazione delle relative quote e partecipazioni emesse, sono trasmesse al patrimonio netto di famiglie, società non finanziarie, società di assicurazione e fondi pensione nonché, in ultima istanza, alle decisioni di spesa e di risparmio.

Notevoli effetti di valutazione possono suscitare nei detentori di quote e partecipazioni dei FI (soprattutto le famiglie) la percezione di una maggiore ricchezza, inducendoli a ridurre il risparmio e ad aumentare la spesa [22]. La figura 11 mostra che per i fondi di investimento dell'area dell'euro, le variazioni delle quote e partecipazioni emesse in essere nel complesso sono state determinate da variazioni delle quotazioni più che da transazioni. Tale impatto è stato particolarmente marcato nel periodo tra il secondo trimestre del 2003 e il primo trimestre del 2008 in ragione dei favorevoli andamenti dei corsi azionari dopo la precedente flessione dei prezzi delle attività in seguito allo scoppio della bolla tecnologica. In questo periodo, il tasso di rendimento sulle quote di FI detenute è stato considerevolmente superiore ai rendimenti offerti da strumenti finanziari alternativi come le attività monetarie.

Al momento, le statistiche sui FI forniscono solo informazioni sulle controparti dal lato delle passività del bilancio dei FI in termini di ri-

Figura 11 Variazioni delle quote e partecipazioni emesse dai fondi di investimento dell'area dell'euro

(tassi di crescita annuali; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

22) In base ai dati dei conti dell'area dell'euro e alle nuove statistiche sui FI, nel quarto trimestre del 2009 le quote detenute direttamente dalle famiglie in fondi comuni rappresentavano circa il 40 per cento delle quote totali di fondi comuni detenute da residenti nell'area dell'euro (al netto di quelle detenute dai fondi di investimento).

partizione tra residenti e non residenti nell'area dell'euro. L'ulteriore scomposizione prospettata in termini di settori residenti contribuirà a comprendere il modo in cui gli shock sui prezzi delle attività variano il valore delle attività detenute dai FI e delle quote e partecipazioni emesse dai FI e quindi la ricchezza dei vari settori interni.

5 CONCLUSIONI

Le statistiche armonizzate sulle attività e passività dei fondi di investimento residenti nell'area dell'euro sono pubblicate dalla BCE dal dicembre 2009. Questi dati migliorano significativamente il quadro statistico di riferimento dell'area dell'euro per quanto concerne gli intermediari finanziari diversi dalle IFM e servono a integrare in maniera rilevante le statistiche sulle IFM. Agevolano un'analisi più dettagliata delle variazioni nelle scelte di investimento del settore detentore di moneta, delle condizioni di finanziamento nell'economia nonché del potenziale impatto sui consumi attraverso le variazioni della ricchezza finanziaria dei soggetti economici.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE [1)]

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro S5

1 STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema S6
1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE S7
1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta S8
1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità S9

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

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

4 MERCATI FINANZIARI

4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione S35
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento S36
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro S38
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro S40
4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro S42
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario S44
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro S45
4.8 Indici del mercato azionario S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi S47
5.2 Produzione e domanda S50
5.3 Mercato del lavoro S54

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

6 FINANZA PUBBLICA
6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo S56
6.2 Debito S57
6.3 Variazione del debito S58
6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali S59
6.5 Debito e variazione del debito trimestrali S60

7 TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO
7.1 Bilancia dei pagamenti S61
7.2 Conto corrente e conto capitale S62
7.3 Conto finanziario S64
7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti S70
7.5 Commercio di beni S71

8 TASSI DI CAMBIO
8.1 Tassi di cambio effettivi S73
8.2 Tassi di cambio bilaterali S74

9 INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO
9.1 Altri Stati membri dell'UE S75
9.2 Stati Uniti e Giappone S76

LISTA DELLE FIGURE S77

NOTE TECNICHE S79

NOTE GENERALI S85

Segni convenzionali nelle tavole

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

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse [1)]

	M1 [2)]	M2 [2)]	M3 [2) 3)]	M3 [2) 3)] media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche [2)]	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM [2)]	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) [4)]
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	2,4	9,6	9,7	-	9,5	19,2	4,64	3,69
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	23,6	1,22	3,76
2009 3° trim.	12,2	4,5	2,7	-	0,4	23,6	0,87	3,64
4° trim.	12,3	2,2	0,3	-	-0,6	18,8	0,72	3,76
2010 1° trim.	11,3	1,7	-0,2	-	-0,4	8,9	0,66	3,46
2° trim.	10,3	1,4	-0,1	-	0,1	.	0,69	3,03
2010 feb..	11,0	1,6	-0,4	-0,2	-0,4	7,7	0,66	3,49
mar.	10,8	1,6	-0,1	-0,2	-0,2	6,8	0,64	3,46
apr.	10,7	1,3	-0,2	-0,1	0,2	5,6	0,64	3,40
mag.	10,3	1,5	-0,1	0,0	0,2	4,1	0,69	3,00
giu.	9,2	1,4	0,2	.	0,3	.	0,73	3,03
lug.	.	.	.	.	.	.	0,85	3,01

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC [1)]	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	3,3	6,1	3,5	0,6	-1,7	81,8	0,7	7,5
2009	0,3	-5,1	2,7	-4,1	-14,9	71,1	-1,9	9,4
2009 4° trim.	0,4	-4,6	1,7	-2,1	-7,4	71,7	-2,0	9,8
2010 1° trim.	1,1	-0,1	2,1	0,6	4,8	73,9	-1,2	9,9
2° trim.	1,5	3,0	.	.	.	76,5	.	10,0
2010 feb..	0,9	-0,4	-	-	4,4	-	-	9,9
mar.	1,4	0,9	-	-	7,8	-	-	10,0
apr.	1,5	2,8	-	-	9,5	75,5	-	10,0
mag.	1,6	3,1	-	-	9,6	-	-	10,0
giu.	1,4	3,0	-	-	.	-	-	10,0
lug.	1,7	.	-	-	.	77,4	-	.

3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-21 [5)] (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008	-144,0	-19,1	145,4	374,2	-17,6	118,2	110,5	110,1	1,4708
2009	-49,7	40,7	229,8	462,4	-15,5	115,8	111,7	110,6	1,3948
2009 3° trim.	-2,2	13,8	54,4	430,9	-17,7	116,1	112,1	110,9	1,4303
4° trim.	8,0	20,5	62,9	462,4	-15,5	115,8	113,8	112,2	1,4779
2010 1° trim.	-22,9	2,8	-12,6	498,7	-14,8	119,9	108,7	106,9	1,3829
2° trim.	.	.	.	583,3	.	.	103,1	101,8	1,2708
2010 feb..	-7,9	4,2	-15,3	492,6	.	.	108,0	106,1	1,3686
mar.	-2,1	6,2	-27,8	498,7	.	.	107,4	105,7	1,3569
apr.	-7,7	2,9	20,9	521,6	.	.	106,1	104,5	1,3406
mag.	-14,7	0,6	46,7	569,7	.	.	102,8	101,4	1,2565
giu.	.	.	.	583,3	.	.	100,7	99,4	1,2209
lug.	.	.	.	.	.	.	102,5	101,2	1,2770

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

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

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

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

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

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

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

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema
(milioni di euro)

1. Attività

	9 luglio 2010	16 luglio 2010	23 luglio 2010	30 luglio 2010
Oro e crediti in oro	352.092	352.093	351.970	351.969
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	234.242	234.071	235.568	236.347
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	30.780	30.479	29.840	29.473
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	17.545	19.690	18.066	17.945
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	635.009	619.406	625.198	632.499
Operazioni di rifinanziamento principali	229.070	195.661	201.286	189.986
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	405.927	423.722	423.722	442.042
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	1	1	3	366
Crediti connessi a scarti di garanzia	10	22	187	104
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	43.009	42.630	44.382	42.934
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	418.037	417.074	418.516	417.768
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	120.894	121.196	121.372	121.454
Altri titoli	297.143	295.878	297.143	296.315
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	35.037	35.041	35.041	35.041
Altre attività	238.995	236.504	235.031	237.684
Attività totali	2.004.747	1.986.989	1.993.612	2.001.660

2. Passività

	9 luglio 2010	16 luglio 2010	23 luglio 2010	30 luglio 2010
Banconote in circolazione	818.831	818.993	817.525	820.583
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	391.437	384.440	366.596	377.258
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	126.783	265.865	245.255	195.798
Depositi overnight	205.544	58.550	61.325	120.894
Depositi a tempo determinato	59.000	60.000	60.000	60.500
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	109	25	17	66
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	645	626	1.392	1.784
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	108.907	100.028	124.824	118.125
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	42.190	42.785	42.181	42.232
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	915	909	906	1.342
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	16.281	15.676	16.633	16.096
Contropartite dei DSP dell'FMI	56.711	56.711	56.711	56.711
Altre passività	161.822	159.811	159.835	160.520
Rivalutazioni	328.818	328.818	328.818	328.818
Capitale e riserve	78.191	78.191	78.190	78.190
Passività totali	2.004.747	1.986.989	1.993.612	2.001.660

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

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

2) Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.

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

4) Dal 9 ottobre 2008 la BCE ha ridotto 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. Il 21 gennaio il corridoio è stato riportato a 200 punti base.

5) L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Questa modifica sostituisce la decisione precedente (assunta lo stesso giorno) di ridurre di 50 punti base il tasso minimo d'offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali condotte mediante asta a tasso fisso.

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Operazioni di rifinanziamento principali							
2010 7 apr.	71.535	67	71.535	1,00	-	-	-	7
14	70.577	68	70.577	1,00	-	-	-	7
21	70.228	67	70.228	1,00	-	-	-	7
28	75.624	66	75.624	1,00	-	-	-	7
5 mag.	90.317	76	90.317	1,00	-	-	-	7
12	99.570	81	99.570	1,00	-	-	-	7
19	104.752	81	104.752	1,00	-	-	-	7
26	106.014	83	106.014	1,00	-	-	-	7
2 giu.	117.727	86	117.727	1,00	-	-	-	7
9	122.039	96	122.039	1,00	-	-	-	7
16	126.672	101	126.672	1,00	-	-	-	7
23	151.511	114	151.511	1,00	-	-	-	7
30	162.912	157	162.912	1,00	-	-	-	7
7 lug.	229.070	151	229.070	1,00	-	-	-	7
14	195.661	147	195.661	1,00	-	-	-	7
21	201.286	163	201.286	1,00	-	-	-	7
28	189.986	151	189.986	1,00	-	-	-	7
4 ago.	154.844	125	154.844	1,00	-	-	-	7
	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2010 10 mar.	9.315	11	9.315	1,00	-	-	-	35
1 apr.	2.015	11	2.015	1,00	-	-	-	91
1 [5)]	17.876	62	17.876	.	-	-	-	182
14	15.730	12	15.730	1,00	-	-	-	28
29 [3)]	4.846	24	4.846	-	1,00	1,00	1,15	91
12 mag.	20.480	18	20.480	1,00	-	-	-	35
13 [5)]	35.668	56	35.668	.	-	-	-	182
27	12.163	35	12.163	1,00	-	-	-	91
16 giu.	31.603	23	31.603	1,00	-	-	-	28
1 lug.	131.933	171	131.933	1,00	-	-	-	91
14 giu.	49.399	34	49.399	1,00	-	-	-	28
29	23.166	70	23.166	1,00	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale [5)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2010 19 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	162.744	223	16.500	-	-	1,00	0,29	0,28	7
26	Raccolta di depositi a tempo determinato	86.003	93	26.500	-	-	1,00	0,28	0,27	7
2 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	73.576	68	35.000	-	-	1,00	0,28	0,28	7
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	75.627	64	40.500	-	-	1,00	0,35	0,31	7
15	Raccolta di depositi a tempo determinato	363.775	174	363.475	-	-	1,00	0,80	0,77	1
16	Raccolta di depositi a tempo determinato	71.078	66	47.000	-	-	1,00	0,30	0,28	7
23	Raccolta di depositi a tempo determinato	71.560	67	51.000	-	-	1,00	0,40	0,31	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	31.866	45	31.866	-	-	1,00	1,00	0,54	7
1 lug.	Transazione inversa	111.237	78	111.237	1,00	-	-	-	-	6
7	Raccolta di depositi a tempo determinato	87.431	88	59.000	-	-	1,00	0,75	0,56	7
13	Raccolta di depositi a tempo determinato	201.673	158	200.908	-	-	1,00	0,80	0,76	1
14	Raccolta di depositi a tempo determinato	98.288	85	60.000	-	-	1,00	0,65	0,56	7
21	Raccolta di depositi a tempo determinato	97.169	88	60.000	-	-	1,00	0,64	0,56	7
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	88.550	86	60.500	-	-	1,00	0,60	0,55	7
4 ago.	Raccolta di depositi a tempo determinato	115.689	93	60.500	-	-	1,00	0,50	0,45	7

Fonte: BCE.

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

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

3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti. L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 4 marzo 2010 la BCE ha deciso di tornare a utilizzare la procedura d'asta a tasso variabile nelle operazioni regolari di finanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi a partire dall'operazione aggiudicata il 28 aprile 2010 e regolata il giorno successivo.

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

5) Nell'ultima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a un anno, regolata il 17 dicembre 2009, e nelle operazioni a più lungo termine, regolate il 1° aprile e il 13 maggio 2010, il tasso al quale tutte le offerte sono state accolte è stato indicizzato alla media del tasso minimo d'offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali condotte durante il periodo coperto dall'operazione.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo [1]	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010 gen.	18.454,5	9.829,1	766,1	2.465,6	1.225,0	4.168,7
feb.	18.516,2	9.828,1	759,3	2.479,5	1.282,5	4.166,8
mar.	18.587,9	9.807,3	782,8	2.506,7	1.283,5	4.207,6
apr.	18.861,5	9.912,0	764,4	2.584,6	1.345,7	4.254,8
mag.	19.042,0	9.993,3	746,6	2.600,6	1.411,4	4.290,0

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010 9 mar.	210,9	211,8	1,0	0,0	1,00
13 apr.	211,4	212,5	1,2	0,0	1,00
11 mag.	211,2	212,4	1,2	0,0	1,00
15 giu.	211,3	212,5	1,3	0,0	1,00
13 lug.	213,0	214,4	1,4	0,0	1,00
10 ago.	214,3	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
		Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema										
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità [2]	Depositi *overnight* presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità [3]	Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010 9 feb.	425,6	59,7	662,2	0,2	33,5	168,3	13,3	783,6	122,6	-117,5	210,9	1.162,8
9 mar.	426,9	80,5	641,1	0,9	38,0	186,4	10,5	784,6	113,2	-119,3	211,8	1.182,9
13 apr.	439,8	77,7	650,5	0,4	43,6	200,7	8,4	792,9	113,6	-116,1	212,5	1.206,1
11 mag.	457,0	76,7	666,4	0,9	49,4	218,2	11,4	796,6	112,1	-100,3	212,4	1.227,2
15 giu.	462,4	110,0	706,7	0,3	86,9	288,8	34,1	806,2	123,1	-98,4	212,5	1.307,5
13 lug.	500,9	167,5	573,2	0,3	140,2	230,4	54,4	813,0	126,5	-56,5	214,4	1.257,8

Fonte: BCE.
1) Fine periodo.
2) L'aggregato include la liquidità fornita nel quadro del programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite dell'Eurosistema e del programma per i mercati dei titoli finanziari.
3) L'aggregato include la liquidità assorbita come risultato delle operazioni di *swap* in valuta dell'Eurosistema. Per ulteriori dettagli, cfr. http://www.ecb.europa.eu.mopo/liq/html/index.en.html.

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [2)]	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Eurosistema													
2008	2.982,9	1.803,0	20,6	0,6	1.781,8	362,3	319,6	3,3	39,4	-	14,4	484,7	8,6	309,9
2009	2.829,9	1.475,6	19,5	0,7	1.455,4	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	557,7	8,5	320,0
2010 1° trim.	2.880,9	1.476,1	19,6	0,7	1.455,9	472,4	376,1	8,4	87,9	-	16,6	583,0	8,4	324,4
2° trim.	3.390,3	1.822,1	18,8	0,9	1.802,4	526,7	416,5	9,7	100,5	-	15,8	670,4	8,6	346,7
2010 gen.	2.823,5	1.464,9	19,5	0,7	1.444,8	451,7	364,3	7,9	79,5	-	16,2	563,2	8,4	319,1
feb.	2.867,1	1.479,4	19,5	0,7	1.459,3	465,4	373,7	8,0	83,7	-	16,1	585,8	8,4	312,0
mar.	2.880,9	1.476,1	19,6	0,7	1.455,9	472,4	376,1	8,4	87,9	-	16,6	583,0	8,4	324,4
apr.	2.946,5	1.511,9	19,0	0,7	1.492,3	478,9	377,6	8,7	92,6	-	16,4	609,9	8,4	321,0
mag.	3.259,3	1.732,5	19,0	0,7	1.712,9	516,5	408,6	9,2	98,7	-	15,9	665,6	8,5	320,3
giu. (p)	3.390,3	1.822,1	18,8	0,9	1.802,4	526,7	416,5	9,7	100,5	-	15,8	670,4	8,6	346,7
	IFM escluso l'Eurosistema													
2008	31.842,1	18.052,6	968,4	10.772,1	6.312,0	4.630,0	1.245,9	1.406,8	1.977,4	98,7	1.196,1	4.754,3	211,4	2.898,9
2009	31.153,8	17.703,7	1.002,3	10.780,3	5.921,1	5.061,5	1.483,9	1.496,8	2.080,8	85,1	1.234,9	4.258,1	220,4	2.590,2
2010 1° trim.	31.570,0	17.749,5	1.032,8	10.797,4	5.919,3	5.127,5	1.551,5	1.482,7	2.093,2	77,7	1.228,3	4.420,6	217,9	2.748,5
2° trim.	32.593,4	18.236,5	1.067,0	10.957,7	6.211,8	5.122,6	1.569,8	1.522,4	2.030,3	67,3	1.231,3	4.599,5	221,0	3.115,3
2010 gen.	31.408,1	17.723,1	1.013,9	10.770,2	5.939,0	5.077,0	1.496,5	1.493,2	2.087,4	86,9	1.250,2	4.383,5	219,7	2.667,6
feb.	31.525,0	17.712,6	1.009,1	10.773,5	5.930,0	5.094,9	1.523,7	1.497,4	2.073,7	85,6	1.232,7	4.432,0	218,2	2.749,0
mar.	31.570,0	17.749,5	1.032,8	10.797,4	5.919,3	5.127,5	1.551,5	1.482,7	2.093,2	77,7	1.228,3	4.420,6	217,9	2.748,5
apr.	31.990,9	17.905,5	1.037,2	10.818,9	6.049,4	5.130,9	1.561,6	1.490,1	2.079,2	76,6	1.271,2	4.517,5	217,9	2.871,3
mag.	32.714,6	18.182,1	1.051,4	10.861,0	6.269,6	5.080,2	1.553,0	1.469,0	2.058,2	74,6	1.255,3	4.688,2	218,5	3.215,7
giu. (p)	32.593,4	18.236,5	1.067,0	10.957,7	6.211,8	5.122,6	1.569,8	1.522,4	2.030,3	67,3	1.231,3	4.599,5	221,0	3.115,3

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [3)]	Obbligazioni [4)]	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Eurosistema										
2008	2.982,9	784,7	1.240,7	68,8	16,6	1.155,2	-	0,1	273,8	377,8	305,9
2009	2.829,9	829,3	1.185,7	102,6	22,6	1.060,5	-	0,1	320,9	140,2	353,7
2010 1° trim.	2.880,9	819,9	1.222,8	101,2	22,0	1.099,6	-	0,1	353,0	135,4	349,6
2° trim.	3.390,3	835,4	1.623,2	137,2	21,4	1.464,6	-	0,1	413,5	142,5	375,6
2010 gen.	2.823,5	806,2	1.204,1	116,3	23,5	1.064,2	-	0,1	328,4	133,5	351,3
feb.	2.867,1	807,0	1.225,9	107,0	23,6	1.095,2	-	0,1	344,7	138,1	351,4
mar.	2.880,9	819,9	1.222,8	101,2	22,0	1.099,6	-	0,1	353,0	135,4	349,6
apr.	2.946,5	821,1	1.264,2	87,8	22,0	1.154,4	-	0,1	369,2	140,1	351,8
mag.	3.259,3	828,4	1.510,9	128,8	22,7	1.359,5	-	0,1	407,0	155,3	357,6
giu. (p)	3.390,3	835,4	1.623,2	137,2	21,4	1.464,6	-	0,1	413,5	142,5	375,6
	IFM escluso l'Eurosistema										
2008	31.842,1	-	16.740,2	191,0	9.690,4	6.858,8	824,8	4.848,4	1.767,6	4.404,3	3.256,9
2009	31.153,8	-	16.465,8	144,2	10.034,6	6.287,1	732,3	4.919,1	1.921,0	4.099,8	3.015,8
2010 1° trim.	31.570,0	-	16.419,1	166,3	10.026,2	6.226,5	705,8	5.019,0	1.930,1	4.289,1	3.207,0
2° trim.	32.593,4	-	16.988,6	168,1	10.291,2	6.529,3	672,4	4.988,2	1.994,8	4.477,0	3.472,4
2010 gen.	31.408,1	-	16.461,2	161,1	10.009,6	6.290,5	738,8	4.975,7	1.920,4	4.227,0	3.084,9
feb.	31.525,0	-	16.460,3	166,5	10.012,0	6.281,8	729,4	4.961,0	1.916,9	4.285,4	3.172,0
mar.	31.570,0	-	16.419,1	166,3	10.026,2	6.226,5	705,8	5.019,0	1.930,1	4.289,1	3.207,0
apr.	31.990,9	-	16.593,5	159,7	10.113,7	6.320,1	710,6	5.025,0	1.933,8	4.410,1	3.317,9
mag.	32.714,6	-	16.867,7	155,6	10.138,1	6.574,0	704,6	5.034,7	1.941,0	4.550,4	3.616,2
giu. (p)	32.593,4	-	16.988,6	168,1	10.291,2	6.529,3	672,4	4.988,2	1.994,8	4.477,0	3.472,4

Fonte: BCE.

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

2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.

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

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro [1)]

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2008	24.127,6	11.761,8	989,0	10.772,8	2.975,6	1.565,5	1.410,1	784,2	5.239,0	220,0	3.147,1
2009	23.866,5	11.802,7	1.021,7	10.781,0	3.356,4	1.852,2	1.504,2	811,8	4.815,8	228,9	2.851,0
2010 1° trim.	24.314,2	11.850,4	1.052,3	10.798,1	3.418,7	1.927,6	1.491,1	793,5	5.003,7	226,3	3.021,6
2° trim.	25.260,5	12.044,3	1.085,7	10.958,6	3.518,5	1.986,4	1.532,2	785,9	5.269,9	229,5	3.412,2
2010 gen.	24.094,3	11.804,2	1.033,3	10.770,9	3.361,8	1.860,7	1.501,1	815,6	4.946,7	228,1	2.937,7
feb.	24.264,8	11.802,7	1.028,5	10.774,2	3.402,8	1.897,4	1.505,4	801,4	5.017,8	226,6	3.013,6
mar.	24.314,2	11.850,4	1.052,3	10.798,1	3.418,7	1.927,6	1.491,1	793,5	5.003,7	226,3	3.021,6
apr.	24.636,5	11.875,7	1.056,2	10.819,5	3.438,0	1.939,2	1.498,8	825,2	5.127,4	226,3	3.143,9
mag.	25.240,0	11.932,1	1.070,4	10.861,7	3.439,8	1.961,6	1.478,2	800,6	5.353,8	227,0	3.486,7
giu. (p)	25.260,5	12.044,3	1.085,7	10.958,6	3.518,5	1.986,4	1.532,2	785,9	5.269,9	229,5	3.412,2
	Transazioni										
2008	1.711,2	599,0	12,8	586,2	499,6	90,1	409,4	-56,0	-56,3	-3,0	728,9
2009	-649,7	20,5	34,9	-14,4	364,5	269,8	94,7	12,8	-467,7	7,8	-588,1
2010 1° trim.	271,0	31,0	30,1	0,9	53,0	71,6	-18,5	-13,1	52,7	-2,7	150,0
2° trim.	531,0	124,6	34,8	89,8	52,4	59,6	-7,2	1,0	-36,6	2,7	385,3
2010 gen.	126,6	-18,1	11,3	-29,5	2,2	8,6	-6,4	4,9	62,5	-0,7	75,8
feb.	118,6	-1,7	-4,9	3,3	34,4	31,9	2,5	-12,1	16,7	-1,8	83,0
mar.	25,8	50,8	23,7	27,1	16,4	31,1	-14,7	-6,0	-26,5	-0,1	-8,8
apr.	282,1	33,7	3,6	30,1	20,4	13,3	7,1	34,9	71,5	0,1	121,6
mag.	399,1	36,9	13,8	23,1	-0,5	20,9	-21,3	-20,6	37,5	0,7	345,0
giu. (p)	-150,2	54,0	17,4	36,6	32,5	25,5	7,1	-13,4	-145,6	2,0	-81,2

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [2)]	Obbligazioni [3)]	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze									
2008	24.127,6	722,9	259,8	9.707,1	725,7	2.831,6	1.615,2	4.782,1	3.562,7	-79,9
2009	23.866,5	770,1	246,8	10.057,2	646,9	2.762,4	1.802,3	4.240,0	3.369,6	-29,0
2010 1° trim.	24.314,2	768,7	267,5	10.048,2	628,1	2.837,9	1.831,7	4.424,5	3.556,6	-49,0
2° trim.	25.260,5	785,6	305,3	10.312,6	604,8	2.857,5	1.947,1	4.619,5	3.848,1	-20,3
2010 gen.	24.094,3	757,2	277,4	10.033,2	651,9	2.808,9	1.798,1	4.360,4	3.436,2	-29,1
feb.	24.264,8	759,7	273,5	10.035,6	643,7	2.803,6	1.814,1	4.423,5	3.523,4	-12,2
mar.	24.314,2	768,7	267,5	10.048,2	628,1	2.837,9	1.831,7	4.424,5	3.556,6	-49,0
apr.	24.636,5	772,7	247,6	10.135,7	633,7	2.853,2	1.840,5	4.550,2	3.669,7	-67,2
mag.	25.240,0	779,1	284,3	10.160,8	629,8	2.877,9	1.877,4	4.705,7	3.973,7	-49,0
giu. (p)	25.260,5	785,6	305,3	10.312,6	604,8	2.857,5	1.947,1	4.619,5	3.848,1	-20,3
	Transazioni									
2008	1.711,2	83,3	106,1	700,3	29,4	-31,8	139,0	93,1	616,2	-24,6
2009	-649,7	45,8	-4,5	288,8	-12,3	-54,8	142,7	-591,0	-506,9	42,5
2010 1° trim.	271,0	-1,3	20,7	-31,1	-20,1	49,8	0,5	75,4	190,7	-13,7
2° trim.	531,0	16,9	37,7	138,5	-27,3	-33,1	29,5	-58,1	400,9	25,5
2010 gen.	126,6	-12,8	30,7	-32,3	4,7	30,5	-8,8	56,3	72,6	-14,2
feb.	118,6	2,4	-3,9	-10,6	-8,2	-13,3	-1,0	28,9	101,7	22,5
mar.	25,8	9,1	-6,0	11,8	-16,6	32,6	10,4	-9,7	16,4	-22,0
apr.	282,1	4,0	-20,0	83,5	1,6	8,3	-1,0	96,5	121,2	-12,3
mag.	399,1	6,4	36,8	5,2	-4,0	-14,8	14,0	4,0	329,2	22,3
giu. (p)	-150,2	6,5	20,9	49,8	-24,9	-26,6	16,5	-158,6	-49,4	15,5

Fonte: BCE.

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

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

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

2.3 Statistiche monetarie [1)]

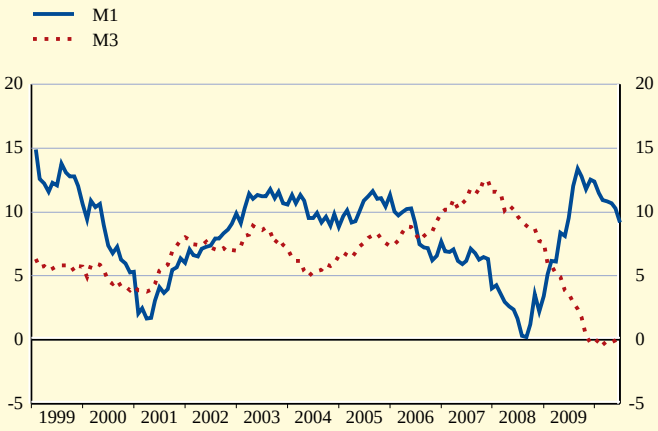
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari [2)] e loro contropartite

	M1	M2-M1	M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni [4)]	Attività nette sull'estero [3)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2008	3.980,2	4.033,1	8.013,3	1.372,0	9.385,4	-	6.286,8	2.576,2	12.966,7	10.777,2	-	437,2
2009	4.492,2	3.688,4	8.180,6	1.146,3	9.327,0	-	6.761,6	2.899,9	13.087,2	10.779,2	-	555,7
2010 1° trim.	4.567,8	3.653,8	8.221,5	1.103,0	9.324,5	-	6.908,9	2.979,0	13.097,2	10.803,2	-	590,8
2° trim.	4.662,6	3.630,9	8.293,5	1.129,7	9.423,2	-	7.134,2	3.048,5	13.238,4	10.931,3	-	656,3
2010 feb.	4.561,1	3.659,6	8.220,7	1.091,1	9.311,8	-	6.876,7	2.929,6	13.122,5	10.795,6	-	572,7
mar.	4.567,8	3.653,8	8.221,5	1.103,0	9.324,5	-	6.908,9	2.979,0	13.097,2	10.803,2	-	590,8
apr.	4.648,6	3.616,5	8.265,1	1.120,0	9.385,0	-	6.962,3	2.983,5	13.102,8	10.821,4	-	604,4
mag.	4.645,6	3.630,0	8.275,6	1.103,4	9.379,0	-	7.021,6	3.025,0	13.102,0	10.859,0	-	689,9
giu. [(p)]	4.662,6	3.630,9	8.293,5	1.129,7	9.423,2	-	7.134,2	3.048,5	13.238,4	10.931,3	-	656,3
	Transazioni											
2008	130,2	484,0	614,1	47,8	661,9	-	253,3	103,1	928,1	581,9	737,8	-150,3
2009	496,0	-368,3	127,7	-157,7	-30,0	-	420,7	308,8	83,7	-20,7	19,6	122,9
2010 1° trim.	71,6	-45,1	26,5	-43,7	-17,2	-	83,9	74,8	-6,4	7,8	-1,9	9,0
2° trim.	77,0	-32,6	44,5	23,9	68,4	-	-12,3	71,6	31,0	57,5	65,0	15,7
2010 feb.	21,2	-11,7	9,5	-8,6	0,9	-	3,4	27,3	19,6	21,6	18,7	-17,6
mar.	6,6	-6,2	0,4	11,1	11,5	-	22,7	50,2	-20,5	10,8	8,9	16,4
apr.	79,8	-39,4	40,4	13,1	53,4	-	35,6	5,9	16,7	26,9	28,3	-9,4
mag.	-10,1	6,7	-3,3	-16,7	-20,1	-	-9,0	39,5	-16,7	18,5	19,2	48,1
giu. [(p)]	7,3	0,1	7,4	27,6	35,0	-	-39,0	26,2	31,0	12,1	17,5	-23,0
	Variazioni percentuali											
2008	3,4	13,7	8,3	3,6	7,6	7,1	4,2	4,2	7,7	5,7	7,1	-150,3
2009	12,4	-9,1	1,6	-11,6	-0,3	-0,2	6,7	11,9	0,6	-0,2	0,2	122,9
2010 1° trim.	10,8	-8,0	1,6	-10,9	-0,1	-0,2	5,9	9,7	0,2	-0,2	-0,1	155,5
2° trim.	9,2	-7,2	1,4	-7,3	0,2	0,0	3,7	8,1	0,0	0,3	0,2	76,3
2010 feb.	11,0	-8,1	1,6	-12,6	-0,4	-0,2	5,7	9,2	0,3	-0,4	-0,2	139,2
mar.	10,8	-8,0	1,6	-10,9	-0,1	-0,2	5,9	9,7	0,2	-0,2	-0,1	155,5
apr.	10,7	-8,6	1,3	-10,0	-0,2	-0,1	6,0	8,7	0,4	0,2	0,2	87,9
mag.	10,3	-8,0	1,5	-9,8	-0,1	0,0	5,1	9,4	0,1	0,2	0,2	105,0
giu. [(p)]	9,2	-7,2	1,4	-7,3	0,2	.	3,7	8,1	0,0	0,3	0,2	76,3

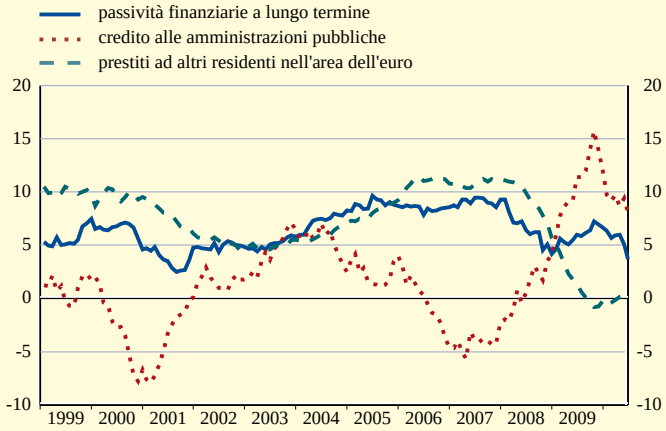
F1 Aggregati monetari [1)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite [1)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

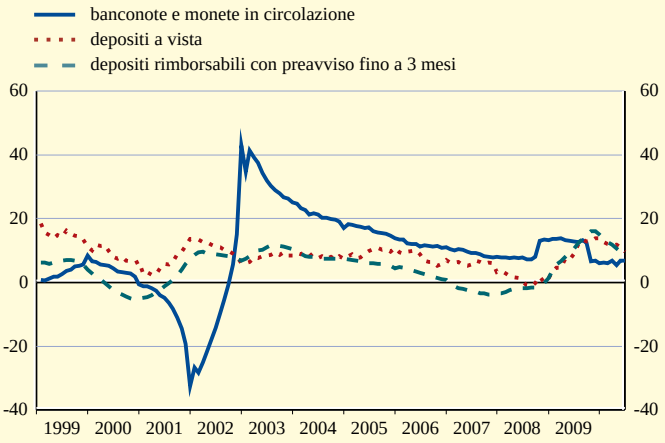
2.3 Statistiche monetarie [1)]

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

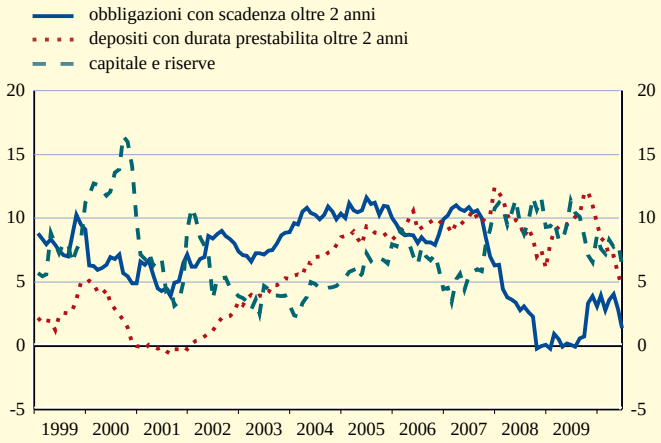
2. Componenti degli aggregati monetari e passività finanziarie a lungo termine

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2008	710,6	3.269,7	2.464,5	1.568,6	350,3	754,9	266,9	2.576,9	121,6	1.984,4	1.603,9
2009	755,3	3.736,9	1.883,0	1.805,4	340,3	673,5	132,6	2.642,3	131,9	2.198,3	1.789,1
2010 1° trim.	775,5	3.792,3	1.817,2	1.836,6	342,9	625,2	134,9	2.704,8	132,2	2.242,0	1.829,9
2° trim.	785,1	3.877,5	1.791,0	1.840,0	399,3	605,5	124,8	2.718,3	127,7	2.340,3	1.947,9
2010 feb.	764,8	3.796,3	1.830,1	1.829,5	323,6	641,7	125,8	2.685,2	131,2	2.245,2	1.815,1
mar.	775,5	3.792,3	1.817,2	1.836,6	342,9	625,2	134,9	2.704,8	132,2	2.242,0	1.829,9
apr.	769,2	3.879,3	1.773,6	1.843,0	359,2	624,2	136,6	2.721,1	131,2	2.261,2	1.848,7
mag.	780,4	3.865,2	1.784,2	1.845,8	358,2	615,9	129,3	2.743,0	129,0	2.254,3	1.895,3
giu. [(p)]	785,1	3.877,5	1.791,0	1.840,0	399,3	605,5	124,8	2.718,3	127,7	2.340,3	1.947,9
	Transazioni										
2008	83,6	46,5	463,4	20,5	47,0	32,6	-31,9	1,4	0,7	114,6	136,7
2009	43,4	452,6	-605,7	237,4	-10,1	-13,2	-134,4	79,6	8,9	191,4	140,8
2010 1° trim.	20,2	51,4	-75,3	30,2	2,4	-49,5	3,3	35,4	0,3	36,3	11,9
2° trim.	9,7	67,4	-43,4	10,8	56,2	-23,7	-8,5	-40,5	-3,6	0,0	31,8
2010 feb.	4,0	17,3	-20,6	8,9	14,9	-16,8	-6,7	-15,7	-0,5	14,4	5,2
mar.	10,7	-4,1	-13,4	7,1	19,2	-17,4	9,3	17,7	1,0	-3,5	7,6
apr.	-6,2	86,0	-45,6	6,2	16,3	-5,1	1,9	9,2	0,2	17,2	9,0
mag.	11,1	-21,2	4,4	2,4	-1,2	-8,3	-7,3	-17,6	-1,1	-13,9	23,5
giu. [(p)]	4,8	2,5	-2,2	2,3	41,1	-10,4	-3,1	-32,2	-2,7	-3,4	-0,7
	Variazioni percentuali										
2008	13,3	1,4	23,3	1,3	15,3	4,7	-10,6	0,1	0,5	6,1	9,3
2009	6,1	13,8	-24,4	15,1	-2,8	-1,8	-50,1	3,1	7,2	9,6	8,6
2010 1° trim.	6,8	11,7	-22,0	11,8	1,3	-11,8	-29,4	3,6	5,5	7,0	8,3
2° trim.	6,9	9,7	-19,5	8,7	15,9	-13,3	-29,1	1,4	-0,8	4,6	6,3
2010 feb.	6,0	12,0	-22,5	12,7	-1,2	-9,4	-41,0	2,8	5,9	8,1	7,2
mar.	6,8	11,7	-22,0	11,8	1,3	-11,8	-29,4	3,6	5,5	7,0	8,3
apr.	5,5	11,8	-22,6	10,6	7,2	-11,8	-32,3	4,1	4,7	7,0	7,8
mag.	6,8	11,0	-21,2	9,7	9,8	-12,4	-33,0	2,8	2,3	5,6	8,0
giu. [(p)]	6,9	9,7	-19,5	8,7	15,9	-13,3	-29,1	1,4	-0,8	4,6	6,3

F3 Componenti degli aggregati monetari [1)]
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine [1)]
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

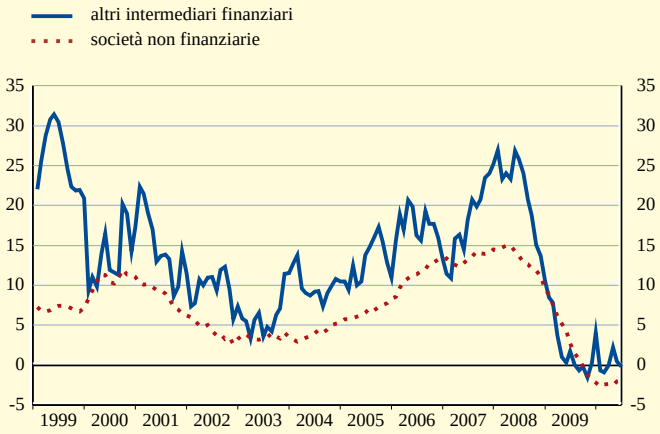
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione	Altri intermediari finanziari [3)]	Società non finanziarie				Famiglie [4)]			
	Totale	Totale	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze									
2008	104,9	973,0	4.822,5	1.381,6	961,1	2.479,8	4.876,8	631,0	3.482,3	763,5
2009	90,0	1.059,9	4.685,9	1.185,8	936,9	2.563,2	4.943,4	630,3	3.542,4	770,7
2010 1° trim.	87,4	1.048,7	4.684,9	1.169,7	926,4	2.588,7	4.982,3	622,4	3.581,0	778,8
2° trim.	86,9	1.092,1	4.668,8	1.133,8	918,4	2.616,6	5.083,5	636,4	3.634,9	812,2
2010 feb.	91,3	1.042,4	4.694,7	1.183,9	931,2	2.579,7	4.967,2	624,8	3.565,5	776,9
mar.	87,4	1.048,7	4.684,9	1.169,7	926,4	2.588,7	4.982,3	622,4	3.581,0	778,8
apr.	90,5	1.069,7	4.664,1	1.152,8	921,5	2.589,9	4.997,1	623,8	3.593,5	779,9
mag.	90,2	1.070,9	4.689,2	1.164,1	920,9	2.604,1	5.008,7	623,1	3.604,7	781,0
giu. [(p)]	86,9	1.092,1	4.668,8	1.133,8	918,4	2.616,6	5.083,5	636,4	3.634,9	812,2
	Transazioni									
2008	-3,7	87,2	418,7	86,8	119,8	212,0	79,8	10,4	52,3	17,1
2009	-13,6	35,9	-105,7	-181,0	-18,2	93,5	62,6	-0,9	51,2	12,3
2010 1° trim.	-2,8	-32,3	2,7	-10,5	-8,1	21,3	40,2	-4,1	36,4	7,9
2° trim.	-1,1	34,5	-14,2	-31,7	-4,5	22,0	38,3	-7,9	35,8	10,4
2010 feb.	3,7	-6,6	12,8	-2,2	1,9	13,0	11,7	-1,7	10,4	3,0
mar.	-4,0	3,7	-4,9	-7,6	-3,6	6,2	16,0	-0,5	14,5	2,0
apr.	3,1	19,5	-11,8	-16,5	-1,3	6,0	16,1	0,1	12,5	3,6
mag.	-0,5	-8,3	18,1	9,9	-1,7	9,9	9,3	-1,2	9,1	1,4
giu. [(p)]	-3,7	23,4	-20,5	-25,1	-1,5	6,1	12,9	-6,7	14,2	5,4
	Variazioni percentuali									
2008	-3,5	10,0	9,5	6,7	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009	-13,0	3,6	-2,2	-13,1	-1,9	3,8	1,3	-0,1	1,5	1,6
2010 1° trim.	-11,4	0,1	-2,3	-11,2	-4,1	3,0	2,2	-1,0	2,6	2,8
2° trim.	-13,4	-0,4	-1,9	-10,1	-4,6	3,3	2,8	-1,6	3,4	3,4
2010 feb.	-5,4	-0,6	-2,4	-12,0	-3,5	3,1	1,8	-0,8	2,1	2,7
mar.	-11,4	0,1	-2,3	-11,2	-4,1	3,0	2,2	-1,0	2,6	2,8
apr.	-7,4	2,3	-2,5	-11,4	-4,7	3,0	2,5	-0,3	2,9	3,1
mag.	-7,8	0,5	-2,1	-10,4	-4,7	3,2	2,6	-0,3	3,1	2,9
giu. [(p)]	-13,4	-0,4	-1,9	-10,1	-4,6	3,3	2,8	-1,6	3,4	3,4

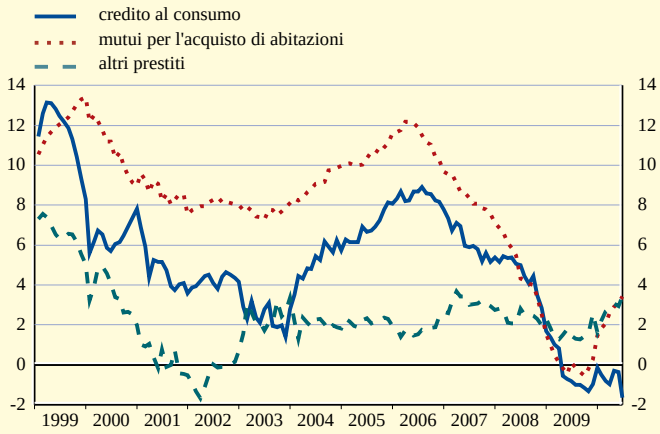
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

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

2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari [3)]				Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2009	80,3	57,4	7,0	15,9	1.052,9	593,4	186,2	273,3	4.692,3	1.181,7	937,3	2.573,2
2010 1° trim.	87,0	65,2	5,9	15,9	1.056,3	594,4	184,9	277,0	4.681,4	1.166,5	927,6	2.587,3
2° trim.	91,1	69,7	5,6	15,8	1.102,6	590,5	214,2	297,9	4.677,1	1.145,9	918,3	2.612,9
2010 apr.	92,1	70,2	6,1	15,9	1.077,5	613,5	186,1	277,9	4.668,2	1.156,5	923,0	2.588,7
mag.	93,8	71,7	5,8	16,3	1.083,5	617,0	186,0	280,5	4.688,0	1.160,9	922,9	2.604,3
giu. (p)	91,1	69,7	5,6	15,8	1.102,6	590,5	214,2	297,9	4.677,1	1.145,9	918,3	2.612,9
	Transazioni											
2009	-11,9	-11,8	0,9	-0,9	39,4	24,4	7,6	7,4	-105,0	-180,8	-18,0	93,8
2010 1° trim.	6,5	7,7	-1,2	0,0	-17,7	-15,1	-5,8	3,1	-7,1	-9,7	-7,4	9,9
2° trim.	3,5	4,0	-0,3	-0,2	36,5	28,1	5,2	3,2	-2,5	-16,3	-5,8	19,6
2010 apr.	5,1	4,9	0,2	0,0	19,6	18,3	0,7	0,6	-4,3	-9,6	-1,0	6,3
mag.	1,5	1,5	-0,4	0,4	-3,5	-2,9	-1,4	0,8	12,9	3,0	-1,3	11,1
giu. (p)	-3,1	-2,5	-0,1	-0,5	20,5	12,7	6,0	1,8	-11,0	-9,7	-3,5	2,3
	Variazioni percentuali											
2009	-13,1	-17,1	14,2	-4,8	4,1	4,3	4,4	3,1	-2,2	-13,1	-1,9	3,8
2010 1° trim.	-11,3	-12,7	-12,0	-3,2	-0,1	-0,7	-5,6	5,4	-2,3	-11,2	-4,1	3,0
2° trim.	-13,1	-14,7	-29,1	3,6	-0,2	-1,2	-3,9	5,1	-1,9	-10,1	-4,5	3,3
2010 apr.	-7,5	-8,2	-2,4	-5,3	2,2	3,6	-5,3	4,2	-2,5	-11,4	-4,7	3,0
mag.	-7,8	-8,5	-7,9	-3,9	0,4	0,4	-5,9	5,0	-2,1	-10,3	-4,8	3,2
giu. (p)	-13,1	-14,7	-29,1	3,6	-0,2	-1,2	-3,9	5,1	-1,9	-10,1	-4,5	3,3

3. Prestiti alle famiglie [4)]

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2009	4.954,8	632,3	135,5	195,0	301,8	3.550,9	14,8	60,9	3.475,1	771,6	146,2	87,3	538,1
2010 1° trim.	4.972,7	620,2	129,3	191,5	299,4	3.575,3	14,5	59,0	3.501,8	777,2	146,8	85,7	544,6
2° trim.	5.086,9	639,7	140,8	192,7	306,2	3.629,9	13,9	56,5	3.559,4	817,3	152,5	86,1	578,7
2010 apr.	4.981,1	621,4	128,9	191,9	300,7	3.582,7	14,6	58,9	3.509,2	777,0	145,5	84,1	547,4
mag.	4.995,7	621,0	130,0	190,1	300,9	3.595,9	14,7	58,7	3.522,5	778,8	144,6	84,2	550,0
giu. (p)	5.086,9	639,7	140,8	192,7	306,2	3.629,9	13,9	56,5	3.559,4	817,3	152,5	86,1	578,7
	Transazioni												
2009	63,1	-0,8	-1,3	-4,3	4,8	51,5	-2,6	-8,2	62,4	12,3	-7,8	-1,7	21,9
2010 1° trim.	19,2	-8,4	-5,2	-2,3	-0,8	22,3	-0,2	-1,6	24,1	5,3	0,1	-0,8	6,1
2° trim.	51,0	-2,4	1,7	-6,5	2,3	36,4	-0,7	-2,2	39,4	17,0	-0,6	-3,5	21,1
2010 apr.	9,7	0,0	-0,4	-0,5	0,9	7,4	0,0	-0,1	7,5	2,3	-1,2	-0,4	3,9
mag.	12,3	-1,0	0,3	-1,5	0,1	11,2	0,2	-0,3	11,3	2,1	-0,3	0,0	2,4
giu. (p)	29,0	-1,4	1,8	-4,5	1,3	17,9	-0,9	-1,8	20,6	12,6	0,8	-3,1	14,8
	Variazioni percentuali												
2009	1,3	-0,1	-0,9	-2,1	1,6	1,5	-15,2	-12,0	1,8	1,6	-5,1	-1,9	4,2
2010 1° trim.	2,2	-1,0	-2,9	-2,3	0,7	2,6	-11,7	-9,9	2,9	2,8	-2,4	-1,2	5,0
2° trim.	2,8	-1,6	-2,1	-5,1	0,9	3,4	-11,5	-11,2	3,8	3,4	-5,3	-5,3	7,4
2010 apr.	2,5	-0,3	-2,0	-1,7	1,4	2,9	-9,1	-10,0	3,2	3,1	-1,5	-2,1	5,2
mag.	2,6	-0,4	-0,9	-2,3	1,1	3,1	-8,1	-10,2	3,4	2,9	-1,2	-2,1	4,9
giu. (p)	2,8	-1,6	-2,1	-5,1	0,9	3,4	-11,5	-11,2	3,8	3,4	-5,3	-5,3	7,4

Fonte: BCE.

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

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

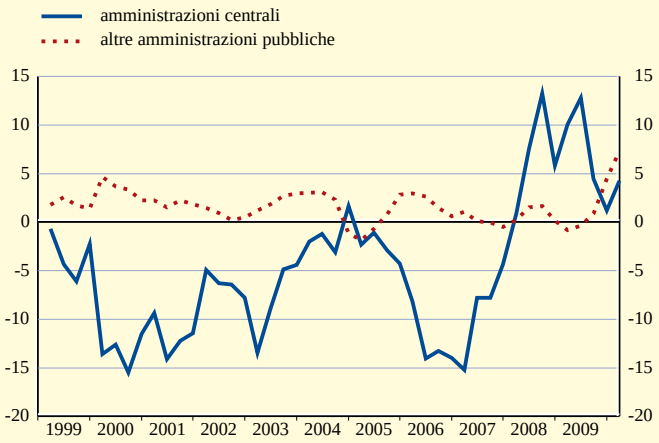
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche [3)]	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze									
2008	968,4	227,1	210,1	509,0	22,2	3.247,8	2.282,0	965,8	57,8	908,1
2009	1.002,3	229,9	211,0	527,7	33,8	2.826,3	1.917,4	908,9	46,3	862,6
2009 2° trim.	999,0	249,4	206,5	514,5	28,6	2.949,2	1.999,9	949,3	57,1	892,2
3° trim.	994,7	235,9	209,7	518,3	30,7	2.808,1	1.894,1	914,0	47,7	866,2
4° trim.	1.002,3	229,9	211,0	527,7	33,8	2.826,3	1.917,4	908,9	46,3	862,6
2010 1° trim. (p)	1.032,8	242,9	210,5	537,0	42,2	2.954,7	1.987,8	966,9	47,0	920,0
	Transazioni									
2008	13,7	12,4	-8,1	16,5	-7,2	-59,3	-85,8	26,4	0,3	26,1
2009	36,0	2,8	0,9	20,8	11,5	-385,5	-346,8	-39,3	-1,5	-37,8
2009 2° trim.	28,0	16,9	0,9	2,6	7,6	-72,3	-78,9	6,9	-1,1	8,1
3° trim.	-4,2	-13,4	3,2	3,9	2,1	-75,1	-70,0	-5,1	0,8	-5,9
4° trim.	10,2	-6,2	1,3	12,0	3,1	-4,0	10,6	-15,4	-1,4	-14,0
2010 1° trim. (p)	30,0	12,6	-0,4	9,4	8,5	54,0	24,1	29,6	-0,6	30,2
	Variazioni percentuali									
2008	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,5	-1,8	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009	3,7	1,2	0,5	4,1	52,0	-11,8	-15,1	-4,1	-3,1	-4,2
2009 2° trim.	2,6	12,8	-4,1	3,9	-31,9	-13,8	-16,5	-7,5	-7,8	-7,5
3° trim.	1,7	4,5	-0,2	4,4	-32,3	-18,2	-21,9	-9,4	-1,3	-9,9
4° trim.	3,7	1,2	0,5	4,1	52,0	-11,8	-15,1	-4,1	-3,1	-4,2
2010 1° trim. (p)	6,6	4,2	2,4	5,5	101,0	-3,2	-5,4	1,7	-4,7	2,1

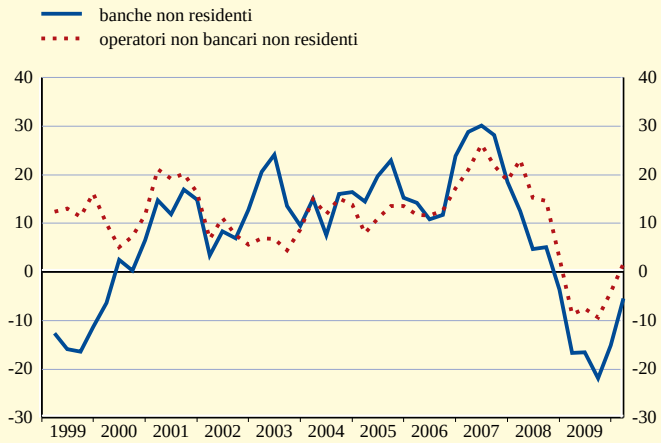
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

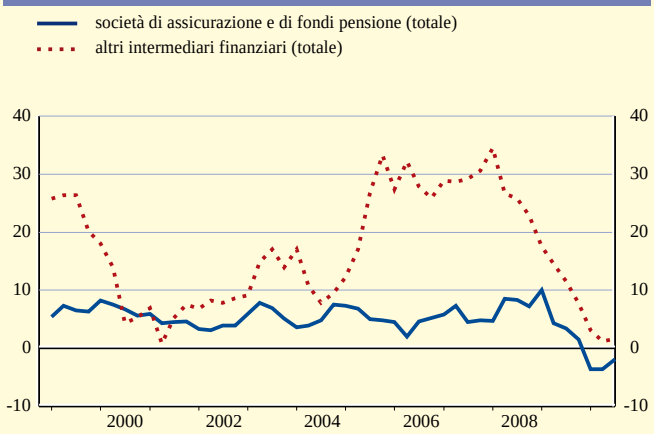
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari [3)]						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze													
2008	761,9	84,4	114,3	537,5	1,1	1,5	23,1	1.803,1	320,3	420,6	852,9	12,3	0,1	197,0
2009	738,3	84,2	87,0	543,3	2,2	1,4	20,2	1.873,1	313,4	335,3	957,6	15,9	0,0	250,9
2010 1° trim.	735,7	87,0	84,8	539,7	2,5	1,4	20,2	1.888,4	329,3	312,0	957,9	17,1	0,1	271,9
2° trim.	739,7	94,7	84,9	535,8	2,3	0,3	21,8	2.070,7	368,0	299,1	1.059,5	9,0	0,2	334,9
2010 feb.	736,4	90,3	85,6	539,5	2,3	1,4	17,3	1.897,4	334,4	327,4	962,9	17,0	0,2	255,5
mar.	735,7	87,0	84,8	539,7	2,5	1,4	20,2	1.888,4	329,3	312,0	957,9	17,1	0,1	271,9
apr.	735,9	88,4	84,7	540,6	2,5	1,4	18,3	1.950,5	367,5	301,9	967,2	18,3	0,2	295,4
mag.	732,7	91,3	87,3	536,4	2,4	0,3	15,0	1.954,0	369,4	299,8	967,4	12,4	0,2	304,8
giu. (p)	739,7	94,7	84,9	535,8	2,3	0,3	21,8	2.070,7	368,0	299,1	1.059,5	9,0	0,2	334,9
	Transazioni													
2008	69,4	12,4	42,8	12,3	-0,3	0,1	2,2	268,9	4,5	71,8	142,3	-0,3	-0,3	51,0
2009	-27,7	-1,0	-30,5	5,6	1,1	-0,1	-2,8	56,6	6,8	-93,7	85,8	3,7	0,0	54,1
2010 1° trim.	-3,9	2,7	-3,2	-3,7	0,3	0,0	0,0	-1,5	13,7	-30,1	-7,1	1,0	0,1	20,9
2° trim.	0,5	3,5	0,7	-6,1	-0,2	1,1	1,5	72,3	33,6	-19,8	3,8	-8,2	0,1	62,7
2010 feb.	-7,2	-3,8	2,4	-0,7	0,0	0,0	-5,0	9,2	-8,8	-0,9	-2,9	-0,1	0,1	21,8
mar.	-1,5	-3,3	-1,6	0,2	0,2	0,0	3,0	-10,5	-5,4	-16,1	-5,4	0,0	0,0	16,4
apr.	0,1	1,3	-0,2	-0,2	0,0	1,1	-1,9	58,8	37,3	-11,6	8,4	1,2	0,0	23,4
mag.	-5,2	2,6	2,3	-6,6	-0,1	0,0	-3,3	-4,9	-0,6	-3,8	-3,9	-6,0	0,1	9,2
giu. (p)	5,6	-0,4	-1,3	0,7	-0,1	0,0	6,8	18,4	-3,2	-4,4	-0,8	-3,4	0,0	30,1
	Variazioni percentuali													
2008	10,0	17,3	60,0	2,3	-23,4	-	10,5	17,6	1,4	20,9	20,0	-2,5	-	34,6
2009	-3,6	-1,1	-26,5	1,0	96,8	-	-12,3	3,1	2,0	-22,0	10,0	30,0	-	27,4
2010 1° trim.	-3,6	-4,7	-16,5	-1,1	53,8	-	-5,6	1,2	2,7	-15,2	3,1	18,1	-	15,9
2° trim.	-1,9	5,6	-6,9	-3,1	32,3	-	14,4	1,6	6,7	-16,1	-1,0	-37,2	-	31,2
2010 feb.	-3,2	-3,1	-14,6	-0,8	64,7	-	-18,9	3,1	2,1	-13,0	5,7	21,7	-	20,6
mar.	-3,6	-4,7	-16,5	-1,1	53,8	-	-5,6	1,2	2,7	-15,2	3,1	18,1	-	15,9
apr.	-3,6	-2,1	-15,6	-1,8	42,2	-	-12,1	2,8	11,4	-20,0	3,3	21,6	-	24,1
mag.	-3,4	8,4	-12,6	-3,2	28,7	-	-23,8	2,6	16,7	-20,0	0,9	-17,1	-	27,3
giu. (p)	-1,9	5,6	-6,9	-3,1	32,3	-	14,4	1,6	6,7	-16,1	-1,0	-37,2	-	31,2

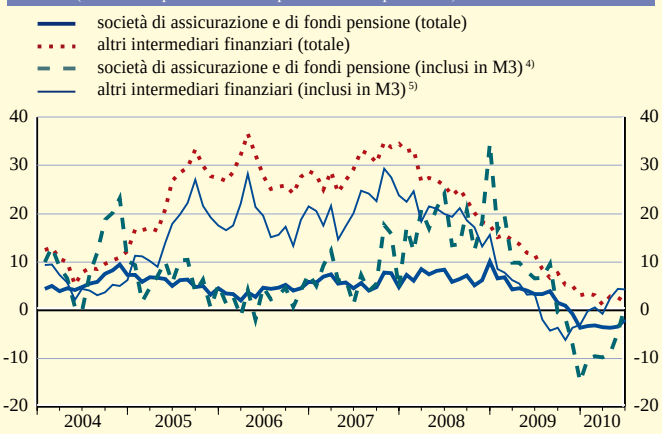
F9 Depositi totali per settore [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

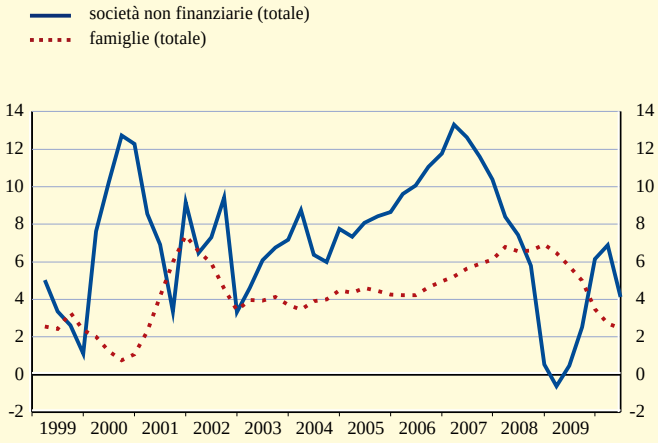
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie [3)]						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze													
2008	1.502,8	883,4	502,2	64,4	27,9	1,3	23,7	5.368,6	1.813,3	1.350,0	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009	1.603,3	1.001,2	434,7	80,7	68,7	1,7	16,3	5.590,9	2.155,6	988,5	605,6	1.680,2	123,7	37,3
2010 1° trim.	1.576,3	982,1	424,4	82,6	72,9	1,8	12,6	5.594,4	2.157,8	924,8	631,7	1.722,3	121,7	36,1
2° trim.	1.587,7	1.004,9	413,5	84,8	70,8	1,5	12,3	5.648,0	2.229,7	895,9	643,2	1.729,3	117,1	32,8
2010 feb.	1.534,7	954,1	414,8	81,7	70,7	1,8	11,7	5.611,7	2.176,5	935,8	625,0	1.715,9	121,6	37,0
mar.	1.576,3	982,1	424,4	82,6	72,9	1,8	12,6	5.594,4	2.157,8	924,8	631,7	1.722,3	121,7	36,1
apr.	1.587,9	995,3	417,9	86,3	73,7	1,9	12,8	5.609,2	2.182,7	908,1	636,0	1.728,7	119,8	33,9
mag.	1.596,1	1.004,0	415,5	88,1	74,1	1,8	12,7	5.618,8	2.191,1	902,1	641,1	1.734,2	118,1	32,3
giu. (p)	1.587,7	1.004,9	413,5	84,8	70,8	1,5	12,3	5.648,0	2.229,7	895,9	643,2	1.729,3	117,1	32,8
	Transazioni													
2008	7,8	-5,1	13,3	3,2	-3,4	-0,3	0,0	347,5	28,7	335,5	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2009	93,0	114,2	-70,1	15,0	40,8	0,4	-7,4	187,6	320,5	-371,3	85,6	190,5	8,6	-46,3
2010 1° trim.	-28,6	-20,5	-10,8	2,1	4,2	0,1	-3,7	1,2	2,1	-64,7	25,9	41,2	-2,0	-1,2
2° trim.	4,8	21,0	-17,5	2,1	-0,1	-0,3	-0,3	48,0	65,2	-33,3	12,6	12,7	-6,0	-3,3
2010 feb.	-14,2	-11,0	-4,0	0,2	2,0	0,0	-1,4	-0,8	2,1	-18,7	9,5	6,9	-0,6	0,0
mar.	42,9	28,4	10,5	0,9	2,2	0,1	0,8	-17,1	-18,7	-10,8	6,7	6,5	0,1	-0,9
apr.	11,3	13,2	-6,7	3,7	0,8	0,0	0,2	14,6	24,9	-16,7	4,3	6,2	-1,8	-2,2
mag.	2,0	5,7	-5,2	1,4	0,2	0,0	-0,1	6,6	7,2	-7,5	4,9	5,3	-1,7	-1,6
giu. (p)	-8,5	2,1	-5,7	-3,0	-1,2	-0,3	-0,4	26,7	33,1	-9,1	3,4	1,2	-2,4	0,6
	Variazioni percentuali													
2008	0,5	-0,6	2,8	5,4	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009	6,2	12,9	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,3	16,4	12,8	7,5	-55,4
2010 1° trim.	6,9	12,7	-10,6	17,2	89,7	37,2	-29,8	2,7	13,6	-27,8	20,5	10,0	5,3	-41,2
2° trim.	4,1	9,3	-11,3	18,2	46,3	2,1	-37,5	2,5	10,6	-24,9	20,2	8,1	-2,1	-35,5
2010 feb.	5,1	11,3	-12,9	18,1	100,9	32,4	-45,1	3,1	15,6	-28,4	19,7	10,8	5,8	-47,1
mar.	6,9	12,7	-10,6	17,2	89,7	37,2	-29,8	2,7	13,6	-27,8	20,5	10,0	5,3	-41,2
apr.	6,6	13,8	-12,7	20,5	68,0	33,7	-35,2	2,3	11,6	-26,8	20,5	9,1	3,5	-40,3
mag.	5,7	12,2	-12,2	21,7	56,8	30,4	-37,8	2,1	10,3	-25,9	20,5	8,7	0,7	-40,4
giu. (p)	4,1	9,3	-11,3	18,2	46,3	2,1	-37,5	2,5	10,6	-24,9	20,2	8,1	-2,1	-35,5

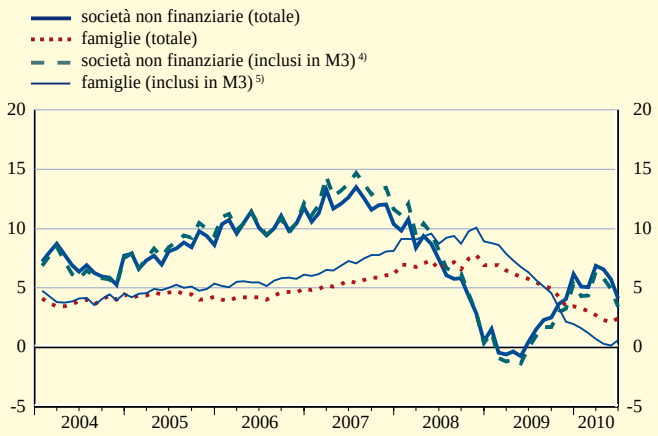
F11 Depositi totali per settore [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

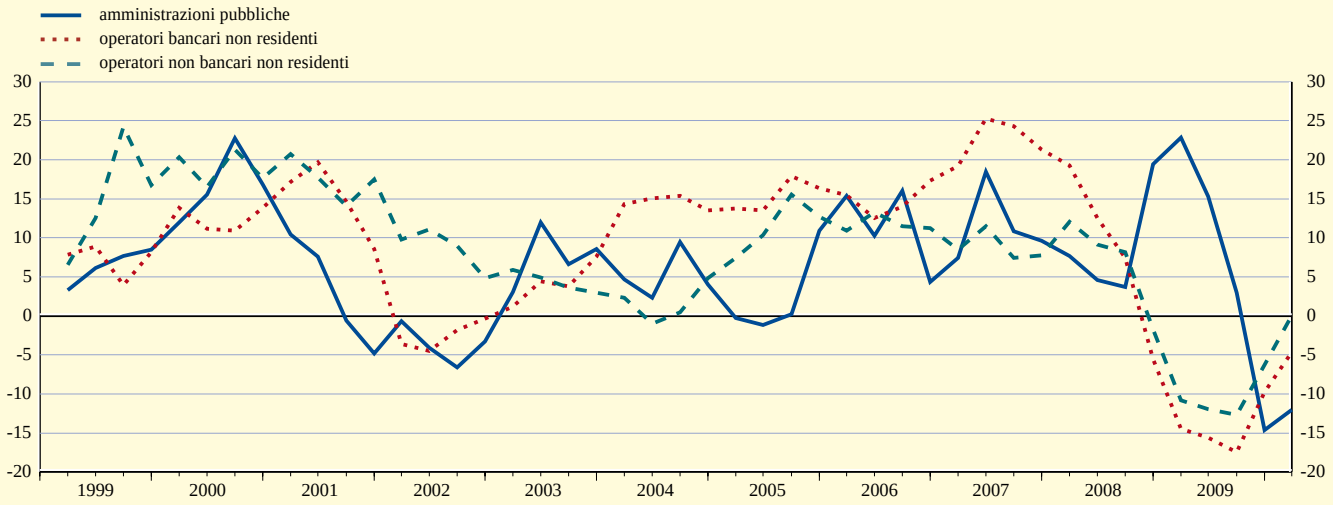
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche [3)]	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze									
2007	373,7	126,9	59,0	107,6	80,3	3.862,1	2.953,9	908,2	143,3	764,9
2008	445,0	191,0	52,3	115,9	85,8	3.715,5	2.818,1	897,4	65,8	831,7
2009 2° trim.	476,6	227,3	48,9	118,9	81,4	3.565,2	2.685,4	879,8	64,3	815,5
3° trim.	403,0	157,0	51,2	123,0	71,8	3.422,4	2.564,0	858,5	63,5	795,0
4° trim.	373,1	144,2	45,0	112,7	71,2	3.370,5	2.534,2	836,3	56,9	779,5
2010 1° trim. (p)	397,8	166,3	51,6	107,2	72,7	3.544,3	2.640,4	903,8	67,0	836,9
	Transazioni									
2008	72,8	63,5	-6,5	8,7	7,1	-183,5	-165,9	-17,6	-36,9	19,3
2009	-64,9	-38,2	-7,2	-4,0	-15,5	-331,6	-275,8	-55,8	-4,5	-51,3
2009 2° trim.	11,8	10,9	-1,6	4,5	-2,0	-61,4	-67,8	6,4	0,7	5,7
3° trim.	-62,1	-58,9	2,3	4,1	-9,6	-80,1	-73,1	-7,0	-0,2	-6,9
4° trim.	-30,2	-12,8	-6,1	-10,3	-0,9	-80,4	-56,3	-24,1	-2,7	-21,5
2010 1° trim. (p)	24,6	22,1	6,5	-5,5	1,5	94,0	49,5	44,4	9,1	35,4
	Variazioni percentuali									
2007	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,3	7,7	15,8	6,3
2008	19,5	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,6	-5,6	-1,8	-25,6	2,7
2009 2° trim.	15,3	43,7	-13,0	5,3	-4,9	-14,7	-15,6	-11,9	-21,9	-10,4
3° trim.	2,9	18,6	-16,6	8,2	-15,4	-16,3	-17,4	-12,7	-27,0	-10,3
4° trim.	-14,6	-20,1	-13,8	-3,4	-17,9	-8,9	-9,8	-6,2	-6,9	-6,2
2010 1° trim. (p)	-12,1	-17,5	2,0	-6,3	-13,3	-3,5	-5,4	2,3	11,9	1,6

F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

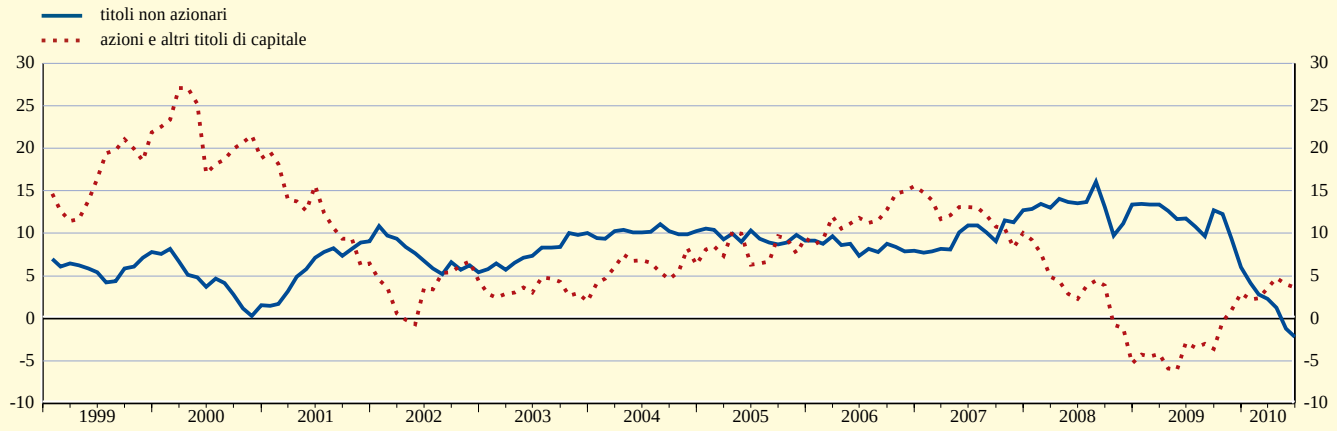
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM [1), 2)]

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2008	5.857,6	1.884,9	92,4	1.226,6	19,3	1.355,6	51,2	1.227,5	1.473,3	421,7	774,4	277,2
2009	6.209,6	1.971,7	109,2	1.467,9	16,1	1.457,3	39,4	1.148,0	1.515,9	434,7	800,2	281,0
2010 1° trim.	6.301,7	1.979,4	113,8	1.534,8	16,7	1.442,7	40,0	1.174,2	1.517,0	446,5	781,8	288,6
2° trim.	6.322,8	1.913,2	117,2	1.551,3	18,5	1.492,7	29,8	1.200,2	1.528,6	456,3	775,0	297,3
2010 feb.	6.275,5	1.964,1	109,6	1.507,4	16,3	1.456,8	40,6	1.180,7	1.516,0	442,6	790,1	283,2
mar.	6.301,7	1.979,4	113,8	1.534,8	16,7	1.442,7	40,0	1.174,2	1.517,0	446,5	781,8	288,6
apr.	6.308,5	1.965,3	113,9	1.544,5	17,0	1.449,8	40,3	1.177,6	1.561,4	457,5	813,7	290,2
mag.	6.272,2	1.942,5	115,7	1.535,2	17,8	1.440,6	28,4	1.192,0	1.544,3	465,7	789,6	289,0
giu. (p)	6.322,8	1.913,2	117,2	1.551,3	18,5	1.492,7	29,8	1.200,2	1.528,6	456,3	775,0	297,3
	Transazioni											
2008	696,1	214,4	5,9	38,3	1,9	389,7	19,0	26,9	-84,8	22,4	-56,5	-50,7
2009	353,3	83,0	16,6	230,7	-3,2	102,7	-12,0	-64,6	43,2	29,3	12,0	1,9
2010 1° trim.	46,5	6,3	-0,4	65,1	-0,3	-17,3	-2,1	-4,8	10,2	13,3	-13,1	10,0
2° trim.	-105,8	-67,8	-7,7	15,2	-0,4	5,2	-13,8	-36,4	22,1	12,2	1,0	9,0
2010 feb.	9,0	-14,3	-2,7	26,4	-3,1	3,8	-1,3	0,3	-15,0	-4,0	-12,1	1,1
mar.	22,8	15,6	3,6	28,7	0,4	-13,7	-1,2	-10,5	6,3	4,5	-6,0	7,8
apr.	-3,6	-12,6	-1,4	10,3	-0,1	6,9	-0,2	-6,5	48,8	12,7	34,9	1,2
mag.	-85,4	-21,4	-5,1	-9,8	-0,6	-7,3	-14,4	-26,6	-10,8	9,4	-20,6	0,3
giu. (p)	-16,8	-33,8	-1,1	14,7	0,3	5,6	0,8	-3,4	-15,9	-10,0	-13,4	7,4
	Variazioni percentuali											
2008	13,4	12,8	8,1	3,2	9,9	39,9	57,2	2,2	-5,3	5,3	-6,7	-15,3
2009	6,0	4,4	17,5	18,7	-16,0	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,7
2010 1° trim.	2,3	-0,5	7,7	12,0	-19,1	3,1	-23,2	-4,1	3,5	7,5	0,6	5,8
2° trim.	-2,2	-5,5	-3,3	6,6	-23,2	-0,4	-47,9	-7,0	3,6	8,5	-0,4	7,7
2010 feb.	2,8	-0,7	5,4	13,5	-18,5	5,8	-24,8	-5,1	2,4	6,8	0,4	1,3
mar.	2,3	-0,5	7,7	12,0	-19,1	3,1	-23,2	-4,1	3,5	7,5	0,6	5,8
apr.	1,2	-2,6	9,6	11,4	-19,8	1,7	-23,1	-4,1	4,8	9,0	2,2	5,5
mag.	-1,2	-4,9	-2,0	8,9	-19,8	0,3	-49,1	-6,4	4,0	10,0	0,1	5,7
giu. (p)	-2,2	-5,5	-3,3	6,6	-23,2	-0,4	-47,9	-7,0	3,6	8,5	-0,4	7,7

F14 Disponibilità in titoli delle IFM [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM [1), 2)]
(miliardi di euro)

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

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

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

	Società non finanziarie				Non residenti nell'area dell'euro		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,8	-4,1	-9,1	-4,6	-6,6	-3,4	-3,2
2009	-35,4	-12,7	-12,5	-10,2	-6,8	-2,6	-4,2
2009 4° trim.	-15,2	-5,3	-6,3	-3,7	-2,1	-0,5	-1,6
2010 1° trim.	-11,4	-7,1	-4,0	-0,3	-1,0	-0,4	-0,6
2° trim.	-16,7	-4,8	-6,1	-5,9	-1,0	-0,2	-0,8
2010 apr.	-6,5	-1,2	-2,4	-3,0	-0,1	-0,1	-0,1
mag.	-5,3	-2,2	-1,6	-1,4	-0,5	-0,1	-0,3
giu. [(p)]	-5,0	-1,4	-2,1	-1,5	-0,4	0,0	-0,4

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

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

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

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

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

1. Depositi

	IFM [3)]							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro [4)]	Altre valute					Tutte le valute (consistenze)	Euro [4)]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Residenti dell'area dell'euro													
2007	6.087,5	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.054,4	95,8	4,2	2,2	0,4	0,1	0,5
2008	6.858,8	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.881,4	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 2° trim.	6.625,7	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10.145,9	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,5
3° trim.	6.287,5	92,4	7,6	4,8	0,4	1,1	0,8	10.061,2	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
4° trim.	6.287,1	93,0	7,0	4,4	0,3	1,1	0,7	10.178,7	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010 1° trim. [(p)]	6.226,5	93,1	6,9	4,1	0,3	1,2	0,8	10.192,5	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
	Non residenti dell'area dell'euro													
2007	2.953,9	47,0	53,0	33,5	2,9	2,4	11,0	908,2	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008	2.818,1	48,3	51,7	33,4	2,8	2,6	10,2	897,4	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 2° trim.	2.685,4	49,0	51,0	33,2	1,6	2,6	10,7	879,8	51,9	48,1	32,5	1,8	1,8	7,8
3° trim.	2.564,0	49,1	50,9	34,3	1,5	2,5	9,5	858,5	54,1	45,9	30,6	1,5	1,6	7,7
4° trim.	2.534,2	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,3	53,5	46,5	31,4	1,1	1,8	7,5
2010 1° trim. [(p)]	2.640,4	50,1	49,9	32,9	2,2	2,2	9,4	903,8	54,9	45,1	31,9	1,1	1,3	6,1

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro [4)]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008	5.111,7	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 2° trim.	5.225,1	83,6	16,4	8,3	1,8	1,8	2,7
3° trim.	5.203,1	84,0	16,0	8,2	1,8	1,9	2,3
4° trim.	5.179,1	83,3	16,7	8,7	1,7	1,9	2,5
2010 1° trim. [(p)]	5.294,8	82,5	17,5	9,5	1,6	1,9	2,5

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

3. Prestiti

	IFM [3)]							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro [4)]	Altre valute					Tutte le valute (consistenze)	Euro [4)]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Residenti nell'area dell'euro													
2007	5.794,2	-	-	-	-	-	-	11.098,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6
2008	6.312,0	-	-	-	-	-	-	11.740,6	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4
2009 2° trim.	6.215,5	-	-	-	-	-	-	11.835,0	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5
3° trim.	5.911,3	-	-	-	-	-	-	11.763,1	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4
4° trim.	5.921,1	-	-	-	-	-	-	11.782,6	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4
2010 1° trim. (p)	5.919,3	-	-	-	-	-	-	11.830,1	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,4
	Non residenti nell'area dell'euro													
2007	2.344,5	48,2	51,8	28,8	2,3	2,4	12,7	955,7	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008	2.282,0	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,8	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4
2009 2° trim.	1.999,9	45,2	54,8	29,6	2,8	3,2	13,5	949,3	40,2	59,8	42,5	1,1	3,9	7,6
3° trim.	1.894,1	45,5	54,5	29,9	2,7	3,1	12,6	914,0	40,4	59,6	41,9	1,5	3,8	7,6
4° trim.	1.917,4	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	12,6	908,9	40,1	59,9	42,0	1,2	3,7	8,0
2010 1° trim. (p)	1.987,8	46,6	53,4	29,8	2,6	3,0	11,2	966,9	40,2	59,8	42,5	1,3	3,4	7,5

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM [3)]							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro [4)]	Altre valute					Tutte le valute (consistenze)	Euro [4)]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Emessi da residenti nell'area dell'euro													
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.210,3	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008	1.977,4	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.652,7	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 2° trim.	2.123,6	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,4	2.961,9	97,7	2,3	1,5	0,2	0,1	0,3
3° trim.	2.118,3	95,1	4,9	2,9	0,2	0,3	1,3	2.998,1	97,9	2,1	1,4	0,2	0,1	0,4
4° trim.	2.080,8	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,7	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010 1° trim. (p)	2.093,2	94,6	5,4	3,2	0,2	0,3	1,4	3.034,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
	Emessi da non residenti nell'area dell'euro													
2007	582,4	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,3	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008	580,7	54,1	45,9	28,6	0,9	0,5	13,3	646,8	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009 2° trim.	571,0	55,3	44,7	24,6	1,7	1,4	14,6	633,1	33,5	66,5	41,4	4,0	0,9	15,0
3° trim.	562,7	56,3	43,7	25,3	0,6	0,5	14,7	618,5	34,8	65,2	39,3	4,2	0,9	15,1
4° trim.	547,2	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	600,9	34,9	65,1	38,5	4,2	0,9	15,2
2010 1° trim. (p)	562,4	55,3	44,7	28,0	0,4	0,5	14,8	611,8	32,9	67,1	39,9	4,2	0,9	14,9

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

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

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di fondi di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
	Consistenze in essere						
2009 nov.	5.240,8	340,4	2.043,5	1.562,3	693,6	208,2	392,8
dic.	5.370,6	343,7	2.076,7	1.673,4	709,0	212,6	355,2
2010 gen.	5.453,5	353,3	2.120,1	1.650,3	726,7	215,5	387,7
feb.	5.527,4	355,6	2.146,3	1.670,2	741,5	216,8	397,0
mar.	5.779,1	350,5	2.209,7	1.802,9	767,0	233,7	415,4
apr.	5.863,9	358,2	2.232,7	1.817,7	780,6	235,1	439,6
mag. (p)	5.818,5	367,1	2.253,1	1.751,6	772,5	236,3	438,0
	Transazioni						
2009 3° trim.	173,1	-9,0	69,9	112,6	9,1	2,7	-12,1
4° trim.	87,2	-11,9	58,2	42,7	15,5	5,9	-23,2
2010 1° trim.	184,6	-3,3	65,9	30,5	29,9	17,8	43,8

2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse				Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro		Detenute da non residenti nell'area dell'euro	
					Fondi di investimento		
	1	2	3	4	5	6	7
	Consistenze in essere						
2009 nov.	5.240,8	98,2	4.808,0	3.911,5	528,8	896,5	334,6
dic.	5.370,6	101,2	4.965,2	4.020,1	539,6	945,1	304,2
2010 gen.	5.453,5	101,1	5.014,7	4.042,9	546,7	971,8	337,7
feb.	5.527,4	101,0	5.077,1	4.082,1	559,3	995,0	349,3
mar.	5.779,1	113,1	5.293,0	4.221,8	582,6	1.071,2	373,0
apr.	5.863,9	120,7	5.354,3	4.234,9	594,0	1.119,4	389,0
mag. (p)	5.818,5	115,6	5.298,4	4.173,7	582,3	1.124,6	404,5
	Transazioni						
2009 3° trim.	173,1	0,8	186,2	94,7	16,7	91,4	-13,9
4° trim.	87,2	4,0	107,7	77,1	15,3	30,6	-24,5
2010 1° trim.	184,6	5,4	132,4	96,2	22,2	36,2	46,8

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

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento						Fondi suddivisi per tipologia		Per memoria: fondi comuni monetari
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	*Hedge fund*	Altri fondi	Fondi aperti	Fondi chiusi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze in essere									
2009 ott.	4.747,0	1.547,8	1.323,7	1.178,3	232,3	78,8	386,2	4.679,3	67,7	1.246,2
nov.	4.808,0	1.561,5	1.350,4	1.194,1	234,9	78,8	388,3	4.740,5	67,5	1.223,7
dic.	4.965,2	1.577,6	1.451,1	1.215,6	240,3	84,4	396,1	4.893,8	71,4	1.201,6
2010 gen.	5.014,7	1.613,9	1.422,4	1.237,8	242,5	93,7	404,4	4.944,7	70,0	1.215,5
feb.	5.077,1	1.639,3	1.441,4	1.248,5	244,3	95,6	408,0	5.006,4	70,7	1.202,0
mar.	5.293,0	1.701,7	1.551,6	1.272,3	250,5	97,9	419,1	5.218,4	74,6	1.174,8
apr.	5.354,3	1.727,1	1.569,1	1.286,6	249,3	99,7	422,4	5.279,7	74,6	1.182,5
mag. (p)	5.298,4	1.741,4	1.501,8	1.281,2	249,1	104,9	420,0	5.222,1	76,3	1.190,1
	Transazioni									
2009 nov.	20,0	8,6	5,3	4,4	1,2	-0,5	1,0	20,0	-0,1	-18,6
dic.	51,1	4,9	18,8	15,4	7,0	2,7	2,2	47,3	3,7	-36,7
2010 gen.	60,9	20,2	10,6	11,2	7,9	7,3	3,8	60,2	0,8	3,0
feb.	21,8	13,3	4,1	3,0	1,1	0,2	0,0	21,6	0,1	-16,7
mar.	49,7	39,4	2,5	-5,6	1,2	3,6	8,6	48,3	1,4	-30,1
apr.	28,6	15,3	-0,9	11,6	0,5	-0,1	2,2	28,9	-0,3	-2,2
mag. (p)	-6,0	2,3	-12,3	1,7	-1,4	1,6	2,1	-7,6	1,6	-15,7

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie		Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze in essere										
2009 2° trim.	1.872,9	1.293,8	357,9	635,7	173,3	4,0	122,9	579,1	161,9	234,6	21,8
3° trim.	1.998,6	1.384,6	388,6	669,0	186,0	4,9	136,2	614,0	180,2	234,4	21,8
4° trim.	2.076,7	1.413,3	387,7	689,1	186,8	5,5	144,3	663,3	198,8	252,0	15,9
2010 1° trim. (p)	2.209,7	1.463,1	392,5	710,1	199,5	5,9	155,1	746,6	211,4	290,2	15,3
	Transazioni										
2009 3° trim.	69,9	47,6	10,6	20,9	6,1	0,3	9,7	22,2	11,2	3,5	-1,0
4° trim.	58,2	23,9	-2,9	19,0	0,2	0,5	7,1	34,3	15,9	13,3	-6,2
2010 1° trim. (p)	65,9	24,4	0,3	9,0	8,2	0,0	6,8	41,5	10,7	16,4	-1,6

2. Azioni e altri titoli (diversi dai fondi di investimento e dai fondi comuni monetari)

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie		Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze in essere										
2009 2° trim.	1.251,3	565,6	69,5	-	28,7	16,8	450,4	685,8	110,8	210,9	59,7
3° trim.	1.544,6	701,4	97,2	-	35,8	24,8	543,4	843,2	127,0	265,1	61,8
4° trim.	1.673,4	723,3	97,5	-	36,1	23,8	565,7	950,1	138,4	295,4	65,8
2010 1° trim. (p)	1.802,9	742,3	92,8	-	37,5	28,3	583,5	1.060,5	147,2	327,8	75,3
	Transazioni										
2009 3° trim.	112,6	34,6	7,5	-	4,1	2,3	20,6	78,0	2,4	34,0	1,4
4° trim.	42,7	3,4	4,6	-	1,0	-0,7	-1,5	39,3	3,2	7,4	3,5
2010 1° trim. (p)	30,5	8,7	-0,1	-	0,6	1,8	6,4	21,8	0,2	1,8	0,9

3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM [2]	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari [2]	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie		Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze in essere										
2009 2° trim.	628,0	540,2	82,9	-	457,3	-	-	87,9	12,9	16,2	0,4
3° trim.	680,4	592,0	78,1	-	514,0	-	-	88,4	14,5	18,9	0,3
4° trim.	709,0	614,1	74,4	-	539,6	-	-	95,0	15,7	19,0	0,3
2010 1° trim. (p)	767,0	654,1	71,5	-	582,6	-	-	112,9	18,2	33,5	0,5
	Transazioni										
2009 3° trim.	9,1	10,5	-6,2	-	16,7	-	-	-1,5	0,9	-0,3	0,0
4° trim.	15,5	10,9	-4,4	-	15,3	-	-	4,6	0,9	-0,4	0,1
2010 1° trim. (p)	29,9	18,4	-3,7	-	22,2	-	-	11,5	1,3	12,2	0,2

Fonte: BCE.

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

2) Le quote dei fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) sono emesse da altri intermediari finanziari. Le quote dei fondi comuni monetari sono emesse dalle IFM.

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

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

Impieghi 1° trim. 2010	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Ammini-strazioni pubbliche	Resto del mondo
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						461,8
Saldo commerciale [1]						-4,3
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.049,1	105,7	658,8	52,7	232,0	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	17,6	3,3	7,3	3,2	3,8	
Consumo di capitale fisso	353,1	97,5	197,3	11,6	46,7	
Margine operativo netto e reddito misto [1]	557,5	279,9	237,3	39,7	0,5	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						
Redditi da lavoro dipendente						4,9
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	623,5	36,4	234,3	290,8	62,0	86,2
Interessi	363,9	34,0	62,6	205,4	62,0	48,2
Altri redditi da capitale	259,6	2,4	171,7	85,4	0,0	38,0
Reddito nazionale netto [1]	1.843,1	1.521,1	78,8	42,3	200,8	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	221,4	197,8	19,0	4,5	0,2	1,5
Contributi sociali	404,4	404,4				0,7
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	444,0	1,5	15,9	33,0	393,6	1,1
Altri trasferimenti correnti	199,2	70,6	26,8	46,4	55,4	8,1
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44,7	32,3	10,8	0,9	0,7	1,5
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44,8			44,8		0,6
Altro	109,7	38,2	16,0	0,7	54,7	6,0
Reddito netto disponibile [1]	1.806,5	1.380,3	44,4	51,4	330,4	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.774,1	1.295,3			478,7	
Spese per consumi individuali	1.587,8	1.295,3			292,5	
Spese per consumi collettivi	186,3				186,3	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14,0	0,1	0,4	13,5	0,0	0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero [1]	32,5	98,9	44,0	38,0	-148,4	38,4
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	424,0	130,0	237,1	10,1	46,9	
Investimenti fissi lordi	407,6	127,8	223,3	10,0	46,6	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	16,4	2,2	13,8	0,1	0,2	
Consumo di capitale fisso	-0,1	-1,6	1,1	-0,1	0,5	0,1
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	40,2	7,9	-0,8	1,0	32,1	4,8
Trasferimenti in conto capitale	5,5	5,3	0,2	0,0		0,0
Imposte in conto capitale	34,8	2,6	-1,0	1,0	32,1	4,8
Altri trasferimenti in conto capitale	-35,9	73,7	19,6	48,6	-177,8	35,9
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) [1]	0,0	3,5	-3,5	0,0	0,0	0,0
Discrepanza statistica	0,0	2,3	-2,3	0,0	0,0	0,0

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per i dettagli del calcolo delle poste di saldo, cfr. le Note tecniche.

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

(miliardi di euro)

Risorse 1° trim. 2010	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Ammini-strazioni pubbliche	Resto del mondo
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						457,5
Saldo commerciale						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	1.977,3	486,4	1.100,7	107,3	283,0	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	225,1					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) [2]	2.202,4					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
Margine operativo netto e reddito misto						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	557,5	279,9	237,3	39,7	0,5	
Redditi da lavoro dipendente	1.051,7	1.051,7				2,4
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	241,7				241,7	1,0
Redditi da capitale	615,8	225,9	75,7	293,4	20,7	93,9
Interessi	348,3	54,0	32,8	254,6	6,9	63,8
Altri redditi da capitale	267,5	172,0	42,9	38,9	13,7	30,1
Reddito nazionale netto						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.843,1	1.521,1	78,8	42,3	200,8	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	222,0				222,0	0,9
Contributi sociali	404,0	1,2	16,2	47,2	339,4	1,2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	442,3	442,3				2,8
Altri trasferimenti correnti	164,2	89,9	11,0	45,8	17,4	43,1
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44,8			44,8		1,5
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	43,7	34,6	8,1	0,6	0,3	1,6
Altro	75,7	55,3	2,9	0,4	17,1	40,0
Reddito netto disponibile						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.806,5	1.380,3	44,4	51,4	330,4	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14,0	14,0				0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	32,5	98,9	44,0	38,0	-148,4	38,4
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	353,1	97,5	197,3	11,6	46,7	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	42,7	13,7	15,7	9,9	3,4	2,3
Imposte in conto capitale	5,5				5,5	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	37,2	13,7	15,7	9,9	-2,1	2,3
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)						
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 1° trim. 2010	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.162,0	15.952,6	32.354,5	13.018,5	6.468,6	3.420,4	15.248,2
Oro monetario e DSP				316,9				
Banconote, monete e depositi		6.425,4	1.827,9	9.428,6	1.978,6	852,3	652,7	3.634,9
Titoli di debito a breve termine		45,0	141,1	611,0	291,7	386,2	35,2	833,9
Titoli di debito a lungo termine		1.374,6	216,6	6.301,6	2.122,0	2.074,6	350,3	3.226,1
Prestiti		73,9	2.885,2	12.686,7	3.199,5	421,6	452,0	1.766,0
di cui a lungo termine		57,0	1.632,6	9.819,9	2.324,3	317,1	366,5	.
Azioni e altre partecipazioni		4.264,5	7.333,3	2.062,8	5.173,6	2.272,3	1.286,0	5.210,7
Azioni quotate		737,5	1.261,5	503,5	1.797,9	423,3	283,8	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.117,2	5.692,8	1.224,4	2.694,7	481,3	854,9	.
Quote di fondi di investimento		1.409,9	379,0	334,9	681,0	1.367,7	147,4	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.475,8	145,1	1,9	0,0	198,8	3,9	181,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		502,8	3.403,4	945,0	253,2	262,8	640,2	395,2
Ricchezza finanziaria netta								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		105,0	99,8	155,4	153,6	123,6	-13,2	241,9
Oro monetario e DSP				-0,2				0,2
Banconote, monete e depositi		-3,5	-30,9	3,2	-20,4	-2,9	7,4	89,1
Titoli di debito a breve termine		-6,5	9,1	17,0	-4,0	0,6	-9,1	2,3
Titoli di debito a lungo termine		-9,2	12,5	57,5	69,2	75,9	-4,5	79,8
Prestiti		-1,7	76,5	26,9	83,7	6,8	-2,5	-15,1
di cui a lungo termine		-1,7	30,9	27,1	38,4	6,0	-1,1	.
Azioni e altre partecipazioni		27,9	24,8	-11,0	24,1	31,0	9,6	70,3
Azioni quotate		11,0	15,8	8,1	16,6	-1,7	0,3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		13,7	12,6	-15,7	-21,6	2,4	6,1	.
Quote di fondi di investimento		3,1	-3,6	-3,4	29,1	30,3	3,2	.
Riserve tecniche di assicurazione		87,6	2,1	0,0	0,0	6,7	0,0	4,4
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		10,5	5,7	62,1	0,9	5,6	-14,0	10,9
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		108,3	262,6	179,8	235,7	102,5	14,0	375,9
Oro monetario e DSP				23,3				
Banconote, monete e depositi		3,8	4,3	53,7	29,0	2,2	-0,2	84,3
Titoli di debito a breve termine		1,6	4,5	3,2	11,1	0,8	0,6	2,7
Titoli di debito a lungo termine		-4,0	3,0	30,4	35,4	18,6	4,0	96,3
Prestiti		0,0	26,3	45,4	2,7	0,1	-0,3	12,1
di cui a lungo termine		0,0	15,5	15,3	6,4	-0,5	-5,3	.
Azioni e altre partecipazioni		52,0	211,2	23,2	155,6	74,9	8,8	176,2
Azioni quotate		29,0	34,3	11,0	88,8	14,7	8,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		3,9	160,2	8,9	59,4	6,2	-2,7	.
Quote di fondi di investimento		19,1	16,7	3,4	7,4	54,0	3,5	.
Riserve tecniche di assicurazione		58,2	0,1	0,0	0,0	3,9	0,0	-1,5
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-3,3	13,1	0,5	2,0	2,0	1,0	5,8
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.375,2	16.315,0	32.689,7	13.407,8	6.694,7	3.421,2	15.865,8
Oro monetario e DSP				340,0				
Banconote, monete e depositi		6.425,6	1.801,3	9.485,5	1.987,2	851,6	659,9	3.808,3
Titoli di debito a breve termine		40,0	154,7	631,2	298,8	387,6	26,7	838,9
Titoli di debito a lungo termine		1.361,4	232,1	6.389,5	2.226,6	2.169,1	349,8	3.402,1
Prestiti		72,3	2.988,0	12.759,0	3.285,8	428,5	449,1	1.763,0
di cui a lungo termine		55,2	1.679,0	9.862,4	2.369,1	322,7	360,2	.
Azioni e altre partecipazioni		4.344,4	7.569,3	2.075,1	5.353,3	2.378,3	1.304,5	5.457,1
Azioni quotate		777,5	1.311,6	522,6	1.903,3	436,4	292,1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.134,8	5.865,6	1.217,6	2.732,5	489,9	858,2	.
Quote di fondi di investimento		1.432,1	392,1	334,9	717,4	1.452,0	154,1	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.621,6	147,3	1,9	0,0	209,3	3,9	184,2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		510,0	3.422,3	1.007,5	256,0	270,4	627,2	411,9
Ricchezza finanziaria netta								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività 1° trim. 2010	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.571,1	24.743,7	31.589,9	12.908,3	6.557,3	8.206,3	13.731,2
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			29,2	22.013,3	23,8	0,0	233,9	2.500,2
Titoli di debito a breve termine			303,0	688,0	69,0	9,6	1.007,6	266,9
Titoli di debito a lungo termine			524,1	4.561,1	2.604,2	40,7	5.166,7	2.768,9
Prestiti		5.891,5	8.206,0		2.894,0	244,6	1.351,6	2.897,3
di cui a lungo termine		5.532,1	5.788,7		1.586,4	96,5	1.167,3	.
Azioni e altre partecipazioni			12.242,3	2.917,5	7.121,6	491,6	6,3	4.817,3
Azioni quotate			3.398,8	573,4	192,0	171,8	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		6,7	8.843,6	1.142,8	2.174,2	318,8	6,3	.
Quote di fondi di investimento				1.201,3	4.755,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		34,1	331,5	65,6	0,8	5.574,3	0,5	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		638,8	3.107,6	1.344,5	195,0	196,4	439,6	480,6
Ricchezza finanziaria netta [1]	-1.200,1	11.590,8	-8.791,1	764,6	110,2	-88,6	-4.785,9	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		27,8	83,8	143,8	124,3	115,9	164,6	206,0
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0,1	40,7	-0,4	0,0	-11,3	12,9
Titoli di debito a breve termine			7,9	28,4	0,3	1,2	-15,2	-13,2
Titoli di debito a lungo termine			27,6	45,9	-18,1	0,1	178,5	47,0
Prestiti		13,9	21,8		4,7	12,3	18,6	103,2
di cui a lungo termine		19,6	18,1		-12,0	0,9	3,4	.
Azioni e altre partecipazioni			50,7	-41,3	125,7	0,7	0,0	40,8
Azioni quotate			10,3	5,7	0,3	0,0	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0,0	40,4	-3,2	-4,6	0,7	0,0	.
Quote di fondi di investimento				-43,9	130,0			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,1	1,0	-1,6	0,0	101,3	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		13,7	-25,5	71,8	12,1	0,3	-6,1	15,2
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta [1]	-35,9	77,2	16,1	11,6	29,3	7,7	-177,8	35,9
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-0,8	252,9	129,6	319,7	77,3	46,2	430,6
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0,0	112,0	0,0	0,0	0,0	65,0
Titoli di debito a breve termine			6,3	7,7	1,3	0,1	0,7	8,5
Titoli di debito a lungo termine			7,7	36,6	31,6	0,8	42,9	64,1
Prestiti		-9,3	10,4		29,7	-0,2	1,1	54,7
di cui a lungo termine		-8,2	5,9		11,3	-0,3	1,3	.
Azioni e altre partecipazioni			188,5	21,5	246,5	20,1	-0,1	225,5
Azioni quotate			81,3	-27,0	14,5	6,7	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0,1	107,2	31,1	38,8	13,4	-0,1	.
Quote di fondi di investimento				17,4	193,2			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	60,8	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		8,5	40,0	-48,3	10,6	-4,2	1,6	12,9
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta [1]	78,0	109,1	9,7	50,3	-84,0	25,2	-32,2	-54,7
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.598,1	25.080,4	31.863,2	13.352,3	6.750,5	8.417,1	14.367,8
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			29,4	22.166,0	23,4	0,0	222,7	2.578,1
Titoli di debito a breve termine			317,3	724,1	70,6	10,8	993,1	262,2
Titoli di debito a lungo termine			559,5	4.643,6	2.617,8	41,6	5.388,2	2.880,0
Prestiti		5.896,1	8.238,2		2.928,3	256,7	1.371,3	3.055,2
di cui a lungo termine		5.543,6	5.812,7		1.585,7	97,1	1.171,9	.
Azioni e altre partecipazioni			12.481,5	2.897,6	7.493,8	512,5	6,2	5.083,5
Azioni quotate			3.490,3	552,0	206,8	178,5	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		6,8	8.991,2	1.170,7	2.208,4	332,9	6,2	.
Quote di fondi di investimento				1.174,8	5.078,6			.
Riserve tecniche di assicurazione		34,2	332,5	64,0	0,8	5.736,4	0,6	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		661,0	3.122,1	1.368,0	217,7	192,5	435,2	508,8
Ricchezza finanziaria netta [1]	-1.158,0	11.777,2	-8.765,4	826,5	55,5	-55,7	-4.995,9	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2006	2007	2008	2° trim. 2008-1° trim. 2009	3° trim. 2008-2° trim. 2009	4° trim. 2008-3° trim. 2009	1° trim. 2009-4° trim. 2009	2° trim. 2009-1° trim. 2010
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.070,7	4.256,3	4.433,0	4.438,0	4.434,4	4.424,7	4.415,8	4.417,3
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	128,5	136,2	133,1	129,7	122,7	117,2	110,8	106,6
Consumo di capitale fisso	1.251,9	1.318,9	1.382,2	1.391,8	1.397,7	1.401,7	1.405,1	1.408,3
Margine operativo netto e reddito misto [1]	2.186,0	2.334,9	2.344,8	2.279,0	2.198,7	2.154,5	2.138,7	2.159,0
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	3.021,4	3.591,9	3.878,9	3.747,2	3.486,1	3.208,9	2.964,6	2.850,3
Interessi	1.649,2	2.067,4	2.322,6	2.222,8	2.057,9	1.839,3	1.641,7	1.538,8
Altri redditi da capitale	1.372,1	1.524,5	1.556,3	1.524,4	1.428,2	1.369,6	1.322,9	1.311,5
Reddito nazionale netto [1]	7.327,2	7.715,1	7.795,9	7.707,9	7.612,4	7.547,8	7.530,5	7.554,7
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.028,3	1.112,1	1.123,4	1.106,0	1.068,4	1.038,0	1.012,5	1.010,7
Contributi sociali	1.540,7	1.594,6	1.660,7	1.667,8	1.667,2	1.668,7	1.669,6	1.672,4
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.554,0	1.600,1	1.667,4	1.691,8	1.723,5	1.754,7	1.783,9	1.803,9
Altri trasferimenti correnti	722,9	752,9	786,0	782,4	777,8	772,2	772,1	776,8
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	179,9	184,3	187,8	185,6	183,2	179,9	176,9	177,6
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	180,2	184,1	188,8	186,6	183,9	180,4	177,1	177,7
Altro	362,8	384,5	409,4	410,2	410,7	412,0	418,2	421,6
Reddito netto disponibile [1]	7.234,7	7.619,8	7.690,4	7.603,0	7.506,7	7.440,6	7.422,1	7.441,1
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.635,2	6.898,5	7.162,4	7.168,0	7.159,8	7.151,4	7.167,2	7.196,1
Spese per consumi individuali	5.948,2	6.186,0	6.411,0	6.403,2	6.385,8	6.368,0	6.376,3	6.405,0
Spese per consumi collettivi	687,0	712,5	751,4	764,8	774,0	783,4	791,0	791,1
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	63,4	60,4	65,1	64,9	63,2	61,2	59,9	59,2
Risparmio netto [1]	599,7	721,4	528,0	435,0	346,8	289,2	254,9	245,1
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.878,5	2.021,7	2.057,1	1.989,0	1.890,5	1.809,5	1.734,7	1.715,6
Investimenti fissi lordi	1.855,7	1.991,3	2.022,5	1.969,7	1.898,2	1.836,7	1.791,5	1.767,1
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	22,9	30,4	34,6	19,3	-7,7	-27,2	-56,8	-51,4
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-0,4	-1,2	0,7	1,1	0,7	0,3	1,4	1,2
Trasferimenti in conto capitale	169,6	151,9	160,5	159,4	171,1	174,2	182,3	187,3
Imposte in conto capitale	22,5	24,3	23,8	23,6	28,6	29,0	33,9	34,3
Altri trasferimenti in conto capitale	147,1	127,7	136,7	135,8	142,5	145,2	148,4	153,0
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) [1]	-11,9	34,3	-137,3	-155,4	-138,5	-110,3	-67,3	-53,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per i dettagli del calcolo delle poste di saldo, cfr. le Note tecniche.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro (continua)

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Risorse	2006	2007	2007	2° trim. 2008-1° trim. 2009	3° trim. 2008-2° trim. 2009	4° trim. 2008-3° trim. 2009	1° trim. 2009-4° trim. 2009	2° trim. 2009-1° trim. 2010
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.637,1	8.046,3	8.293,1	8.238,5	8.153,4	8.098,1	8.070,3	8.091,2
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	914,8	960,0	946,0	929,5	912,5	901,3	894,5	894,4
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) [2)]	8.551,9	9.006,3	9.239,2	9.168,1	9.065,9	8.999,4	8.964,8	8.985,6
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
Margine operativo netto e reddito misto								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.186,0	2.334,9	2.344,8	2.279,0	2.198,7	2.154,5	2.138,7	2.159,0
Redditi da lavoro dipendente	4.078,2	4.264,3	4.441,4	4.446,2	4.442,6	4.432,7	4.423,2	4.424,7
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.055,4	1.104,0	1.085,6	1.065,5	1.042,8	1.027,9	1.022,2	1.018,4
Redditi da capitale	3.029,0	3.603,9	3.803,0	3.664,4	3.414,4	3.141,6	2.911,1	2.802,8
Interessi	1.619,5	2.027,8	2.259,8	2.157,1	1.990,4	1.768,2	1.571,3	1.472,0
Altri redditi da capitale	1.409,6	1.576,1	1.543,2	1.507,3	1.424,0	1.373,4	1.339,8	1.330,8
Reddito nazionale netto								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.327,2	7.715,1	7.795,9	7.707,9	7.612,4	7.547,8	7.530,5	7.554,7
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.033,0	1.119,5	1.131,6	1.114,0	1.074,8	1.043,7	1.018,4	1.016,2
Contributi sociali	1.539,9	1.593,8	1.660,1	1.666,9	1.666,1	1.667,7	1.668,8	1.671,7
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.545,9	1.591,1	1.659,4	1.684,0	1.715,9	1.747,3	1.776,6	1.796,7
Altri trasferimenti correnti	634,5	660,0	681,0	678,2	674,2	667,7	665,9	665,7
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	180,2	184,1	188,8	186,6	183,9	180,4	177,1	177,7
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	177,1	181,4	185,2	182,9	180,4	176,9	173,8	174,2
Altro	277,2	294,4	307,0	308,7	310,0	310,5	315,0	313,8
Reddito netto disponibile								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.234,7	7.619,8	7.690,4	7.603,0	7.506,7	7.440,6	7.422,1	7.441,1
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	63,6	60,6	65,1	64,9	63,2	61,2	59,9	59,2
Risparmio netto								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	599,7	721,4	528,0	435,0	346,8	289,2	254,9	245,1
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.251,9	1.318,9	1.382,2	1.391,8	1.397,7	1.401,7	1.405,1	1.408,3
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	184,2	166,4	170,8	167,2	179,2	182,8	191,1	197,0
Imposte in conto capitale	22,5	24,3	23,8	23,6	28,6	29,0	33,9	34,3
Altri trasferimenti in conto capitale	161,7	142,2	146,9	143,6	150,7	153,8	157,2	162,7
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)								

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)

	2006	2007	2008	2° trim. 2008-1° trim. 2009	3° trim. 2008-2° trim. 2009	4° trim. 2008-3° trim. 2009	1° trim. 2009-4° trim. 2009	2° trim. 2009-1° trim. 2010
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.078,2	4.264,3	4.441,4	4.446,2	4.442,6	4.432,7	4.423,2	4.424,7
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.416,1	1.497,5	1.547,5	1.538,5	1.523,2	1.509,9	1.502,8	1.504,3
Interessi attivi (+)	263,6	308,8	343,4	328,9	305,0	273,5	246,2	231,4
Interessi passivi (-)	165,7	213,3	238,6	223,5	200,1	172,9	149,7	141,3
Altri redditi da capitali attivi (+)	748,4	793,4	799,3	790,0	763,0	743,3	733,7	725,3
Altri redditi da capitali passivi (-)	9,8	10,0	10,1	10,2	10,3	10,3	10,2	10,2
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	794,4	851,7	892,6	890,0	877,5	870,5	859,3	855,6
Contributi sociali netti (-)	1.536,6	1.590,4	1.656,3	1.663,3	1.662,6	1.664,0	1.664,8	1.667,6
Prestazioni sociali nette (+)	1.540,4	1.585,4	1.653,5	1.678,1	1.710,0	1.741,4	1.770,7	1.790,7
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	66,9	69,5	70,5	72,3	75,3	79,2	82,2	81,8
= Reddito lordo disponibile	5.607,1	5.853,6	6.058,0	6.066,9	6.068,5	6.062,2	6.074,8	6.083,5
Spese per consumi finali (-)	4.900,9	5.094,5	5.268,8	5.247,7	5.220,2	5.190,0	5.189,3	5.209,5
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	63,2	60,1	64,8	64,5	62,9	60,9	59,6	58,9
= Risparmio lordo	769,4	819,3	854,0	883,7	911,2	933,1	945,1	932,8
Consumo di capitale fisso (-)	345,9	367,3	385,4	387,4	388,5	389,1	389,1	389,3
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	19,0	11,6	13,1	12,8	13,8	15,2	10,0	7,8
Altre variazioni nella ricchezza netta [1] (+)	524,2	70,9	-1.534,2	-1.207,3	-651,4	21,9	486,0	870,3
= Variazioni nella ricchezza netta [1]	966,7	534,4	-1.052,5	-698,2	-114,9	581,1	1.052,0	1.421,7
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	606,2	641,6	639,3	619,9	594,3	571,2	553,4	542,9
Consumo di capitale fisso (-)	345,9	367,3	385,4	387,4	388,5	389,1	389,1	389,3
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	327,0	440,4	437,1	365,8	263,9	153,4	-23,2	-97,5
Banconote, monete e depositi	284,1	349,8	436,7	397,4	335,2	256,8	121,3	64,6
Partecipazioni in fondi comuni monetari	7,3	58,0	-17,3	-12,2	-28,5	-30,1	-61,8	-89,0
Titoli di debito [2]	35,5	32,7	17,8	-19,3	-42,8	-73,3	-82,7	-73,1
Attività a lungo	306,5	142,4	39,6	80,0	189,8	343,3	496,3	574,8
Depositi	1,0	-31,5	-35,1	-13,3	15,5	56,9	95,3	121,3
Titoli di debito	33,9	52,0	41,3	22,9	13,7	8,9	-9,5	-23,7
Azioni e altre partecipazioni	-26,8	-100,5	-94,6	-65,0	-3,7	86,7	167,2	202,6
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	-3,8	-2,7	30,2	35,8	51,5	88,6	77,9	91,3
Quote di fondi comuni di investimento	-23,0	-97,8	-124,8	-100,8	-55,1	-1,8	89,3	111,3
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	298,4	222,5	128,0	135,4	164,2	190,7	243,2	274,7
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	401,5	357,9	210,0	153,7	126,1	96,6	96,1	119,7
di cui da IFM dell'area dell'euro	355,3	283,7	82,7	20,4	10,6	-15,8	63,1	74,0
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	463,8	44,9	-1.267,7	-970,0	-574,8	-106,1	271,1	532,0
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	46,5	24,9	-250,8	-199,9	-97,5	59,4	155,6	254,6
Flussi netti restanti (+)	-35,9	-34,5	-54,8	-52,9	23,9	45,6	84,1	123,9
= Variazioni nella ricchezza netta [1]	966,7	534,4	-1.052,5	-698,2	-114,9	581,1	1.052,0	1.421,7
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.838,2	5.308,8	5.825,1	5.886,6	5.891,5	5.828,6	5.798,1	5.757,4
Banconote, monete e depositi	4.454,2	4.843,0	5.312,3	5.373,9	5.429,7	5.397,7	5.465,7	5.438,6
Partecipazioni in fondi comuni monetari	290,9	347,3	371,5	389,6	354,3	348,6	276,3	268,3
Titoli di debito [2]	93,1	118,4	141,3	123,1	107,5	82,3	56,1	50,5
Attività a lungo	11.849,5	12.025,6	10.460,7	10.212,4	10.651,8	11.207,5	11.447,1	11.690,4
Depositi	1.015,5	953,5	886,1	863,7	882,6	914,4	959,6	987,0
Titoli di debito	1.247,2	1.291,9	1.321,1	1.292,4	1.313,4	1.372,3	1.363,5	1.350,9
Azioni e altre partecipazioni	4.974,4	4.920,4	3.516,6	3.309,2	3.572,7	3.874,5	3.988,2	4.076,1
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.581,2	3.607,4	2.588,1	2.417,3	2.595,4	2.830,1	2.854,7	2.912,3
Quote di fondi di investimento	1.393,2	1.313,0	928,5	892,0	977,3	1.044,4	1.133,5	1.163,8
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.612,4	4.859,8	4.737,0	4.747,1	4.883,0	5.046,3	5.135,8	5.276,4
Restanti attività finanziarie (+)	243,0	228,5	234,1	223,0	248,2	237,6	237,1	225,4
Passività (-)								
Prestiti	5.247,7	5.597,0	5.802,8	5.795,7	5.831,6	5.851,9	5.891,5	5.896,1
di cui da IFM dell'area dell'euro	4.553,1	4.825,5	4.901,1	4.879,0	4.899,3	4.916,2	4.955,4	4.941,8
= Ricchezza finanziaria netta	11.683,0	11.965,8	10.717,1	10.526,4	10.959,9	11.421,8	11.590,8	11.777,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

2) Passività emesse dalle IFM con scadenza inferiore ai due anni e passività emesse da altri settori con scadenza inferiore all'anno.

3.4 Società non finanziarie

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

	2006	2007	2008	2° trim. 2008-1° trim. 2009	3° trim. 2008-2° trim. 2009	4° trim. 2008-3° trim. 2009	1° trim. 2009-4° trim. 2009	2° trim. 2009-1° trim. 2010
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.372,9	4.629,1	4.758,7	4.696,9	4.610,7	4.550,1	4.514,8	4.524,0
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.585,2	2.713,5	2.832,4	2.827,6	2.816,2	2.798,4	2.782,2	2.779,0
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	75,0	79,6	77,2	74,8	69,2	64,0	59,8	55,0
= **Margine operativo lordo** (+)	1.712,7	1.836,1	1.849,1	1.794,5	1.725,3	1.687,7	1.672,8	1.690,1
Consumo di capitale fisso (-)	702,2	738,0	773,3	779,1	782,4	784,8	787,4	789,0
= **Margine operativo netto** (+)	1.010,5	1.098,0	1.075,8	1.015,4	942,9	902,9	885,4	901,1
Redditi da capitale attivi (+)	507,4	587,1	590,3	565,3	529,5	503,0	478,3	469,2
Interessi attivi	170,3	201,6	219,2	206,9	189,9	169,3	151,6	141,7
Altri redditi da capitale	337,1	385,6	371,1	358,4	339,6	333,7	326,7	327,4
Interest and rents payable (-)	285,3	348,7	403,5	388,0	360,5	324,2	292,2	275,7
= **Reddito lordo di impresa** (+)	1.232,6	1.336,4	1.262,6	1.192,7	1.112,0	1.081,6	1.071,5	1.094,6
Utili distribuiti (-)	927,6	990,0	1.022,0	1.006,2	963,5	926,2	900,4	885,6
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	189,8	212,0	193,6	181,3	159,0	137,5	125,0	126,0
Contributi sociali da riscuotere (+)	74,8	63,5	65,8	65,5	65,4	65,3	65,3	65,5
Prestazioni sociali da erogare (-)	60,6	61,8	63,3	63,5	63,7	64,0	64,0	64,0
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	65,4	56,4	58,3	57,9	58,3	60,1	61,2	62,1
= **Risparmio netto**	64,1	79,8	-8,7	-50,7	-67,1	-40,8	-13,7	22,4
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	313,4	369,6	356,8	299,4	215,9	154,7	97,3	89,7
Investimenti fissi lordi (+)	990,6	1.077,3	1.096,3	1.060,4	1.007,6	968,0	941,1	929,6
Consumo di capitale fisso (-)	702,2	738,0	773,3	779,1	782,4	784,8	787,4	789,0
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	24,9	30,4	33,8	18,1	-9,3	-28,4	-56,4	-51,0
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	168,7	169,8	61,7	2,7	38,2	84,0	110,2	99,1
Banconote, monete e depositi	146,2	154,4	15,5	-5,5	10,4	37,5	89,8	97,3
Partecipazioni in fondi comuni monetari	10,3	-15,1	27,5	27,2	38,0	45,6	40,4	8,9
Titoli di debito	12,1	30,5	18,7	-18,9	-10,1	0,9	-20,0	-7,2
Attività a lungo	510,5	758,8	659,0	661,7	528,6	343,4	130,9	142,7
Depositi	29,4	-12,3	27,9	40,3	47,5	28,7	17,1	5,0
Titoli di debito	13,9	-21,5	-71,1	4,7	21,3	0,3	12,1	13,9
Azioni e altre partecipazioni	263,2	451,4	347,6	358,5	331,6	253,1	98,0	65,3
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	204,0	341,2	354,6	258,2	128,1	61,3	3,6	58,5
Restanti attività nette (+)	103,7	127,6	29,1	-114,9	-91,8	-45,5	-46,2	22,5
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	740,1	864,4	730,8	533,8	360,3	187,6	4,5	48,1
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	457,9	543,7	392,7	251,6	97,6	-35,5	-152,9	-114,5
di cui: titoli di debito	39,6	36,8	59,4	65,4	78,3	88,7	78,5	97,8
Azioni e altre partecipazioni	219,5	413,1	306,5	284,0	315,6	305,8	217,2	200,8
Azioni quotate	38,2	70,3	2,6	13,3	47,1	57,8	59,6	60,4
Azioni non quotate e altre partecipazioni	181,3	342,8	303,8	270,8	268,5	247,9	157,6	140,3
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	72,0	69,4	75,6	78,1	77,2	78,8	81,0	80,5
= **Risparmio netto**	64,1	79,8	-8,7	-50,7	-67,1	-40,8	-13,7	22,4
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.703,7	1.855,3	1.915,5	1.902,6	1.935,4	1.980,7	2.024,8	2.000,6
Banconote, monete e depositi	1.367,2	1.507,6	1.539,2	1.511,8	1.552,6	1.581,1	1.635,5	1.605,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	208,7	188,8	212,8	236,8	242,7	247,9	232,8	226,0
Titoli di debito [1)]	127,8	158,9	163,5	154,0	140,0	151,7	156,5	169,4
Attività a lungo	10.148,6	11.087,9	9.396,9	9.112,5	9.481,5	10.102,9	10.379,2	10.744,8
Depositi	149,7	169,4	193,4	199,1	192,8	192,5	192,4	196,1
Titoli di debito	281,2	257,7	190,5	192,1	167,8	159,7	201,2	217,4
Azioni e altre partecipazioni	7.507,5	8.135,1	6.127,4	5.813,9	6.242,9	6.879,6	7.100,5	7.343,3
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.210,1	2.525,8	2.885,6	2.907,4	2.878,0	2.871,1	2.885,2	2.988,0
Restanti attività nette	353,7	390,8	444,8	434,1	457,0	442,5	470,2	476,8
Passività								
Debito	7.883,6	8.645,8	9.375,7	9.393,0	9.409,8	9.387,7	9.364,6	9.447,4
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.983,0	4.508,3	4.896,7	4.859,6	4.826,3	4.759,7	4.700,9	4.699,3
di cui: titoli di debito	685,6	685,8	744,4	749,6	780,8	823,2	827,1	876,8
Azioni e altre partecipazioni	13.187,9	14.378,1	10.768,6	10.107,9	10.830,6	11.934,2	12.242,3	12.481,5
Azioni quotate	4.511,4	4.997,0	2.840,4	2.483,7	2.827,5	3.267,0	3.398,8	3.490,3
Azioni non quotate e altre partecipazioni	8.676,6	9.381,1	7.928,2	7.624,2	8.003,1	8.667,2	8.843,6	8.991,2

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)

	2006	2007	2008	2° trim. 2008-1° trim. 2009	3° trim. 2008-2° trim. 2009	4° trim. 2008-3° trim. 2009	1° trim. 2009-4° trim. 2009	2° trim. 2009-1° trim. 2010
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	68,2	76,4	116,8	66,8	51,3	40,4	16,8	0,3
Banconote, monete e depositi	10,6	6,4	57,0	18,6	11,8	-0,7	-33,1	-20,8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	7,2	6,8	19,2	16,8	10,9	6,1	7,7	-9,4
Titoli di debito [1]	50,4	63,1	40,7	31,5	28,6	35,0	42,2	30,5
Attività a lungo	290,1	162,8	66,6	69,4	92,7	126,0	206,2	276,4
Depositi	67,4	49,8	0,8	13,5	13,0	19,9	16,2	-0,3
Titoli di debito	112,3	45,9	17,3	44,8	-0,2	10,9	70,2	95,3
Prestiti	-1,2	-15,2	22,4	1,1	11,1	8,7	6,0	9,5
Azioni quotate	-2,7	-0,7	-14,3	-19,8	-24,4	-99,9	-86,9	-80,8
Azioni non quotate e altre partecipazioni	30,2	21,5	30,0	23,0	15,4	3,9	-7,1	0,2
Quote di fondi comuni di investimento	84,1	61,5	10,4	6,7	77,8	182,4	207,9	252,6
Restanti attività finanziarie (+)	10,1	-7,8	26,6	14,5	36,3	34,1	34,6	46,4
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	5,8	3,0	11,7	13,9	9,9	10,1	1,0	-0,1
Prestiti	44,3	-5,0	27,2	2,9	14,9	9,5	-24,1	-14,2
Azioni e altre partecipazioni	9,3	1,0	3,3	5,5	4,9	6,2	5,1	3,9
Riserve tecniche di assicurazione	312,0	247,5	142,6	143,1	171,4	198,3	272,5	319,1
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	304,6	243,2	125,3	133,3	164,7	194,3	259,9	304,4
Riserve premi e riserve sinistri	7,4	4,3	17,2	9,8	6,7	4,0	12,6	14,7
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-2,9	-15,1	25,3	-14,7	-20,9	-23,6	3,1	14,4
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	180,1	18,1	-566,1	-431,0	-265,3	-31,0	208,8	354,4
Altre attività nette	-41,5	-41,4	43,5	24,5	44,9	78,3	65,3	104,3
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	41,4	-32,5	-180,1	-189,0	-123,8	-52,6	15,6	96,7
Riserve tecniche di assicurazione	51,2	22,2	-243,0	-199,9	-95,1	64,5	159,3	263,0
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	47,7	23,7	-242,8	-193,4	-91,4	65,4	162,0	260,2
Riserve premi e riserve sinistri	3,5	-1,5	-0,2	-6,4	-3,7	-1,0	-2,7	2,8
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	46,0	-13,1	-99,6	-17,6	-1,6	35,4	99,1	99,0
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	515,6	586,2	707,7	726,9	723,1	711,1	732,5	729,7
Banconote, monete e depositi	156,6	163,1	223,9	212,9	195,6	189,8	194,7	195,7
Partecipazioni in fondi comuni monetari	92,1	96,8	113,6	127,1	117,7	115,9	111,6	108,3
Titoli di debito [1]	266,8	326,3	370,2	386,9	409,8	405,4	426,3	425,6
Attività a lungo	5.114,8	5.255,5	4.785,4	4.743,6	4.913,8	5.137,8	5.274,5	5.485,4
Depositi	590,6	640,8	644,1	657,9	660,7	664,3	657,7	655,9
Titoli di debito	1.852,9	1.854,4	1.897,4	1.932,3	1.913,1	1.986,1	2.034,5	2.131,1
Prestiti	407,8	394,3	415,6	419,2	422,1	422,0	421,6	428,5
Azioni quotate	721,8	716,7	420,4	376,4	438,3	414,4	423,3	436,4
Azioni non quotate e altre partecipazioni	489,7	528,7	452,1	434,1	442,5	473,5	481,3	489,9
Quote di fondi comuni di investimento	1.052,1	1.120,6	955,8	923,7	1.037,1	1.177,5	1.256,1	1.343,6
Restanti attività finanziarie (+)	213,8	197,1	245,6	246,8	261,2	267,5	265,2	287,2
Passività (-)								
Titoli di debito	35,9	29,4	46,4	45,6	45,0	48,8	50,3	52,4
Prestiti	244,0	235,2	269,8	274,6	273,0	263,3	244,6	256,7
Azioni e altre partecipazioni	679,2	647,7	470,9	411,9	438,1	492,2	491,6	512,5
Riserve tecniche di assicurazione	4.973,3	5.243,0	5.142,5	5.154,3	5.301,4	5.473,3	5.574,3	5.736,4
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.263,2	4.530,1	4.412,6	4.423,7	4.567,1	4.735,9	4.834,5	4.988,3
Riserve premi e riserve sinistri	710,1	712,9	729,9	730,5	734,3	737,4	739,8	748,0
= Ricchezza finanziaria netta	-88,3	-116,5	-190,9	-169,2	-159,3	-161,2	-88,6	-55,7

Fonte: BCE.

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

MERCATI FINANZIARI

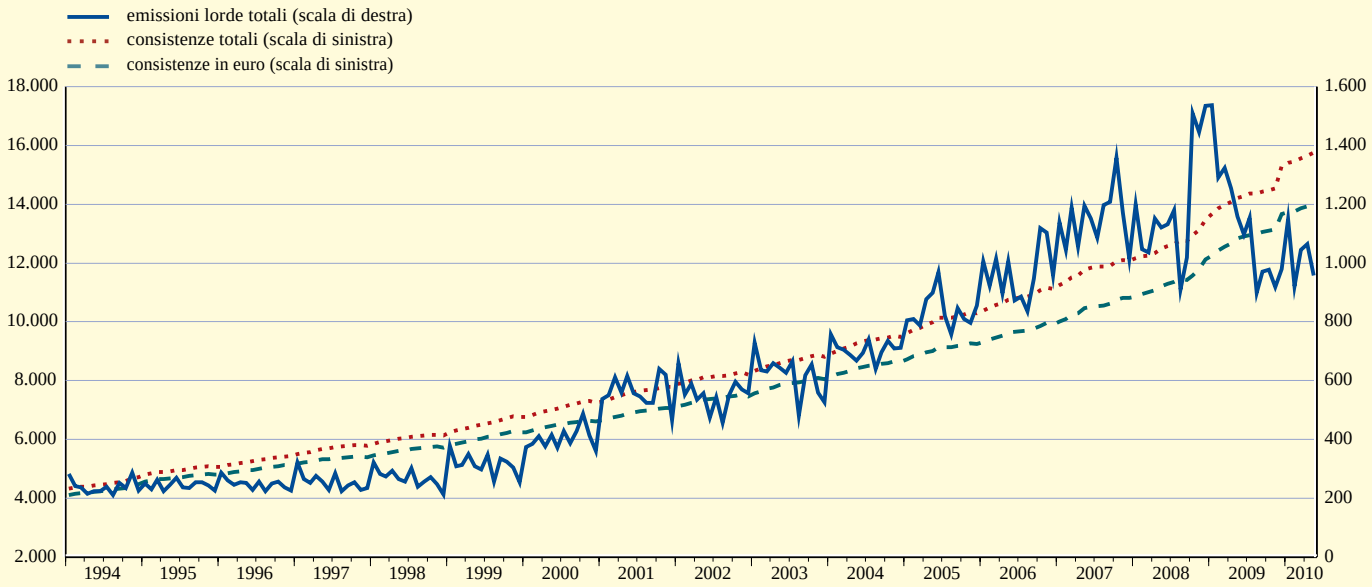
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro [1]			Residenti nell'area dell'euro								
				In euro			In tutte le valute					
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati [2] Emissioni nette	Dati destagionalizzati [2] Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2009 mag.	15.072,4	1.165,6	209,3	12.837,8	1.076,3	175,4	14.216,3	1.157,2	177,6	11,8	118,0	12,6
giu.	15.163,0	1.098,0	89,7	12.898,8	1.015,8	59,7	14.287,1	1.096,7	74,1	11,7	92,8	10,3
lug.	15.193,7	1.129,6	31,2	12.953,5	1.074,9	55,3	14.354,7	1.154,3	68,9	11,5	103,3	10,2
ago.	15.242,1	888,4	47,4	12.983,1	832,6	28,6	14.371,9	898,9	20,1	10,7	58,6	8,8
set.	15.346,8	970,4	105,5	13.060,9	887,2	78,6	14.440,7	971,5	84,2	11,7	150,9	9,0
ott.	15.348,6	956,4	2,0	13.091,5	906,8	30,7	14.475,9	978,4	38,1	10,8	10,3	7,8
nov.	15.400,4	894,3	51,0	13.145,4	852,0	53,2	14.534,9	918,1	64,0	9,5	39,1	6,5
dic.	15.929,5	942,5	-59,2	13.676,3	889,0	-57,4	15.311,7	980,2	-57,4	7,9	14,3	5,1
2010 gen.	15.976,5	1.094,6	45,8	13.725,7	1.032,0	48,0	15.407,6	1.148,7	68,4	7,2	44,9	4,2
feb.	16.012,3	874,4	37,7	13.763,1	825,5	39,3	15.452,8	920,3	33,0	5,9	-20,0	3,1
mar.	16.157,8	1.037,7	143,9	13.866,6	933,8	101,9	15.567,8	1.045,9	108,2	5,6	98,4	2,3
apr.	.	.	.	13.926,5	953,8	58,3	15.659,9	1.063,6	79,1	5,3	64,1	3,0
mag.	.	.	.	13.959,3	848,0	34,0	15.765,9	958,6	46,4	4,3	-20,0	2,2
	A lungo termine											
2009 mag.	13.432,5	339,4	204,9	11.311,2	281,5	172,0	12.501,2	301,9	179,5	10,4	116,2	12,9
giu.	13.553,7	314,2	119,0	11.420,4	275,6	106,7	12.632,5	309,5	129,6	10,6	101,8	11,7
lug.	13.580,7	269,2	27,2	11.453,9	247,8	33,7	12.675,9	272,7	44,0	10,6	86,9	11,0
ago.	13.639,1	131,5	58,0	11.497,2	108,9	43,0	12.716,5	121,8	46,9	10,3	96,7	10,3
set.	13.711,1	223,7	71,7	11.571,6	197,1	74,0	12.778,8	222,6	75,3	11,2	124,3	9,9
ott.	13.777,3	245,1	64,0	11.633,6	216,7	59,9	12.841,5	236,1	66,1	11,5	61,0	9,7
nov.	13.860,7	200,8	81,4	11.712,9	180,0	77,2	12.918,1	195,2	81,6	10,6	46,8	8,5
dic.	14.372,6	169,5	-32,7	12.234,8	154,0	-22,8	13.663,8	166,0	-32,8	8,9	-35,8	5,9
2010 gen.	14.417,3	309,3	44,8	12.272,8	277,8	38,1	13.744,3	315,7	56,5	8,6	102,8	6,0
feb.	14.471,3	212,2	56,2	12.333,4	193,7	62,8	13.814,6	211,7	58,7	7,5	16,8	4,7
mar.	14.605,5	310,1	132,8	12.442,5	250,1	107,7	13.932,3	281,5	112,6	7,2	118,4	4,5
apr.	.	.	.	12.498,7	223,3	53,3	14.018,2	255,1	72,0	7,1	69,3	4,5
mag.	.	.	.	12.529,7	148,5	31,0	14.125,2	183,4	50,3	5,9	-20,3	3,4

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

(miliardi di euro)



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

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

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde [1]					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra-zioni centrali	Altre ammini-strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra-zioni centrali	Altre ammini-strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2008	13.461	5.272	2.196	715	4.938	340	1.190	817	82	105	162	24
2009	15.312	5.378	3.235	815	5.510	373	1.130	739	63	86	221	22
2009 2° trim.	14.287	5.438	2.378	771	5.349	351	1.170	750	68	92	241	20
3° trim.	14.441	5.431	2.398	801	5.452	358	1.008	652	48	85	212	12
4° trim.	15.312	5.378	3.235	815	5.510	373	959	630	53	73	182	20
2010 1° trim.	15.568	5.471	3.200	853	5.656	389	1.038	653	61	74	230	20
2010 feb.	15.453	5.418	3.206	841	5.612	375	920	575	37	71	215	22
mar.	15.568	5.471	3.200	853	5.656	389	1.046	664	61	81	215	25
apr.	15.660	5.496	3.215	869	5.686	394	1.064	674	63	85	219	23
mag.	15.766	5.484	3.246	885	5.748	404	959	614	58	77	191	18
	A breve termine											
2008	1.627	822	92	123	566	25	975	722	34	97	101	19
2009	1.648	733	96	73	725	21	880	639	19	69	137	15
2009 2° trim.	1.655	785	67	88	699	16	874	631	20	71	139	13
3° trim.	1.662	751	56	84	752	19	802	569	15	72	139	8
4° trim.	1.648	733	96	73	725	21	760	551	19	60	116	13
2010 1° trim.	1.636	747	87	77	708	17	769	547	28	61	123	10
2010 feb.	1.638	734	86	78	723	17	709	499	28	55	115	12
mar.	1.636	747	87	77	708	17	764	545	31	66	111	12
apr.	1.642	754	91	79	699	20	809	571	31	69	121	16
mag.	1.641	752	96	82	689	21	775	553	34	67	106	17
	A lungo termine [2]											
2008	11.834	4.450	2.105	593	4.371	316	216	95	48	8	61	4
2009	13.664	4.645	3.139	742	4.784	353	250	99	44	16	84	6
2009 2° trim.	12.632	4.652	2.311	683	4.650	335	296	119	48	21	102	7
3° trim.	12.779	4.681	2.342	716	4.701	339	206	83	33	14	72	4
4° trim.	13.664	4.645	3.139	742	4.784	353	199	79	35	13	66	6
2010 1° trim.	13.932	4.724	3.113	776	4.948	371	270	106	33	13	107	10
2010 feb.	13.815	4.683	3.120	763	4.890	358	212	76	10	17	100	10
mar.	13.932	4.724	3.113	776	4.948	371	282	119	30	14	104	13
apr.	14.018	4.743	3.124	790	4.987	375	255	103	32	16	98	7
mag.	14.125	4.732	3.150	802	5.058	382	183	61	24	11	85	2
	di cui: a lungo termine con tasso fisso											
2008	7.721	2.306	755	454	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2009	8.839	2.587	1.034	609	4.338	271	172	60	18	16	74	4
2009 2° trim.	8.357	2.471	867	548	4.211	260	210	72	23	20	90	5
3° trim.	8.491	2.507	893	581	4.251	259	139	49	14	13	61	3
4° trim.	8.839	2.587	1.034	609	4.338	271	132	46	10	12	59	5
2010 1° trim.	9.101	2.657	1.048	636	4.482	277	185	61	10	12	95	7
2010 feb.	8.996	2.628	1.039	624	4.435	271	160	41	4	14	93	8
mar.	9.101	2.657	1.048	636	4.482	277	191	62	14	13	92	10
apr.	9.187	2.678	1.056	650	4.525	280	181	62	14	15	87	4
mag.	9.277	2.672	1.073	660	4.590	282	117	22	6	8	80	1
	di cui: a lungo termine con tasso variabile											
2008	3.601	1.744	1.301	128	363	64	81	36	38	1	5	1
2009	4.386	1.771	2.038	123	374	81	62	28	25	1	6	2
2009 2° trim.	3.736	1.761	1.401	125	374	74	65	31	24	1	7	2
3° trim.	3.730	1.746	1.408	125	372	79	49	21	18	1	7	1
4° trim.	4.386	1.771	2.038	123	374	81	58	26	24	1	5	2
2010 1° trim.	4.377	1.778	1.995	129	382	93	70	38	20	1	7	3
2010 feb.	4.368	1.766	2.012	129	374	86	41	30	3	3	3	2
mar.	4.377	1.778	1.995	129	382	93	77	50	14	1	8	4
apr.	4.382	1.774	1.998	129	388	94	60	33	16	1	7	3
mag.	4.390	1.768	2.003	129	391	99	52	33	15	1	3	1

Fonte: BCE.

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

2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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

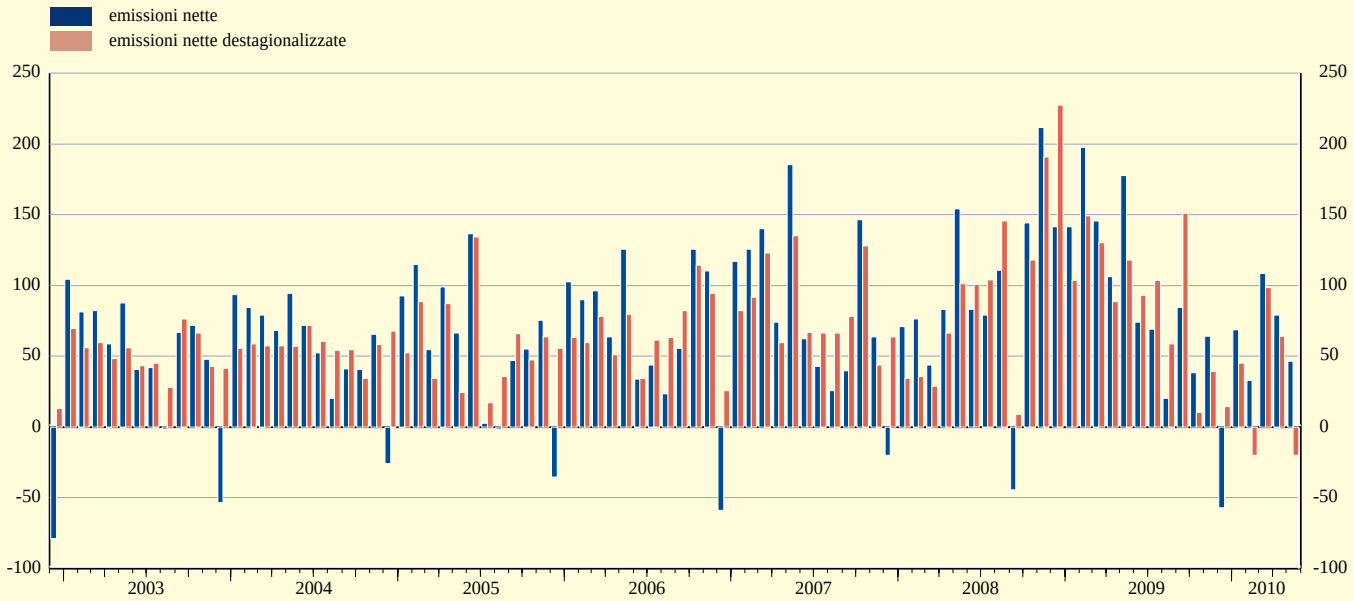
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati [1]						Dati destagionalizzati [1]					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan-ziarie	Ammini-strazioni centrali	Altre ammini-strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan-ziarie	Ammini-strazioni centrali	Altre ammini-strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2008	96,2	22,9	35,9	4,5	31,8	1,1	96,9	23,1	35,1	4,6	33,1	1,0
2009	88,4	10,2	20,8	8,2	46,4	2,8	88,2	10,0	20,3	7,9	47,3	2,8
2009 2° trim.	119,3	21,9	28,3	12,5	53,8	2,8	99,8	21,2	28,4	8,3	39,0	2,8
3° trim.	57,7	0,3	8,9	10,8	35,4	2,3	104,3	9,8	30,2	13,6	47,1	3,5
4° trim.	14,9	-21,6	15,3	3,6	12,5	5,1	21,2	-11,8	-19,4	5,7	44,3	2,5
2010 1° trim.	69,9	25,7	-16,4	11,1	46,4	3,1	41,1	7,9	1,0	10,7	17,0	4,5
2010 feb.	33,0	-20,9	-29,9	16,6	60,7	6,6	-20,0	-46,6	-33,1	17,8	34,6	7,3
mar.	108,2	54,7	-8,7	11,2	42,8	8,3	98,4	50,8	1,9	12,9	25,1	7,6
apr.	79,1	21,0	9,4	13,7	29,3	5,7	64,1	10,3	16,8	9,9	22,1	5,0
mag.	46,4	-25,1	11,8	9,6	52,8	-2,7	-20,0	-52,2	9,4	0,4	24,1	-1,7
	A lungo termine											
2008	65,4	16,0	32,7	2,8	13,4	0,6	64,7	16,1	31,9	2,8	13,3	0,5
2009	88,2	15,0	23,2	12,3	34,5	3,1	87,8	15,1	22,7	12,4	34,6	3,1
2009 2° trim.	127,1	36,2	28,7	17,1	41,3	3,7	95,9	25,5	27,7	13,4	25,7	3,5
3° trim.	55,4	12,2	12,4	12,0	17,4	1,4	102,6	22,4	34,0	13,9	29,8	2,5
4° trim.	38,3	-13,9	13,2	7,3	27,3	4,4	24,0	-4,3	-21,1	7,8	38,1	3,5
2010 1° trim.	75,9	22,4	-13,2	9,6	52,8	4,3	79,4	13,7	4,6	11,4	45,4	4,3
2010 feb.	58,7	-18,1	-19,7	13,8	79,5	3,2	16,8	-40,6	-19,8	15,1	57,9	4,3
mar.	112,6	44,0	-9,1	12,0	58,0	7,5	118,4	38,0	3,4	14,7	55,5	6,8
apr.	72,0	12,8	5,7	12,2	37,9	3,4	69,3	3,2	14,0	10,4	39,2	2,5
mag.	50,3	-22,5	7,1	5,9	64,3	-4,4	-20,3	-46,6	0,9	-2,1	31,5	-4,0

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

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



Fonte: BCE.

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

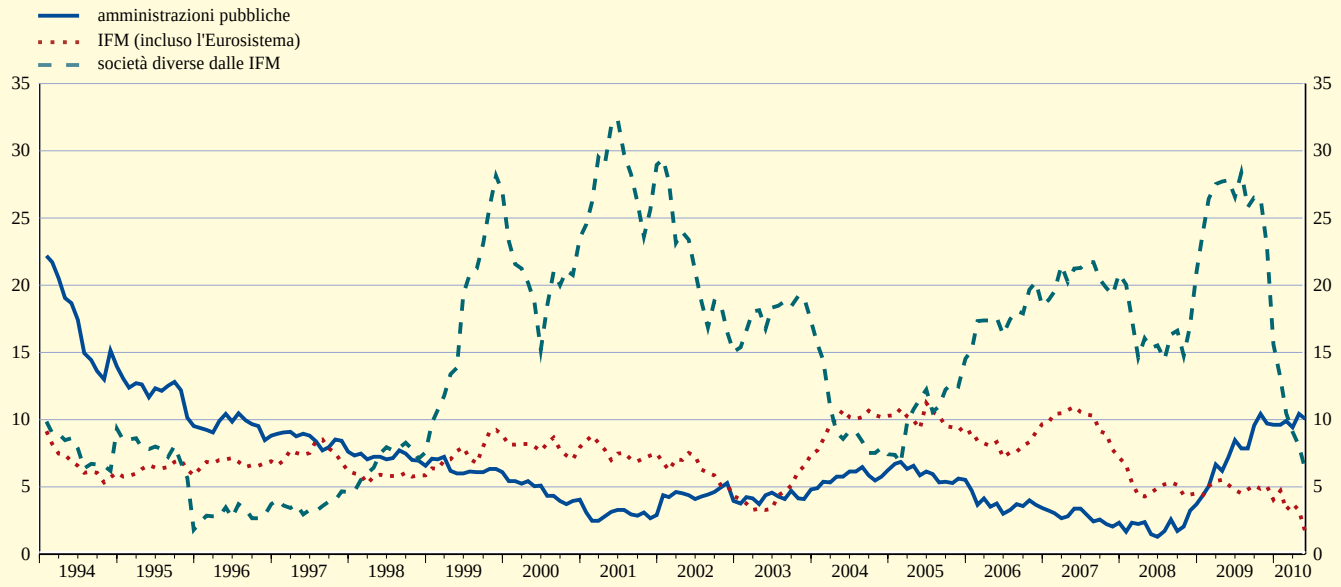
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1)]

(variazioni percentuali)

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

F17 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

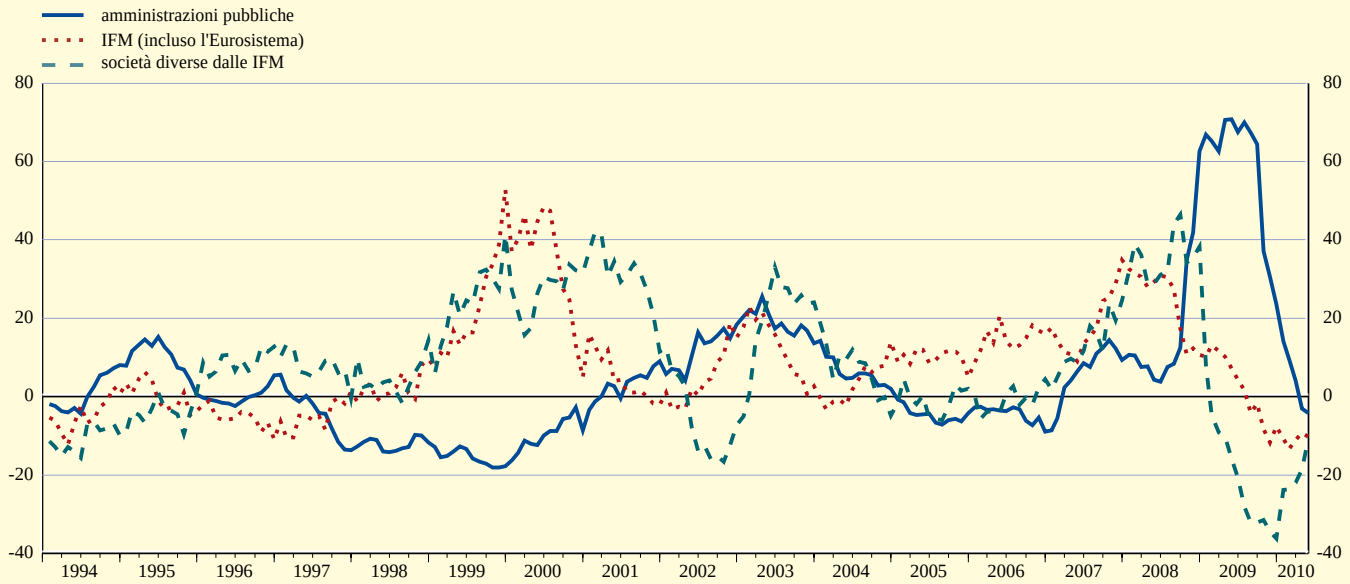
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1] (continua)

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
	Tutte le valute											
2008	3,1	4,9	5,7	4,8	1,5	1,4	12,8	5,4	33,4	7,0	7,6	3,2
2009	9,4	7,0	18,1	23,8	8,1	4,2	12,1	1,9	36,0	-1,9	0,1	20,7
2009 2° trim.	8,9	6,8	17,8	20,9	7,5	4,8	14,4	3,1	43,0	-1,1	-0,6	19,9
3° trim.	10,5	7,2	21,1	28,0	9,0	3,9	11,3	0,9	35,2	-3,2	-1,6	25,1
4° trim.	12,2	9,0	21,3	33,5	10,3	6,6	7,5	-1,6	24,0	-4,1	2,0	26,2
2010 1° trim.	11,1	9,7	14,0	27,8	9,6	8,1	1,3	-3,8	6,2	-2,3	4,6	26,7
2009 dic.	11,9	9,7	19,3	32,3	9,7	8,3	2,5	-3,9	10,1	-4,2	3,0	25,2
2010 gen.	11,4	10,7	16,1	27,6	9,3	7,0	2,4	-3,2	7,5	-3,2	7,3	28,2
feb.	10,8	8,9	11,5	26,7	10,0	8,3	0,5	-4,4	4,8	-1,5	3,2	27,1
mar.	10,4	9,2	10,1	26,3	9,4	9,5	-0,1	-3,6	2,6	-0,2	3,5	24,4
apr.	10,6	8,8	8,3	24,9	10,7	7,8	-0,4	-4,3	1,6	-0,5	7,7	22,1
mag.	9,3	6,0	6,9	20,9	10,5	5,8	-1,0	-4,2	0,2	-0,5	6,1	20,0
	Euro											
2008	2,9	4,8	6,1	2,9	1,7	1,3	14,3	6,6	35,1	7,2	7,9	2,0
2009	10,0	8,9	21,4	22,4	8,2	3,6	14,5	3,9	38,5	-2,5	-0,4	21,8
2009 2° trim.	9,5	8,8	21,8	19,3	7,7	4,2	17,2	5,3	46,3	-1,8	-0,7	21,7
3° trim.	11,2	9,4	24,4	27,0	9,2	3,3	13,6	2,9	37,9	-3,8	-2,4	27,4
4° trim.	12,8	11,3	23,5	33,1	10,4	6,1	9,1	-0,2	25,6	-4,9	0,7	26,8
2010 1° trim.	11,4	10,7	15,3	28,8	9,7	7,8	1,8	-3,4	6,7	-2,5	3,2	26,7
2009 dic.	12,2	11,2	20,5	33,0	9,8	8,0	3,4	-3,0	11,1	-4,7	1,7	25,1
2010 gen.	11,7	11,7	17,8	28,4	9,3	6,6	2,9	-2,8	8,1	-3,6	5,9	28,3
feb.	11,1	9,9	12,5	27,8	10,1	8,0	0,8	-4,1	5,2	-1,7	1,8	27,0
mar.	10,7	9,7	11,3	27,4	9,4	9,4	0,3	-3,3	3,0	0,0	2,1	24,5
apr.	10,8	9,0	8,8	26,1	10,7	7,5	-0,2	-3,8	1,4	-0,5	6,3	22,0
mag.	9,4	5,9	7,6	21,3	10,5	5,3	-1,4	-4,2	-0,6	-0,5	4,7	19,8

F18 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

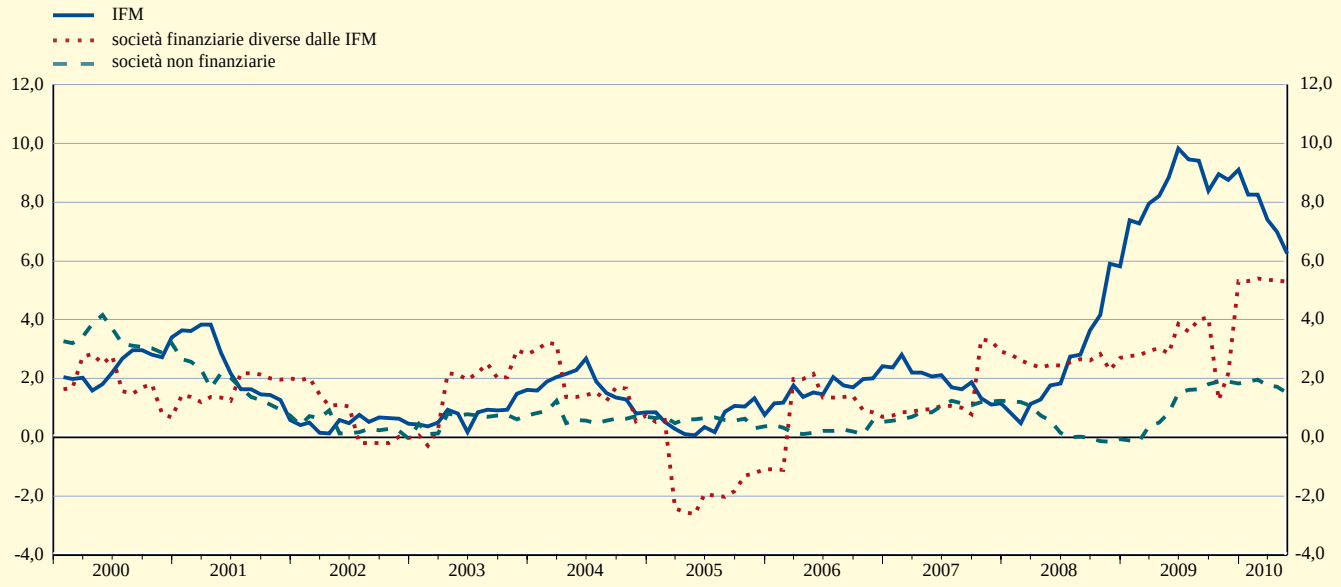
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2001=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 mag.	5.747,7	104,5	0,9	772,3	1,8	497,1	2,5	4.478,4	0,6
giu.	5.100,2	104,5	0,6	666,5	1,8	435,8	2,5	3.997,9	0,2
lug.	4.991,5	104,7	0,6	692,8	2,7	428,2	2,5	3.870,5	0,0
ago.	5.017,9	104,6	0,7	666,7	2,8	438,4	2,7	3.912,7	0,0
set.	4.448,1	104,7	0,7	613,3	3,6	382,3	2,6	3.452,5	0,0
ott.	3.760,0	105,0	0,7	452,9	4,2	280,5	2,8	3.026,6	-0,1
nov.	3.504,9	105,2	0,9	395,6	5,9	265,4	2,3	2.843,9	-0,1
dic.	3.512,7	105,4	1,0	378,1	5,8	282,5	2,7	2.852,1	-0,1
2009 gen.	3.315,7	105,6	1,1	343,7	7,4	259,0	2,8	2.712,9	-0,1
feb.	2.943,5	105,6	1,1	275,9	7,3	206,3	2,8	2.461,3	-0,1
mar.	3.027,4	106,1	1,5	315,5	7,9	223,9	2,9	2.488,0	0,4
apr.	3.461,0	106,2	1,6	413,7	8,2	274,6	3,0	2.772,7	0,5
mag.	3.609,3	106,5	1,9	454,1	8,9	283,3	2,9	2.871,9	0,8
giu.	3.560,2	107,3	2,7	449,5	9,8	279,4	3,9	2.831,4	1,5
lug.	3.846,1	107,5	2,7	510,4	9,5	301,1	3,6	3.034,6	1,6
ago.	4.044,3	107,5	2,7	573,3	9,4	321,7	4,0	3.149,3	1,6
set.	4.213,9	107,6	2,8	594,0	8,4	351,6	4,1	3.268,3	1,8
ott.	4.068,7	107,8	2,7	569,0	9,0	326,2	1,3	3.173,6	1,9
nov.	4.082,3	108,1	2,7	568,5	8,8	317,9	2,2	3.195,9	1,9
dic.	4.428,9	108,5	3,0	572,1	9,1	348,8	5,3	3.508,0	1,8
2010 gen.	4.261,5	108,7	2,9	522,5	8,3	338,7	5,3	3.400,3	1,9
feb.	4.179,3	108,7	3,0	503,6	8,2	337,2	5,4	3.338,4	2,0
mar.	4.492,7	109,0	2,8	548,3	7,4	363,3	5,4	3.581,1	1,8
apr.	4.427,9	109,0	2,7	512,7	7,0	343,8	5,3	3.571,4	1,7
mag.	4.110,2	109,1	2,4	449,6	6,3	320,9	5,3	3.339,7	1,5

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

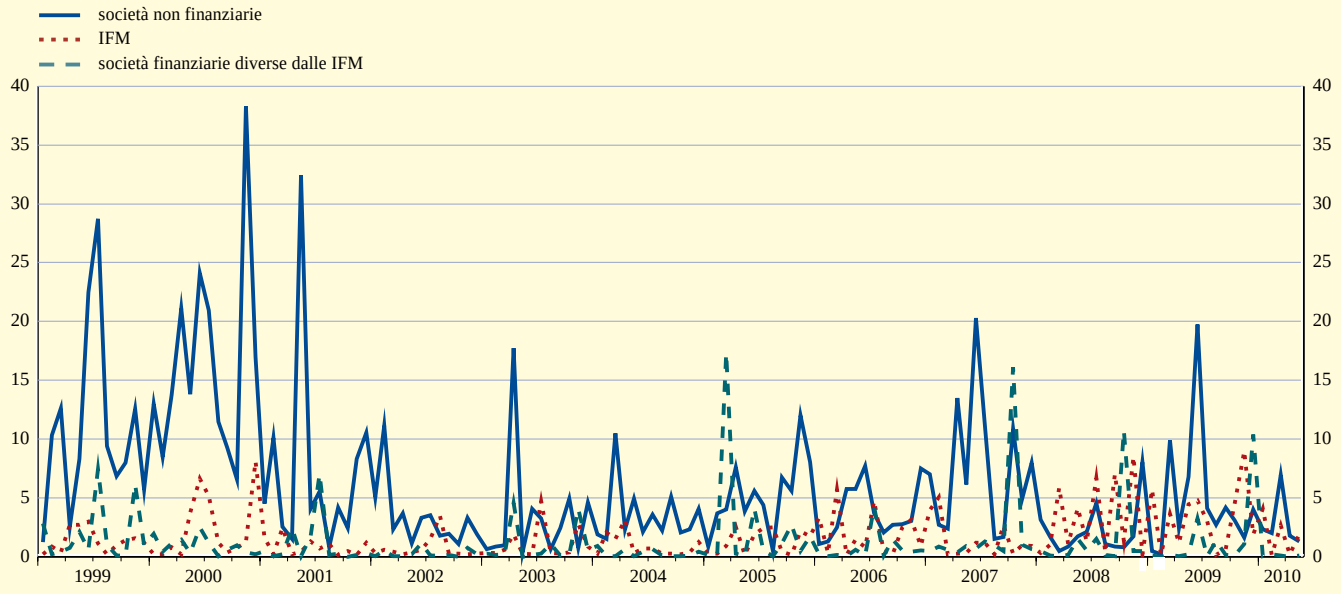
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008 mag.	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
giu.	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
lug.	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
ago.	1,6	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
set.	7,8	2,9	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,8	-2,0
ott.	12,9	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
nov.	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
dic.	8,5	2,6	6,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,4	8,0	2,5	5,5
2009 gen.	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
feb.	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
mar.	13,7	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,2	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
apr.	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
mag.	11,4	0,3	11,1	4,4	0,0	4,4	0,2	0,0	0,1	6,8	0,3	6,5
giu.	27,8	2,0	25,8	4,8	0,0	4,8	3,3	0,3	3,0	19,7	1,8	18,0
lug.	7,2	0,2	7,0	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,2	4,0
ago.	4,0	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	3,3	-0,6
set.	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,1	4,2	0,2	3,9
ott.	7,7	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,1	0,2	2,8
nov.	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
dic.	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 gen.	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
feb.	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
mar.	9,6	0,2	9,4	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,2	6,7
apr.	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
mag.	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4

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

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



Fonte: BCE.

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

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro [1)]

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista [2)]	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso [2), 3)]		A vista [2)]	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009 lug.	0,52	1,86	2,41	2,61	1,86	3,38	0,57	0,82	2,41	2,92	0,68
ago.	0,50	1,72	2,32	2,64	1,64	3,23	0,54	0,71	2,06	2,93	0,57
set.	0,49	1,61	2,27	2,52	1,60	3,12	0,52	0,69	2,10	2,74	0,58
ott.	0,46	1,68	2,11	2,55	1,55	2,97	0,49	0,66	1,99	2,72	0,56
nov.	0,46	1,67	2,23	2,56	1,52	2,76	0,48	0,70	2,11	2,92	0,58
dic.	0,45	1,67	2,31	2,40	1,53	2,45	0,47	0,77	2,00	2,53	0,64
2010 gen.	0,43	1,74	2,33	2,52	1,47	2,23	0,45	0,72	1,95	2,44	0,53
feb.	0,42	1,75	2,24	2,36	1,45	2,11	0,44	0,73	2,11	2,39	0,53
mar.	0,42	1,90	2,38	2,24	1,45	2,05	0,44	0,80	2,73	2,34	0,50
apr.	0,41	2,02	2,64	2,14	1,42	2,01	0,43	0,78	2,78	2,30	0,58
mag.	0,40	2,04	2,73	2,24	1,40	1,98	0,43	0,77	2,78	2,26	0,52
giu.	0,42	2,15	2,10	2,48	1,41	1,95	0,43	0,87	1,81	2,40	0,66

2. Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente, debiti da carte di credito a saldo e *revolving*	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione					Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) [4)]	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) [4)]			
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2009 lug.	9,31	7,63	6,49	8,03	8,02	3,03	4,10	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91
ago.	9,26	7,93	6,54	7,96	8,17	3,00	4,10	4,54	4,45	4,06	3,24	4,74	4,82
set.	9,26	7,69	6,45	7,91	8,00	2,81	4,05	4,48	4,45	3,92	3,13	4,66	4,74
ott.	9,16	7,32	6,38	7,94	7,87	2,77	4,02	4,45	4,40	3,85	3,21	4,73	4,72
nov.	9,07	7,03	6,29	7,87	7,76	2,71	3,97	4,46	4,32	3,78	3,16	4,57	4,66
dic.	8,99	6,42	6,26	7,56	7,43	2,71	3,96	4,42	4,26	3,81	3,08	4,40	4,35
2010 gen.	8,94	6,83	6,42	8,04	7,86	2,71	3,94	4,38	4,26	3,79	3,13	4,45	4,46
feb.	9,01	6,72	6,25	7,98	7,78	2,68	3,83	4,32	4,18	3,74	3,17	4,48	4,74
mar.	8,82	6,35	6,21	7,94	7,59	2,63	3,72	4,21	4,15	3,66	3,05	4,61	4,55
apr.	8,77	6,77	6,12	7,92	7,66	2,62	3,70	4,18	4,12	3,67	3,06	4,32	4,53
mag.	8,78	6,69	6,14	7,84	7,62	2,58	3,65	4,14	4,01	3,58	3,09	4,45	4,50
giu.	9,02	5,23	6,06	7,89	7,14	2,55	3,60	4,08	3,90	3,52	3,03	4,25	4,27

3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente, debiti da carte di credito a saldo e *revolving*	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7
2009 lug.	4,34	3,56	4,78	4,32	2,37	2,89	3,90
ago.	4,23	3,42	4,67	4,24	2,30	2,80	3,83
set.	4,25	3,36	4,54	4,16	2,06	2,89	3,64
ott.	4,18	3,33	4,49	4,18	2,14	2,73	3,64
nov.	4,11	3,34	4,49	4,10	2,22	2,74	3,80
dic.	4,06	3,28	4,22	3,96	2,19	3,15	3,58
2010 gen.	4,05	3,25	4,20	3,99	2,02	2,88	3,65
feb.	4,03	3,25	4,22	4,05	1,94	2,90	3,61
mar.	3,98	3,24	4,21	4,00	1,99	2,54	3,44
apr.	3,98	3,19	4,17	3,90	2,00	2,72	3,45
mag.	3,97	3,25	4,12	3,86	1,96	2,83	3,41
giu.	3,73	3,25	4,10	3,81	2,17	2,92	3,33

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. I dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

3) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.

4) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro [1)]

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

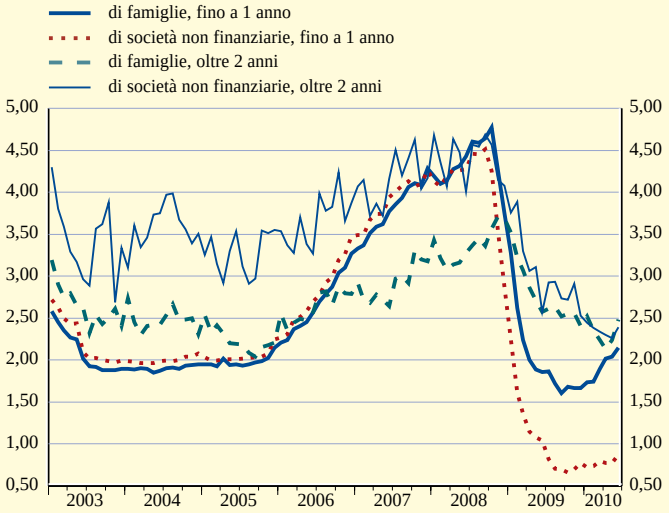
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista [2)]	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso [2), 3)]		A vista [2)]	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 lug.	0,52	3,07	3,03	1,86	3,38	0,57	1,97	3,52	1,53
ago.	0,50	2,94	3,01	1,64	3,23	0,54	1,89	3,39	1,53
set.	0,49	2,83	3,01	1,60	3,12	0,52	1,80	3,39	1,45
ott.	0,46	2,64	2,96	1,55	2,97	0,49	1,70	3,34	1,35
nov.	0,46	2,50	2,95	1,52	2,76	0,48	1,62	3,37	1,28
dic.	0,45	2,36	2,91	1,53	2,45	0,47	1,56	3,30	1,21
2010 gen.	0,43	2,20	2,80	1,47	2,23	0,45	1,45	3,23	1,20
feb.	0,42	2,15	2,84	1,45	2,11	0,44	1,42	3,31	1,20
mar.	0,42	2,13	2,75	1,45	2,05	0,44	1,38	3,26	1,16
apr.	0,41	2,13	2,75	1,42	2,01	0,43	1,37	3,24	1,16
mag.	0,40	2,13	2,71	1,40	1,98	0,43	1,42	3,22	1,14
giu.	0,42	2,13	2,72	1,41	1,95	0,43	1,45	3,11	1,26

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 lug.	4,31	4,31	4,36	7,82	6,79	5,70	3,72	3,59	3,81
ago.	4,23	4,25	4,28	7,82	6,74	5,65	3,65	3,50	3,73
set.	4,18	4,26	4,25	7,80	6,71	5,63	3,62	3,43	3,68
ott.	4,05	4,19	4,18	7,69	6,66	5,54	3,56	3,37	3,60
nov.	4,01	4,15	4,12	7,56	6,66	5,51	3,53	3,36	3,57
dic.	4,07	4,11	4,07	7,55	6,57	5,43	3,46	3,35	3,50
2010 gen.	3,99	4,05	4,00	7,51	6,52	5,38	3,47	3,31	3,45
feb.	4,04	4,11	4,03	7,49	6,61	5,43	3,45	3,33	3,43
mar.	3,98	4,04	3,98	7,44	6,52	5,36	3,43	3,26	3,37
apr.	3,89	4,01	3,92	7,38	6,51	5,30	3,42	3,21	3,33
mag.	3,87	3,97	3,89	7,40	6,46	5,29	3,41	3,20	3,31
giu.	3,79	3,96	3,83	7,59	6,43	5,25	3,27	3,20	3,29

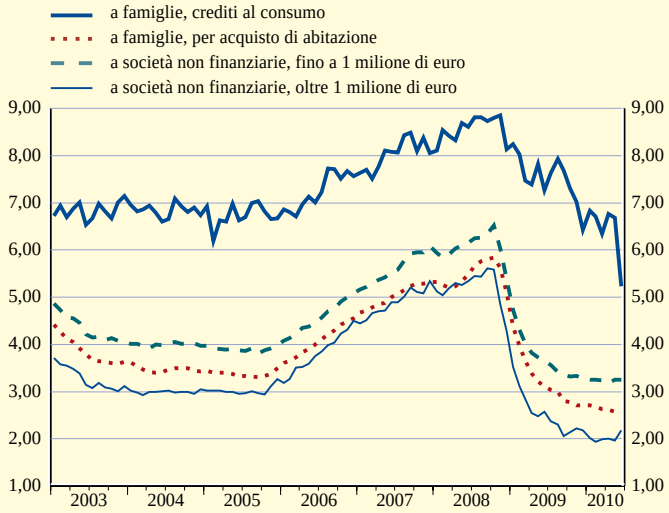
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



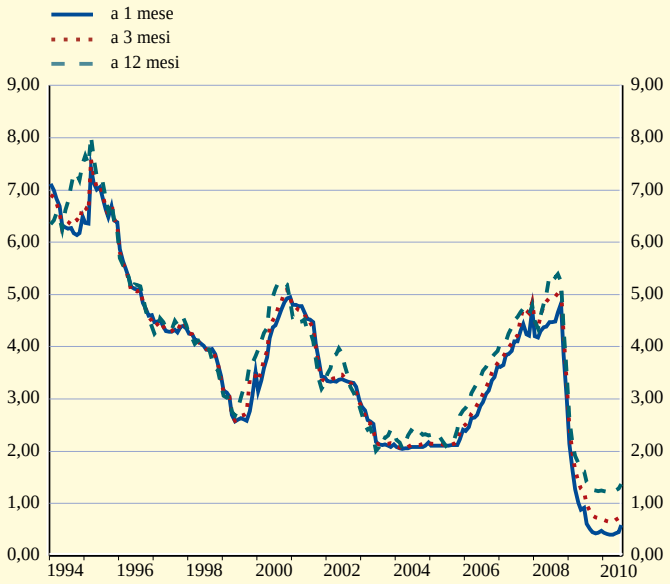
Fonte: BCE.

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

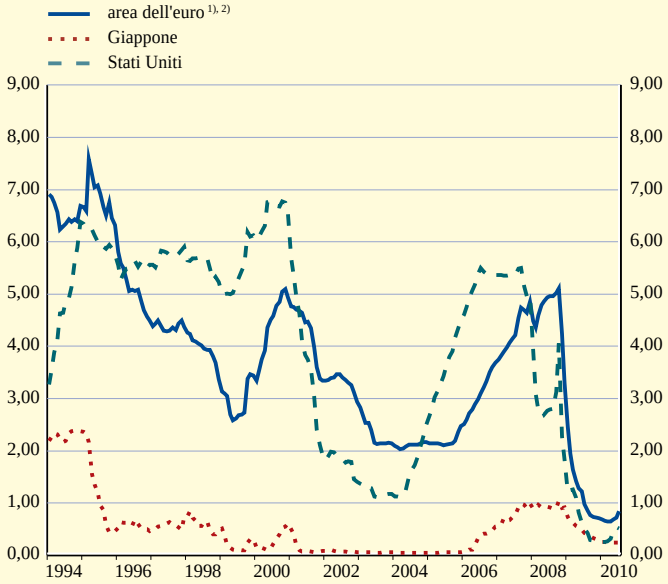
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario
(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro [1), 2)]					Stati Uniti	Giappone
	Depositi *overnight* (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2009 2° trim.	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
3° trim.	0,36	0,53	0,87	1,13	1,34	0,41	0,40
4° trim.	0,36	0,45	0,72	1,00	1,24	0,27	0,31
2010 1° trim.	0,34	0,42	0,66	0,96	1,22	0,26	0,25
2° trim	0,35	0,43	0,69	0,98	1,25	0,44	0,24
2009 lug.	0,36	0,61	0,97	1,21	1,41	0,52	0,43
ago.	0,35	0,51	0,86	1,12	1,33	0,42	0,40
set.	0,36	0,46	0,77	1,04	1,26	0,30	0,36
ott.	0,36	0,43	0,74	1,02	1,24	0,28	0,33
nov.	0,36	0,44	0,72	0,99	1,23	0,27	0,31
dic.	0,35	0,48	0,71	1,00	1,24	0,25	0,28
2010 gen.	0,34	0,44	0,68	0,98	1,23	0,25	0,26
feb.	0,34	0,42	0,66	0,96	1,23	0,25	0,25
mar.	0,35	0,41	0,64	0,95	1,22	0,27	0,25
apr.	0,35	0,40	0,64	0,96	1,23	0,31	0,24
mag.	0,34	0,42	0,69	0,98	1,25	0,46	0,24
giu.	0,35	0,45	0,73	1,01	1,28	0,54	0,24
lug.	0,48	0,58	0,85	1,10	1,37	0,51	0,24

F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro [1), 2)]
(medie mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



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



Fonte: BCE.

1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

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

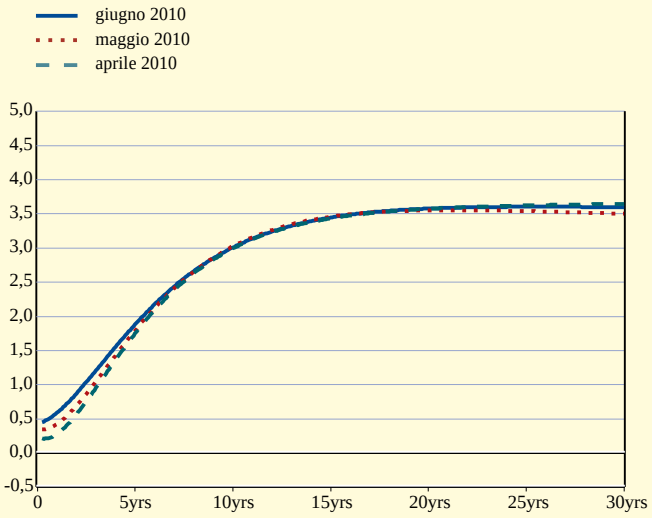
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro [1)]

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni-3 mesi (*spread*)	10 anni-2 anni (*spread*)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2009 2° trim.	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
3° trim.	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
4° trim.	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 1° trim.	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
2° trim	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
2009 lug.	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13
ago.	0,44	0,74	1,46	2,69	3,19	3,68	3,24	2,22	1,55	2,66	4,16	4,95
set.	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
ott.	0,50	0,81	1,43	2,61	3,13	3,68	3,18	2,25	1,49	2,50	4,12	5,11
nov.	0,44	0,80	1,34	2,49	3,01	3,57	3,13	2,23	1,38	2,32	4,00	5,04
dic.	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 gen.	0,28	0,71	1,25	2,48	3,06	3,66	3,38	2,42	1,28	2,25	4,15	5,23
feb.	0,30	0,54	1,02	2,29	2,88	3,49	3,19	2,46	0,98	2,01	3,99	5,08
mar.	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
apr.	0,32	0,60	1,01	2,18	2,78	3,40	3,07	2,39	1,00	1,85	3,89	4,94
mag.	0,21	0,28	0,57	1,75	2,39	3,00	2,78	2,43	0,47	1,28	3,58	4,46
giu.	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
lug.	0,45	0,59	0,87	1,88	2,44	3,01	2,56	2,14	0,82	1,51	3,45	4,43

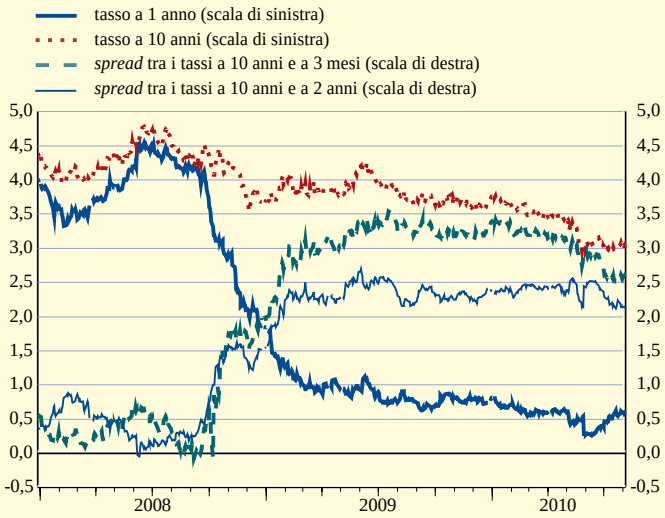
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F26 *Spread* e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; *spread* in punti percentuali)



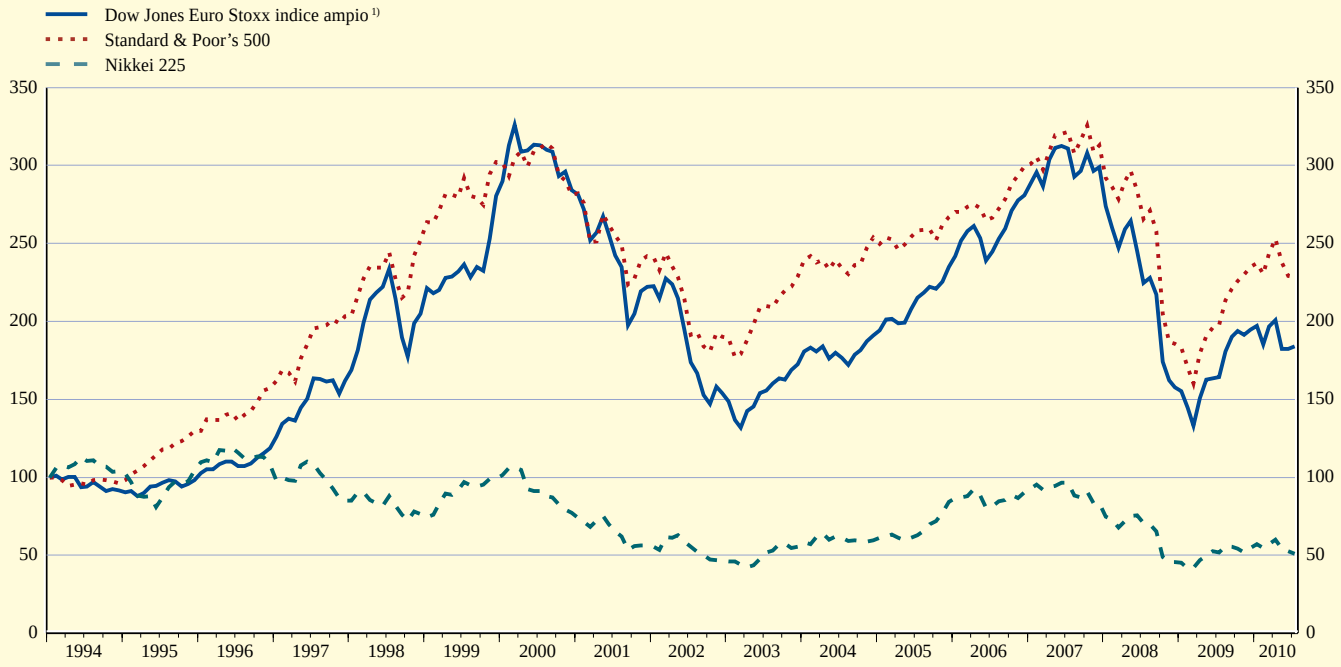
Fonti: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS e i *rating* da Fitch Ratings.

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

4.8 Indici del mercato azionario
(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx [1]												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecno-logia	Servizi pubblici	Telecomu-nicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2009 2° trim.	220,5	2.376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9.274,8
3° trim.	247,2	2.660,6	369,0	142,0	257,1	296,8	192,7	286,0	211,3	361,1	386,0	365,1	994,2	10.117,3
4° trim.	268,1	2.872,7	422,1	151,5	282,8	316,9	209,7	317,7	214,1	375,3	416,5	399,3	1.088,7	9.969,2
2010 1° trim.	268,0	2.849,0	445,0	159,3	294,9	320,0	195,5	326,7	229,9	372,4	398,8	426,3	1.123,6	10.511,2
2° trim	261,1	2.735,7	446,3	163,7	312,9	305,0	178,8	334,3	229,1	349,6	372,2	412,0	1.134,6	10.345,9
2009 lug.	228,0	2.462,1	337,9	134,8	243,7	288,6	170,6	256,8	198,8	334,7	364,8	352,9	934,1	9.678,3
ago.	250,7	2.702,7	377,6	142,1	261,8	293,2	198,6	290,3	208,5	365,7	387,2	364,1	1.009,7	10.430,4
set.	264,0	2.827,9	393,3	149,5	266,5	308,7	210,2	312,5	227,2	384,4	407,0	378,8	1.044,6	10.302,9
ott.	268,7	2.865,5	403,7	150,1	277,5	314,2	216,0	318,4	221,3	375,4	415,0	393,6	1.067,7	10.066,2
nov.	265,4	2.843,8	415,4	149,5	280,0	315,3	208,7	313,6	209,9	369,8	414,5	391,5	1.088,1	9.641,0
dic.	270,1	2.907,6	447,0	155,0	290,9	321,1	204,3	321,0	211,0	380,5	419,8	412,4	1.110,4	10.169,0
2010 gen.	273,5	2.922,7	449,4	158,9	295,7	329,8	204,6	331,6	223,1	384,1	407,4	425,5	1.123,6	10.661,6
feb.	257,0	2.727,5	427,9	154,3	285,3	309,8	183,9	312,3	222,7	360,9	386,8	415,0	1.089,2	10.175,1
mar.	272,6	2.890,5	456,0	164,0	302,4	320,3	197,7	335,0	242,2	372,2	401,9	436,8	1.152,0	10.671,5
apr.	278,6	2.937,3	470,9	171,7	313,8	328,6	199,7	349,0	248,8	378,9	396,7	430,0	1.197,3	11.139,8
mag.	252,7	2.642,1	431,4	159,6	305,2	295,4	170,8	324,8	221,9	341,7	360,0	401,0	1.125,1	10.104,0
giu.	253,2	2.641,7	438,1	160,4	319,5	292,7	167,5	330,0	218,3	330,5	361,6	406,1	1.083,4	9.786,1
lug.	255,1	2.669,5	435,0	160,8	320,8	289,3	178,0	324,2	212,3	320,3	369,7	389,2	1.079,8	9.456,8

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



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

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati [2)]	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
in perc. del totale [3)]	100,0	100,0	83,1	58,0	42,0	100,0	11,9	7,3	29,3	9,6	42,0	88,9	11,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,7
2009 2° trim.	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,7	0,5	0,0	1,8
3° trim.	108,0	-0,4	1,2	-1,9	1,8	0,2	0,3	-0,9	0,0	0,8	0,4	-0,6	1,2
4° trim.	108,6	0,4	1,0	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,1	0,0	0,3	0,4	0,4	0,8
2010 1° trim.	108,6	1,1	0,9	0,9	1,5	0,4	0,0	0,7	0,0	3,0	0,3	1,2	0,4
2° trim.	110,0	1,5	0,8	1,7	1,2	0,6	0,3	0,7	0,2	3,9	0,3	1,5	1,3
2010 feb.	108,4	0,9	0,8	0,6	1,3	0,1	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,1	1,0	0,4
mar.	109,4	1,4	0,9	1,3	1,6	0,4	0,0	0,6	0,0	2,6	0,3	1,6	0,4
apr.	109,9	1,5	0,8	1,8	1,2	0,2	0,1	0,5	0,1	2,0	-0,1	1,6	1,2
mag.	110,0	1,6	0,9	1,9	1,3	0,1	0,2	-0,6	0,1	0,6	0,1	1,6	1,4
giu.	110,0	1,4	0,9	1,5	1,3	0,1	0,3	0,2	0,1	-0,4	0,1	1,4	1,4
lug. [4)]	.	1,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu-nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
in perc. del totale [3)]	19,2	11,9	7,3	38,9	29,3	9,6	10,2	6,0	6,6	3,3	14,9	7,1
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2009 2° trim.	1,0	1,1	0,8	-2,3	0,7	-10,7	2,1	1,8	3,1	-1,2	2,7	2,0
3° trim.	-0,1	0,6	-1,2	-2,8	0,5	-11,9	2,0	1,8	2,5	-0,6	1,8	2,1
4° trim.	-0,2	0,5	-1,5	-0,5	0,3	-3,2	1,9	1,7	2,5	-0,6	1,4	2,2
2010 1° trim.	0,0	0,6	-0,8	1,3	0,1	4,8	1,9	1,6	2,5	-0,5	1,1	1,6
2° trim.	0,7	0,8	0,7	2,2	0,3	8,1	1,8	1,5	2,3	-0,9	0,8	1,5
2010 gen.	-0,1	0,6	-1,3	1,1	0,1	4,0	1,9	1,7	2,6	-0,9	1,0	1,6
feb.	-0,1	0,6	-1,2	0,9	0,1	3,3	1,9	1,6	2,2	-0,4	0,9	1,6
mar.	0,3	0,5	-0,1	1,8	0,1	7,2	1,9	1,6	2,7	-0,3	1,4	1,5
apr.	0,7	0,6	0,7	2,3	0,2	9,1	1,9	1,5	2,4	-0,6	0,4	1,4
mag.	0,7	0,9	0,4	2,5	0,3	9,2	1,8	1,5	2,2	-1,1	0,9	1,5
giu.	0,9	0,9	0,9	1,8	0,4	6,2	1,8	1,5	2,3	-1,1	1,0	1,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo Eurostat http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.

3) Coefficenti di ponderazione utilizzati nel 2010.

4) Stime basate su dati nazionali provvisori che di norma coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni [1]	Prezzi degli immobili residenziali [2]
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici		
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo					
							Totale	Durevoli	Non durevoli			
in perc. del totale [3]	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
2006	105,1	5,1	3,5	2,7	4,6	1,6	1,5	1,4	1,4	13,5	4,6	6,6
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,2	1,2	4,1	4,5
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,5
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,8	-5,3	0,4	-2,0	1,2	-2,5	-11,7	0,1	-3,1
2009 2° trim.	108,3	-5,8	-6,8	-3,0	-5,8	0,7	-2,0	1,5	-2,5	-13,6	-0,2	-3,1 [4]
3° trim.	108,0	-7,9	-7,4	-4,1	-7,5	-0,1	-2,6	1,0	-3,1	-18,2	-1,7	-
4° trim.	108,4	-4,6	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,4	0,5	-2,8	-9,5	-0,2	-3,0 [4]
2010 1° trim.	109,6	-0,1	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,3	-0,7	0,3	0,2	-
2° trim.	111,5	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	0,0	0,6	-0,1	7,0	.	.
2010 feb.	109,3	-1,0	0,9	-1,0	-1,5	-0,6	-0,7	0,5	-0,8	-1,5	-	-
mar.	109,4	-0,4	1,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,2	-0,6	-0,6	-	-
apr.	110,1	0,9	2,7	0,1	0,8	-0,3	-0,4	0,3	-0,5	3,0	-	-
mag.	111,1	2,8	3,7	1,0	2,7	0,0	-0,3	0,4	-0,4	7,8	-	-
giu.	111,5	3,1	4,1	1,7	3,9	0,3	0,0	0,7	-0,2	7,3	-	-
lug.	111,8	3,0	3,5	1,9	4,3	0,3	0,2	0,8	0,1	6,0	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

	Prezzo del petrolio [5] (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni [6]			Ponderati in base all'utilizzo [7]			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni [8]	Importazioni [8]
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
in perc. del totale		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	52,9	27,7	5,8	37,9	24,5	5,9	38,2	113,8	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,6	3,8
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,4	2,9	116,5	2,4	2,3	2,3	1,6	2,7	1,6	1,4
2008	65,9	2,0	18,5	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	119,0	2,2	2,7	2,8	2,6	2,4	2,6	3,7
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,5	-22,8	120,2	1,0	0,0	-0,2	1,8	-0,9	-3,1	-5,6
2009 1° trim.	35,1	-29,3	-15,0	-36,1	-28,7	-17,7	-36,9	120,1	1,8	0,9	0,3	2,4	0,6	-1,9	-4,2
2° trim.	43,8	-24,5	-11,2	-30,9	-22,5	-10,0	-31,4	120,0	1,0	-0,2	-0,4	1,3	-0,9	-3,4	-6,6
3° trim.	48,1	-18,7	-12,7	-21,5	-18,9	-15,3	-21,4	120,2	0,8	-0,6	-0,8	2,2	-1,8	-4,3	-8,0
4° trim.	51,2	3,2	5,8	1,9	2,5	-0,9	5,1	120,3	0,2	0,0	0,2	1,4	-1,4	-2,7	-3,5
2010 1° trim.	56,0	29,0	7,5	42,7	27,4	7,5	46,6	120,8	0,5	0,2	1,3	1,6	-0,4	2,3	1,3
2010 feb.	54,5	25,4	5,0	38,4	25,0	7,1	42,3	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	59,1	34,5	8,9	50,5	31,5	7,7	54,5	-	-	-	-	-	-	-	-
apr.	64,0	51,9	8,1	78,7	43,8	8,9	76,2	-	-	-	-	-	-	-	-
mag.	61,6	52,1	11,5	77,8	43,6	12,0	73,8	-	-	-	-	-	-	-	-
giu.	62,2	50,9	17,6	71,4	44,0	20,9	64,8	-	-	-	-	-	-	-	-
lug.	58,9	56,0	24,9	73,6	49,4	31,1	64,5	-	-	-	-	-	-	-	-

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) Prezzi degli *input* delle costruzioni residenziali.
2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni cfr. http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html).
3) Nel 2005.
4) I dati trimestrali per il secondo e quarto trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima e la seconda metà dell'anno rispettivamente. Alcuni dati nazionali sono disponibili solo a frequenza annuale, pertanto la stima del dato semestrale – essendo parzialmente derivata da quello annuale – risulta meno accurata di quest'ultimo.
5) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
6) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-06.
7) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html).
8) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costo del lavoro per unità di prodotto [1]							
2008	115,4	3,3	0,4	3,7	2,9	3,1	3,6	2,8
2009	119,8	3,8	-1,2	10,1	1,1	4,9	0,8	2,7
2009 2° trim.	120,2	4,7	-0,2	14,0	0,8	6,1	1,3	1,9
3° trim.	119,7	3,5	-2,2	8,7	0,2	3,8	0,4	3,5
4° trim.	119,7	1,3	-1,0	1,5	1,2	2,2	0,7	2,0
2010 1° trim.	119,7	-0,5	-0,7	-6,8	1,9	-0,1	1,1	1,4
	Redditi per occupato							
2008	121,5	3,1	3,9	3,0	4,4	2,7	2,7	3,4
2009	123,3	1,5	2,2	0,2	2,1	1,4	1,4	2,6
2009 2° trim.	122,9	1,4	2,4	0,0	2,6	2,0	1,9	1,9
3° trim.	123,6	1,5	2,0	0,4	2,1	0,4	1,4	3,3
4° trim.	124,0	1,3	2,3	0,4	1,7	1,0	1,8	2,1
2010 1° trim.	124,3	1,5	1,4	2,1	0,4	1,3	2,0	1,3
	Produttività del lavoro per occupato [2]							
2008	105,3	-0,2	3,5	-0,7	1,4	-0,4	-0,8	0,6
2009	102,9	-2,3	3,5	-8,9	1,1	-3,3	0,6	-0,1
2009 2° trim.	102,3	-3,1	2,6	-12,4	1,8	-3,8	0,5	0,0
3° trim.	103,3	-1,9	4,2	-7,6	1,9	-3,3	1,0	-0,3
4° trim.	103,6	0,0	3,4	-1,1	0,5	-1,1	1,0	0,1
2010 1° trim.	103,9	1,9	2,2	9,5	-1,4	1,4	0,9	-0,1
	Redditi per ora lavorata [2]							
2008	123,7	3,1	2,8	3,5	3,8	2,7	2,3	3,1
2009	127,5	3,1	3,2	4,5	4,2	2,2	2,6	3,0
2009 2° trim.	127,5	3,5	2,5	5,9	4,6	2,9	3,2	2,6
3° trim.	127,8	3,1	2,7	4,8	4,0	1,2	2,6	3,6
4° trim.	127,8	2,1	3,2	1,5	3,8	1,4	2,5	2,3
2010 1° trim.	128,0	0,7	2,0	0,0	-0,9	0,2	1,9	1,1
	Produttività per ora lavorata [2]							
2008	108,0	-0,1	3,7	-0,2	1,2	-0,2	-1,2	0,2
2009	107,0	-0,9	3,5	-5,3	2,8	-2,7	1,8	0,2
2009 2° trim.	106,6	-1,4	1,6	-7,4	3,5	-3,0	2,0	0,4
3° trim.	107,4	-0,6	4,4	-3,9	3,5	-2,7	2,4	-0,1
4° trim.	107,4	0,5	3,3	-0,2	1,9	-1,1	1,9	0,2
2010 1° trim.	107,6	1,3	3,4	7,3	-2,6	0,6	0,7	-0,6

5. Indicatori del costo del lavoro [3]

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali [4]
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale [5]	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	100,0	3,5	3,6	3,4	3,8	4,7	3,1	3,3
2009	102,6	2,7	2,6	3,0	3,1	3,7	2,3	2,7
2009 2° trim.	102,5	3,3	3,2	3,4	4,3	4,5	2,6	2,8
3° trim.	102,9	2,6	2,7	2,6	3,5	2,5	2,2	2,4
4° trim.	103,3	1,7	1,6	2,0	0,6	3,3	2,1	2,2
2010 1° trim.	104,0	2,1	2,0	2,1	1,8	2,1	2,2	1,8

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

1) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.
2) Valore aggiunto (in volume) per input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).
3) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi non inclusi in altre classificazioni. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.
4) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html).
5) Nel 2008.

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale [1]		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte [2]	Totale	Esportazioni [1]	Importazioni [1]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)								
2006	8.562,4	8.466,0	4.872,9	1.733,6	1.834,4	25,2	96,3	3.453,2	3.356,9
2007	9.013,3	8.874,2	5.067,5	1.802,8	1.970,5	33,4	139,2	3.734,7	3.595,5
2008	9.258,2	9.160,0	5.228,6	1.891,8	2.000,5	39,2	98,2	3.862,7	3.764,5
2009	8.967,8	8.849,3	5.158,8	1.979,1	1.769,0	-57,7	118,5	3.249,6	3.131,1
2009 1° trim.	2.237,1	2.221,6	1.285,4	488,7	452,9	-5,5	15,5	807,7	792,2
2° trim.	2.233,8	2.204,5	1.287,5	492,7	444,2	-19,9	29,4	791,4	762,0
3° trim.	2.246,3	2.212,0	1.287,6	499,8	438,2	-13,6	34,3	815,1	780,8
4° trim.	2.250,5	2.211,2	1.298,2	498,0	433,7	-18,7	39,3	835,5	796,2
2010 1° trim.	2.263,4	2.232,3	1.302,2	503,3	429,4	-2,6	31,1	873,2	842,1
	in percentuale del PIL								
2009	100,0	98,7	57,5	22,1	19,7	-0,6	1,3	-	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati [3])								
	variazioni percentuali sul trimestre precedente								
2009 1° trim.	-2,5	-2,4	-0,6	0,8	-5,3	-	-	-8,4	-8,0
2° trim.	-0,1	-0,7	0,1	0,7	-1,5	-	-	-1,1	-2,8
3° trim.	0,4	0,3	-0,2	0,7	-1,1	-	-	2,9	2,8
4° trim.	0,1	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	-	-	1,8	1,2
2010 1° trim.	0,2	0,8	-0,1	0,2	-1,2	-	-	2,1	3,8
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,4	-	-	8,6	8,5
2007	2,8	2,4	1,6	2,3	4,6	-	-	6,3	5,5
2008	0,6	0,6	0,3	2,2	-0,6	-	-	0,9	1,0
2009	-4,1	-3,5	-1,2	2,7	-10,9	-	-	-13,3	-12,0
2009 1° trim.	-5,2	-3,7	-1,7	3,0	-11,5	-	-	-16,4	-13,3
2° trim.	-4,9	-3,8	-1,2	2,9	-11,5	-	-	-17,0	-14,7
3° trim.	-4,1	-3,5	-1,3	3,0	-11,4	-	-	-13,6	-12,4
4° trim.	-2,1	-2,8	-0,5	2,0	-8,7	-	-	-5,2	-7,0
2010 1° trim.	0,6	0,3	0,0	1,4	-4,8	-	-	5,7	4,9
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali								
2009 1° trim.	-2,5	-2,4	-0,3	0,2	-1,1	-1,1	-0,2	-	-
2° trim.	-0,1	-0,7	0,1	0,1	-0,3	-0,6	0,6	-	-
3° trim.	0,4	0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,5	0,1	-	-
4° trim.	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,2	-	-
2010 1° trim.	0,2	0,8	-0,1	0,0	-0,2	1,0	-0,6	-	-
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali								
2006	3,0	2,8	1,2	0,4	1,1	0,1	0,1	-	-
2007	2,8	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,4	-	-
2008	0,6	0,6	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2009	-4,1	-3,4	-0,7	0,5	-2,3	-0,9	-0,7	-	-
2009 1° trim.	-5,2	-3,7	-1,0	0,6	-2,5	-0,8	-1,5	-	-
2° trim.	-4,9	-3,7	-0,7	0,6	-2,5	-1,1	-1,2	-	-
3° trim.	-4,1	-3,4	-0,7	0,6	-2,5	-0,8	-0,7	-	-
4° trim.	-2,1	-2,8	-0,3	0,4	-1,8	-1,1	0,7	-	-
2010 1° trim.	0,6	0,3	0,0	0,3	-1,0	1,0	0,3	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella sezione 3.1, nella tavola 1 della sezione 7.1, nella tavola 3 della sezione 7.2 oppure nelle tavole 1 o 3 della sezione 7.5.

2) Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.

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

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)							
2006	7.648,5	140,8	1.565,3	477,8	1.596,8	2.137,2	1.730,4	913,9
2007	8.054,7	151,4	1.644,5	511,1	1.671,0	2.273,8	1.802,9	958,7
2008	8.312,4	147,0	1.656,5	534,2	1.731,3	2.361,7	1.881,7	945,8
2009	8.074,5	130,7	1.431,8	516,0	1.670,5	2.370,5	1.955,0	893,2
2009 1° trim.	2.013,9	34,1	356,2	131,5	416,9	591,4	483,8	223,3
2° trim.	2.012,1	32,8	353,1	129,6	417,1	592,3	487,1	221,8
3° trim.	2.022,7	31,7	360,2	128,4	418,5	592,7	491,1	223,6
4° trim.	2.025,9	32,1	362,3	126,5	417,9	594,1	493,0	224,6
2010 1° trim.	2.041,6	33,0	369,1	124,0	419,3	599,5	496,6	221,9
	in percentuale del valore aggiunto							
2009	100,0	1,6	17,7	6,4	20,7	29,4	24,2	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati [1])							
	variazioni percentuali sul trimestre precedente							
2009 1° trim.	-2,6	0,9	-8,7	-1,1	-3,2	-1,0	0,2	-1,8
2° trim.	-0,1	-0,1	-1,0	-1,2	0,0	0,0	0,6	0,4
3° trim.	0,3	0,8	2,1	-1,4	0,0	-0,1	0,2	0,9
4° trim.	0,1	-0,5	0,6	-1,4	0,0	0,1	0,2	0,7
2010 1° trim.	0,5	0,4	1,9	-2,3	0,1	0,5	0,4	-2,2
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente							
2006	2,9	0,0	3,6	2,8	2,7	4,2	1,4	3,3
2007	3,0	0,4	2,5	2,4	3,4	4,1	2,1	0,9
2008	0,8	1,6	-0,7	-0,9	0,8	1,4	1,6	-1,2
2009	-4,3	1,2	-13,6	-5,8	-5,0	-1,6	1,2	-2,5
2009 1° trim.	-5,3	1,2	-16,7	-6,5	-6,0	-1,6	1,2	-4,5
2° trim.	-5,1	0,7	-16,7	-5,6	-5,6	-1,9	1,4	-3,2
3° trim.	-4,3	1,6	-13,2	-5,5	-5,1	-1,8	1,1	-2,3
4° trim.	-2,4	1,1	-7,1	-5,0	-3,3	-1,1	1,2	0,1
2010 1° trim.	0,7	0,6	3,6	-6,2	0,0	0,5	1,4	-0,3
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali							
2009 1° trim.	-2,6	0,0	-1,7	-0,1	-0,7	-0,3	0,0	-
2° trim.	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
3° trim.	0,3	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
2010 1° trim.	0,5	0,0	0,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali							
2006	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,1	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,5	0,1	0,7	1,2	0,5	-
2008	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,4	-
2009	-4,3	0,0	-2,7	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
2009 1° trim.	-5,3	0,0	-3,4	-0,4	-1,3	-0,5	0,3	-
2° trim.	-5,1	0,0	-3,4	-0,4	-1,2	-0,5	0,3	-
3° trim.	-4,3	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
4° trim.	-2,4	0,0	-1,4	-0,3	-0,7	-0,3	0,3	-
2010 1° trim.	0,7	0,0	0,6	-0,4	0,0	0,1	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per il numero delle giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

	Totale	Industria escluse le costruzioni										Costruzioni
		Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	
				Industria manifattu-riera	Totale	Beni intermedi	Beni d'inve-stimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
in perc. del totale [1]	100,0	78,0	78,0	69,4	68,8	28,2	22,1	18,5	2,6	15,9	9,1	22,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	3,2	108,1	3,7	4,1	4,3	3,7	6,6	2,4	1,4	2,5	-0,9	1,2
2008	-2,3	106,2	-1,7	-1,9	-1,9	-3,4	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,6
2009	-13,8	90,4	-14,9	-15,9	-16,4	-19,2	-20,9	-5,0	-17,5	-3,0	-5,5	-8,1
2009 2° trim.	-16,7	88,6	-18,7	-19,5	-20,0	-24,2	-24,2	-5,9	-21,2	-3,4	-8,9	-7,4
3° trim.	-13,6	90,9	-14,4	-15,2	-15,7	-18,3	-21,0	-4,0	-18,4	-1,9	-5,7	-9,1
4° trim.	-7,3	92,1	-7,4	-8,0	-8,4	-6,6	-14,0	-2,6	-10,1	-1,4	-3,8	-6,0
2010 1° trim.	2,0	94,4	4,8	5,1	5,2	8,2	2,8	3,5	0,1	3,9	2,9	-9,7
2009 dic.	-3,8	92,1	-3,7	-4,2	-4,6	0,0	-11,0	-0,9	-7,3	0,0	-1,6	-3,6
2010 gen.	-0,2	94,3	2,1	2,3	2,6	4,9	0,0	1,7	-2,5	2,3	0,8	-10,3
feb.	0,8	93,7	4,4	4,6	4,7	7,3	3,1	2,6	1,0	2,9	2,4	-14,0
mar.	5,1	95,3	7,8	8,1	7,8	12,0	4,8	5,9	1,6	6,5	5,8	-5,4
apr.	6,5	96,1	9,5	9,6	9,7	15,8	9,2	2,8	0,4	3,1	5,2	-5,7
mag.	6,3	97,1	9,6	9,8	9,9	14,9	9,0	4,0	7,3	3,5	5,4	-6,0
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2009 dic.	-1,0	-	-0,8	0,2	1,1	-2,2	-2,1	0,4	-2,9	0,6	2,8	0,4
2010 gen.	1,7	-	2,3	1,9	0,9	2,3	3,2	1,1	2,7	1,0	3,0	-1,9
feb.	-1,1	-	-0,6	0,6	0,9	0,6	-1,3	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	-6,2
mar.	2,4	-	1,8	1,7	1,6	2,5	1,9	1,5	0,5	1,7	-1,6	6,5
apr.	0,6	-	0,8	0,5	1,0	2,1	1,7	-1,3	-0,3	-1,4	-0,7	-0,3
mag.	0,5	-	1,0	0,7	0,6	0,9	1,3	0,8	3,4	0,5	0,6	-0,9

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (escluso carburante per autoveicoli)							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera [2] (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti							
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari			Migliaia (dest.) [3]	Totale
										Tessili, vestiario, calzature	Elettro-domestici		
in perc. del totale [1]	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	42,9	57,1	9,9	13,9		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007	119,9	8,6	115,0	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,1	4,0	3,1	968	-0,6
2008	113,0	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,4	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	-1,9	896	-7,0
2009	87,7	-22,8	95,5	-18,5	-2,7	101,6	-1,8	-1,6	-1,9	-1,2	-3,9	926	3,2
2009 3° trim.	90,4	-21,4	95,9	-18,9	-3,5	101,4	-2,0	-1,4	-2,5	-2,8	-3,2	962	10,1
4° trim.	92,1	-2,8	97,5	-9,3	-1,5	101,7	-0,6	-0,4	-0,7	0,4	-0,8	965	20,7
2010 1° trim.	95,3	13,8	101,1	6,3	0,6	102,1	0,7	1,3	0,5	3,3	0,9	892	7,4
2° trim.	.	.	.	.	0,8	102,0	0,5	0,0	0,8	.	.	826	-10,6
2010 gen.	91,6	7,5	99,4	1,1	-1,0	101,9	-0,3	0,7	-0,8	2,2	-1,5	859	8,3
feb.	94,8	12,5	100,5	6,0	0,2	101,9	0,4	0,6	0,5	2,2	0,6	878	2,9
mar.	99,4	20,5	103,5	11,0	2,5	102,5	2,1	2,7	1,8	5,5	3,5	938	10,2
apr.	100,1	22,0	101,4	10,0	-0,1	101,6	-0,3	-0,9	0,0	-0,5	1,0	839	-10,1
mag.	103,7	22,6	106,0	13,1	1,2	102,2	1,0	0,9	1,0	-1,7	4,4	786	-13,1
giu.	.	.	.	.	1,3	102,1	0,8	0,1	1,4	.	.	853	-8,8
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2010 feb.	-	3,5	-	1,1	0,2	-	0,0	-0,1	0,1	-0,9	0,6	-	2,3
mar.	-	4,9	-	3,0	0,9	-	0,6	0,5	0,6	1,8	1,3	-	6,8
apr.	-	0,6	-	-2,0	-1,0	-	-0,9	-1,0	-0,7	-2,7	-0,9	-	-10,6
mag.	-	3,7	-	4,5	0,6	-	0,6	0,8	0,4	-0,7	1,4	-	-6,3
giu.	-	.	-	.	0,0	-	-0,1	-0,7	0,3	.	.	-	8,5

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

1) Nel 2005.

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

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

5.2 Produzione e domanda

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

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese [2]

	Indice del clima economico [3] (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata [4] (in perc.)	Totale [5]	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale [5]	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	107,3	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	109,2	5	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2008	93,5	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	24	-14
2009	80,8	-28	-56	14	-15	71,1	-25	-7	-26	56	-10
2009 2° trim.	75,6	-33	-62	18	-20	69,9	-28	-9	-34	59	-11
3° trim.	84,1	-26	-58	12	-9	70,3	-21	-5	-20	51	-9
4° trim.	91,9	-19	-50	7	1	71,7	-17	-3	-11	48	-7
2010 1° trim.	96,6	-12	-41	2	7	73,9	-17	-4	-11	46	-7
2° trim.	99,3	-6	-28	0	9	76,5	-17	-6	-18	34	-9
2010 feb.	95,9	-13	-42	4	7	-	-17	-4	-12	47	-7
mar.	97,9	-10	-39	0	9	-	-17	-5	-12	46	-7
apr.	100,6	-7	-32	-1	9	75,5	-15	-5	-12	36	-8
mag.	98,4	-6	-28	1	10	-	-18	-7	-21	34	-10
giu.	99,0	-6	-26	0	9	-	-17	-7	-20	32	-9
lug.	101,3	-4	-21	-1	10	77,4	-14	-7	-14	27	-9

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale [5]	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale [5]	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale [5]	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-7	7	1	5	15	13	20	16	19	24
2008	-13	-20	-6	-7	-6	17	2	2	-5	4	7
2009	-31	-40	-22	-15	-21	11	-15	-16	-22	-16	-9
2009 2° trim.	-33	-42	-24	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
3° trim.	-31	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-18	-13	-5
4° trim.	-28	-40	-16	-12	-19	10	-7	-4	-8	-8	3
2010 1° trim.	-27	-37	-17	-7	-9	8	-2	0	-4	-2	7
2° trim.	-28	-40	-16	-4	-5	8	0	4	1	4	8
2010 feb.	-29	-39	-18	-9	-12	9	-5	1	-2	-3	7
mar.	-25	-35	-14	-6	-9	9	-1	1	-3	-1	8
apr.	-25	-37	-13	-1	-1	8	4	6	0	5	11
mag.	-28	-40	-17	-6	-7	10	-1	4	-1	4	8
giu.	-30	-43	-17	-6	-7	7	-3	4	2	4	5
lug.	-29	-42	-16	-4	-6	7	0	6	5	8	6

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

1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.

2) A partire da maggio 2010, i dati si riferiscono alla nuova versione della classificazione delle attività economiche dell'Unione europea (NACE Rev. 2).

3) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2008.

4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dalle medie trimestrali.

5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro [1)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione in termini di occupati

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

2. Occupazione in termini di ore lavorate

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

3. Ore lavorate per occupato

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

Fonte: Eurostat.

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

2) Nel 2009.

5.3 Mercato del lavoro

4. Disoccupazione [1)]

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età [3)]				Per genere [4)]			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale [2)]	100,0		78,4		21,6		53,8		46,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	12,877	8,3	10,053	7,3	2,824	16,4	6,389	7,5	6,488	9,4
2007	11,679	7,5	9,126	6,6	2,553	14,9	5,737	6,7	5,942	8,5
2008	11,890	7,6	9,265	6,6	2,625	15,4	5,997	6,9	5,893	8,3
2009	14,866	9,4	11,646	8,2	3,220	19,4	7,997	9,3	6,869	9,6
2009 2° trim.	14,784	9,4	11,546	8,2	3,237	19,4	7,959	9,2	6,825	9,5
3° trim.	15,295	9,7	11,996	8,5	3,299	20,0	8,258	9,6	7,038	9,8
4° trim.	15,502	9,8	12,241	8,7	3,261	20,0	8,421	9,8	7,082	9,9
2010 1° trim.	15,666	9,9	12,422	8,8	3,244	20,0	8,479	9,8	7,187	10,0
2° trim.	15,753	10,0	12,586	8,9	3,167	19,8	8,465	9,8	7,288	10,1
2010 gen.	15,595	9,9	12,352	8,7	3,243	20,0	8,460	9,8	7,135	10,0
feb.	15,672	9,9	12,406	8,8	3,266	20,1	8,498	9,9	7,174	10,0
mar.	15,732	10,0	12,509	8,8	3,224	20,0	8,479	9,8	7,253	10,1
apr.	15,724	10,0	12,519	8,8	3,205	19,9	8,469	9,8	7,256	10,1
mag.	15,765	10,0	12,591	8,9	3,174	19,8	8,470	9,8	7,295	10,1
giu.	15,771	10,0	12,648	8,9	3,123	19,6	8,457	9,8	7,313	10,2
lug.	15,789	10,0	12,588	8,9	3,201	19,9	8,475	9,9	7,314	10,2

Fonte: Eurostat.

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

2) Nel 2009.

3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.

4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

6 FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo [1)]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale [2)]
			Imposte dirette			Imposte indirette		Contributi sociali			Vendite di beni e servizi			
				Famiglie	Imprese		Riscosse da istituzioni dell'UE		Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti			Imposte in conto capitale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,8	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,3	11,5	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,4	45,2	12,4	9,1	3,2	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,6
2008	44,9	44,7	12,2	9,3	2,8	13,3	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,2	0,3	41,0
2009	44,5	44,2	11,4	9,2	2,0	13,1	0,3	15,7	8,3	4,5	2,2	0,3	0,4	40,5

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti								Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie [3)]
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	47,5	43,6	10,3	4,8	3,8	24,7	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,7
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	0,1	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	43,5	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,1	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	46,0	42,3	10,0	5,0	3,0	24,3	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	46,9	43,0	10,1	5,1	3,0	24,8	22,0	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,9
2009	50,7	46,5	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,8	0,5	4,2	2,8	1,4	0,0	47,9

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	Consumi pubblici [4)]							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,6	-1,1	0,0	-0,1	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,0	-0,2	-0,2	0,4	1,0	20,5	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,4
2009	-6,2	-5,0	-0,5	-0,3	-0,4	-3,4	22,1	10,8	5,6	5,8	2,0	2,2	8,8	13,3

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) [5)]

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2006	0,3	-1,6	3,0	-3,6	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,5	-1,5	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	0,2	0,1	-5,1	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,2	-0,4	-2,6	0,0	-1,9	5,2
2008	-1,2	0,0	-7,3	-7,7	-4,1	-3,3	-2,7	0,9	2,9	-4,5	0,7	-0,4	-2,8	-1,7	-2,3	4,2
2009	-6,0	-3,3	-14,3	-13,6	-11,2	-7,5	-5,3	-6,1	-0,7	-3,8	-5,3	-3,4	-9,4	-5,5	-6,8	-2,2

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

1) Dati relativi agli Euro 16. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
3) Spese totali meno spese per interessi.
4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito [1)]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali [2)]				Altri creditori [3)]
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	43,9	22,1	12,3	9,5	25,4
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,0	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	40,5	19,4	10,6	10,5	27,4
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,7	19,6	11,0	9,1	29,3
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	38,2	18,5	10,7	9,0	31,3
2005	70,1	2,4	11,8	4,7	51,1	36,3	17,2	11,1	8,0	33,8
2006	68,2	2,4	11,5	4,1	50,2	34,4	17,4	9,3	7,7	33,8
2007	65,9	2,2	10,8	4,2	48,7	32,6	16,7	8,5	7,3	33,4
2008	69,4	2,3	11,0	6,7	49,4	32,4	16,6	7,9	7,8	37,0
2009	78,8	2,4	11,9	8,6	55,8	36,6	19,7	8,7	8,2	42,2

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da [4)]				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000	69,2	58,2	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,1	67,4	1,8
2001	68,2	57,1	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,0	56,7	6,2	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,2	0,9
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,1	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,2	4,6	14,8	25,5	29,7	69,1	1,0
2006	68,2	55,9	6,5	5,3	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,7	0,6
2007	65,9	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,6	23,5	27,8	65,4	0,5
2008	69,4	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,4	17,8	23,3	28,4	68,6	0,8
2009	78,8	64,9	7,6	5,6	0,6	12,2	66,5	4,5	19,8	26,7	32,2	78,0	0,8

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2006	88,1	67,6	24,9	97,8	39,6	63,7	106,5	64,6	6,5	63,7	47,4	62,2	64,7	26,7	30,5	39,7
2007	84,2	65,0	25,0	95,7	36,2	63,8	103,5	58,3	6,7	61,9	45,5	59,5	63,6	23,4	29,3	35,2
2008	89,8	66,0	43,9	99,2	39,7	67,5	106,1	48,4	13,7	63,7	58,2	62,6	66,3	22,6	27,7	34,2
2009	96,7	73,2	64,0	115,1	53,2	77,6	115,8	56,2	14,5	69,1	60,9	66,5	76,8	35,9	35,7	44,0

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

1) Dati relativi agli Euro 16. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.

2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.

3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.

4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.

6.3 Variazione del debito [1)]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			
		Fabbisogno [2)]	Effetti di rivalutazione [3)]	Altre variazioni in volume [4)]	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali [5)]	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri creditori [6)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	0,0	-0,5	-0,8	1,9
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	0,0	-0,5	-0,1	2,1
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,8	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,3	0,1	3,1
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,6	-0,7	0,8	3,6
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	-0,1	1,0	-1,2	1,6
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,2	0,2	-0,3	1,2
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	0,7	0,4	-0,4	4,5
2009	7,1	7,3	-0,2	0,0	0,1	0,6	1,6	4,8	3,1	2,5	0,5	4,0

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) [7)]	Raccordo disavanzo-debito [8)]												
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro [9)]
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli [10)]	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,4	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,2	-2,0	3,3	3,1	0,8	0,7	0,8	0,8	0,0	0,6	0,1	0,0	0,0	0,1
2009	7,1	-6,2	0,9	1,0	0,4	0,0	0,2	0,4	-0,2	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0

Fonte: BCE.

1) Dati relativi agli Euro 16 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
5) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
6) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
7) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
8) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
9) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
10) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali [1)]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale [2)]
			Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale		Imposte in conto capitale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004 1° trim.	41,4	40,9	9,5	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
2° trim.	44,7	44,0	11,9	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
3° trim.	42,8	42,4	10,7	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,2
4° trim.	49,0	48,0	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 1° trim.	42,0	41,5	10,0	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
2° trim.	44,3	43,7	11,5	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,1
3° trim.	43,6	42,9	11,1	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,7
4° trim.	49,0	48,3	13,3	14,2	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 1° trim.	42,4	42,0	10,3	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	39,0
2° trim.	45,4	44,9	12,2	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,1
3° trim.	43,8	43,3	11,6	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	49,3	48,7	14,0	14,3	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 1° trim.	42,1	41,7	10,2	13,5	14,8	1,7	0,8	0,3	0,3	38,8
2° trim.	45,6	45,2	12,7	13,5	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	41,4
3° trim.	43,8	43,3	12,2	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
4° trim.	49,8	49,1	14,4	14,1	15,8	3,0	0,9	0,6	0,3	44,6
2008 1° trim.	42,4	41,9	10,7	12,9	14,8	1,7	1,0	0,5	0,2	38,6
2° trim.	45,1	44,6	12,6	12,8	15,0	1,9	1,5	0,5	0,3	40,7
3° trim.	43,3	42,9	11,9	12,4	15,1	1,9	0,8	0,3	0,3	39,7
4° trim.	48,6	48,4	13,6	13,6	16,3	3,0	1,0	0,2	0,3	43,7
2009 1° trim.	41,2	41,8	10,2	12,5	15,4	1,8	1,0	-0,6	0,2	38,4
2° trim.	43,8	43,9	11,5	12,6	15,5	2,0	1,5	-0,1	0,5	40,1
3° trim.	42,8	42,4	10,9	12,3	15,5	2,0	0,8	0,4	0,3	39,1
4° trim.	49,8	47,9	12,7	13,6	16,4	3,2	0,9	1,9	0,5	43,2
2010 1° trim.	41,4	41,3	10,0	12,3	15,3	1,8	0,9	0,2	0,2	38,0

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 1° trim.	46,3	42,9	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	3,2	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,9	1,4
3° trim.	46,0	42,6	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,2	-0,1
4° trim.	50,8	45,6	11,0	5,7	2,9	26,0	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 1° trim.	46,7	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
2° trim.	46,1	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,9	1,3
3° trim.	45,7	42,3	9,9	4,8	3,0	24,6	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,2	0,8
4° trim.	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,2
2006 1° trim.	45,3	42,1	10,0	4,6	3,0	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
2° trim.	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	0,9	-0,1	3,0
3° trim.	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,5	1,4
4° trim.	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,9	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 1° trim.	44,3	41,1	9,8	4,5	2,9	23,9	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,2	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	1,0	4,2
3° trim.	44,5	41,1	9,5	4,7	2,9	23,9	20,6	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,8	2,1
4° trim.	50,3	45,2	10,6	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,7	2,1
2008 1° trim.	44,6	41,4	9,7	4,6	3,0	24,1	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
2° trim.	45,2	41,9	10,1	4,9	3,2	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,3	2,9
3° trim.	45,4	41,9	9,6	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,2	0,9
4° trim.	51,8	46,8	11,0	6,1	2,8	26,9	23,0	1,4	5,0	3,4	1,6	-3,0	-0,2
2009 1° trim.	48,4	44,9	10,5	5,3	2,9	26,3	22,4	1,3	3,4	2,2	1,2	-6,4	-3,6
2° trim.	50,1	46,1	10,9	5,5	3,2	26,6	23,1	1,3	4,0	2,7	1,3	-5,7	-2,6
3° trim.	49,2	45,3	10,3	5,2	2,7	27,0	23,4	1,4	3,8	2,6	1,1	-6,6	-3,9
4° trim.	54,7	49,4	11,4	6,3	2,5	29,1	24,8	1,6	5,4	3,4	1,9	-6,2	-3,7
2010 1° trim.	49,5	45,9	10,5	5,2	2,8	27,4	23,3	1,4	3,6	2,1	1,5	-8,0	-5,2

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali
(in percentuale del PIL)

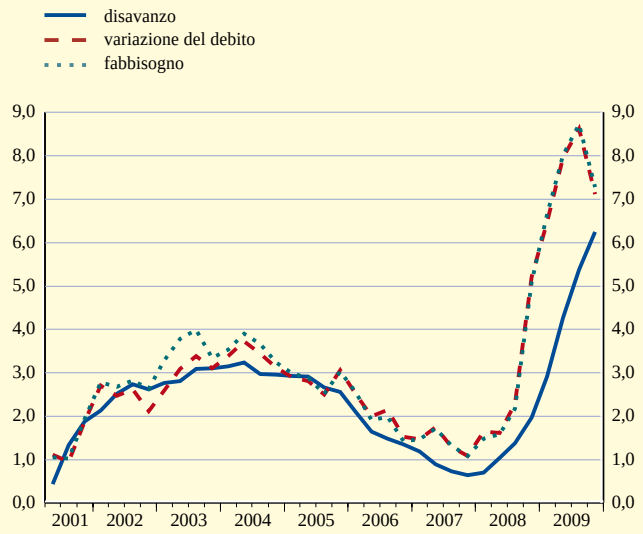
1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario [1)]

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2007 2° trim.	68,6	2,2	11,2	5,1	50,2
3° trim.	67,6	2,1	11,1	5,1	49,3
4° trim.	65,9	2,2	10,8	4,2	48,7
2008 1° trim.	67,0	2,1	11,2	5,0	48,7
2° trim.	67,3	2,1	11,2	4,9	49,0
3° trim.	67,4	2,1	11,1	5,5	48,6
4° trim.	69,3	2,3	11,0	6,7	49,4
2009 1° trim.	72,8	2,3	11,3	7,9	51,4
2° trim.	76,1	2,3	11,6	8,4	53,7
3° trim.	77,9	2,3	11,8	9,2	54,6
4° trim.	78,7	2,4	11,9	8,6	55,8
2010 1° trim.	80,5	2,4	12,2	8,4	57,6

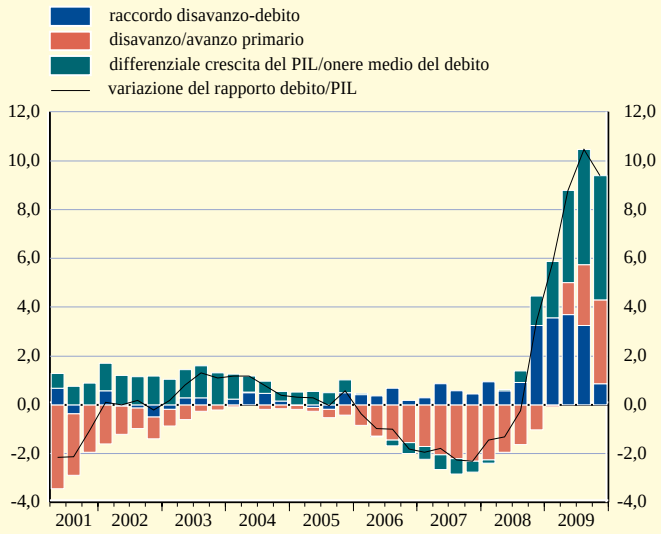
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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 di 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
2007 2° trim.	4,2	1,0	5,2	4,9	4,1	0,0	0,5	0,3	0,6	-0,3	3,5
3° trim.	-0,6	-0,8	-1,4	-1,4	-2,1	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,6
4° trim.	-3,6	-0,7	-4,2	-2,9	-2,1	0,0	-0,6	-0,2	-0,1	-1,2	-3,4
2008 1° trim.	6,7	-2,4	4,3	3,4	2,0	0,0	1,1	0,3	0,1	0,9	6,6
2° trim.	4,0	-0,3	3,7	3,9	1,8	0,3	1,3	0,4	0,0	-0,2	3,9
3° trim.	2,2	-2,2	0,0	-0,9	-1,6	0,0	0,2	0,5	0,5	0,4	1,8
4° trim.	7,9	-3,0	5,0	5,8	0,8	2,6	0,5	1,9	-0,1	-0,8	8,0
2009 1° trim.	12,1	-6,4	5,6	6,5	5,1	-0,1	0,8	0,7	-1,1	0,2	13,2
2° trim.	9,9	-5,7	4,2	3,3	2,5	-0,6	0,1	1,2	0,6	0,3	9,3
3° trim.	4,7	-6,6	-1,9	-2,9	-3,1	0,7	-0,1	-0,4	0,2	0,8	4,5
4° trim.	2,1	-6,2	-4,1	-2,6	-2,7	0,0	0,0	0,1	-0,3	-1,1	2,4
2010 1° trim.	8,3	-8,0	0,2	0,7	0,7	0,0	-0,4	0,4	-0,1	-0,4	8,4

F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito
(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



F29 Debito (definizione di Maastricht)
(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

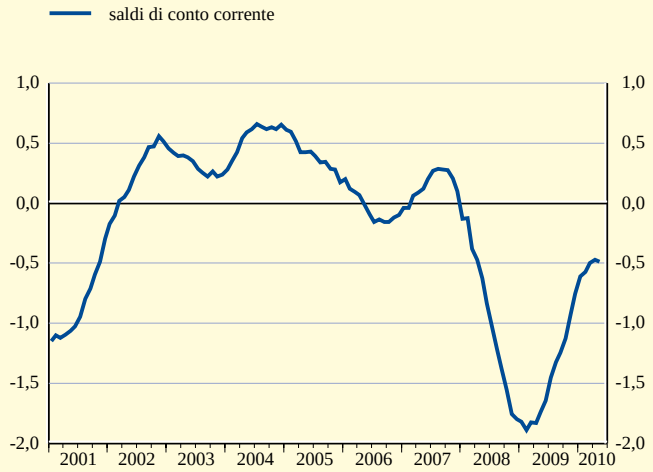
1) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.

7 TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

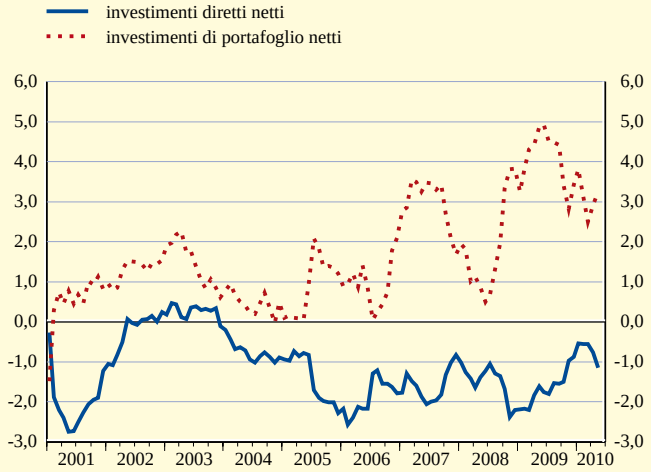
7.1 Bilancia dei pagamenti [1)]
(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/ debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	13,5	48,0	49,6	2,9	-87,0	5,0	18,5	-10,7	-73,7	151,5	-63,7	-19,6	-5,1	-7,8
2008	-153,8	-19,1	41,4	-76,6	-99,5	9,8	-144,0	163,2	-198,7	344,1	-62,5	83,7	-3,4	-19,2
2009	-55,9	40,7	29,9	-38,2	-88,2	6,2	-49,7	43,0	-78,9	308,7	42,1	-233,3	4,5	6,8
2009 1° trim.	-37,2	-7,6	1,8	-3,0	-28,4	1,5	-35,8	50,9	-64,6	105,8	15,8	-11,8	5,6	-15,1
2° trim.	-22,0	14,0	6,9	-25,5	-17,3	2,2	-19,8	10,9	0,3	70,8	22,9	-81,7	-1,4	8,9
3° trim.	-3,6	13,8	12,2	-6,7	-22,8	1,4	-2,2	-12,6	-23,7	78,2	-4,5	-62,9	0,3	14,8
4° trim.	6,8	20,5	9,1	-3,1	-19,7	1,2	8,0	-6,2	9,0	53,9	7,9	-76,9	-0,1	-1,8
2010 1° trim.	-25,4	2,8	3,3	3,3	-34,8	2,6	-22,9	24,4	-34,9	22,4	1,8	39,8	-4,6	-1,6
2009 mag.	-13,7	2,6	3,0	-12,7	-6,7	0,2	-13,5	9,4	17,5	33,8	9,4	-49,1	-2,2	4,1
giu.	1,5	7,3	1,8	-6,2	-1,3	0,3	1,8	-16,6	-24,8	42,3	0,5	-34,2	-0,4	14,8
lug.	8,1	14,1	3,9	-3,0	-6,9	0,9	9,0	-19,4	7,2	-26,5	6,4	-2,9	-3,7	10,4
ago.	-6,1	-1,9	4,1	0,0	-8,3	0,5	-5,5	-10,8	1,7	25,7	-9,8	-29,2	0,8	16,3
set.	-5,6	1,5	4,1	-3,7	-7,5	0,0	-5,6	17,6	-32,6	78,9	-1,1	-30,8	3,3	-11,9
ott.	-1,3	8,7	2,9	0,2	-13,2	-0,3	-1,6	1,1	3,8	6,2	1,6	-9,8	-0,6	0,5
nov.	-2,4	5,5	1,2	-3,1	-6,0	1,0	-1,4	3,4	-3,5	-7,3	-0,1	13,0	1,4	-2,0
dic.	10,6	6,4	4,9	-0,2	-0,6	0,5	11,0	-10,6	8,8	55,1	6,4	-80,1	-0,8	-0,4
2010 gen.	-14,4	-7,7	0,8	0,9	-8,5	1,6	-12,8	32,0	9,2	21,4	3,6	-3,6	1,5	-19,2
feb.	-8,7	4,2	1,2	1,9	-16,1	0,8	-7,9	-8,4	-17,6	2,4	-0,7	11,3	-3,7	16,3
mar.	-2,2	6,2	1,3	0,4	-10,2	0,1	-2,1	0,8	-26,5	-1,4	-1,0	32,1	-2,5	1,3
apr.	-7,5	2,9	3,2	-5,8	-7,7	-0,2	-7,7	8,6	-11,4	32,3	0,3	-12,5	0,0	-1,0
mag.	-16,7	0,6	3,7	-15,6	-5,4	2,0	-14,7	17,8	-17,2	63,9	-2,2	-26,6	-0,1	-3,1
	flussi cumulati sui 12 mesi													
2010 mag.	-44,8	47,9	33,2	-34,1	-91,8	7,2	-37,6	15,4	-103,1	292,8	3,9	-173,3	-4,9	22,2
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL													
2010 mag.	-0,5	0,5	0,4	-0,4	-1,0	0,1	-0,4	0,2	-1,1	3,3	0,0	-1,9	-0,1	0,2

F30 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale sul PIL)



F31 B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio
(flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



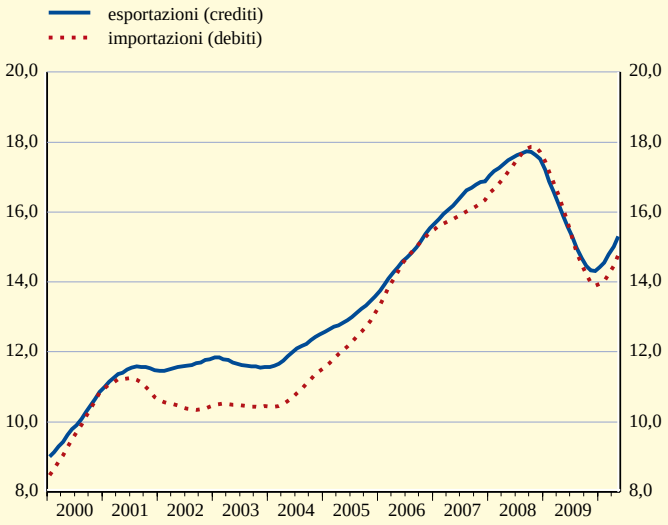
Fonte:
1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle note generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale
(miliardi di euro; transazioni)

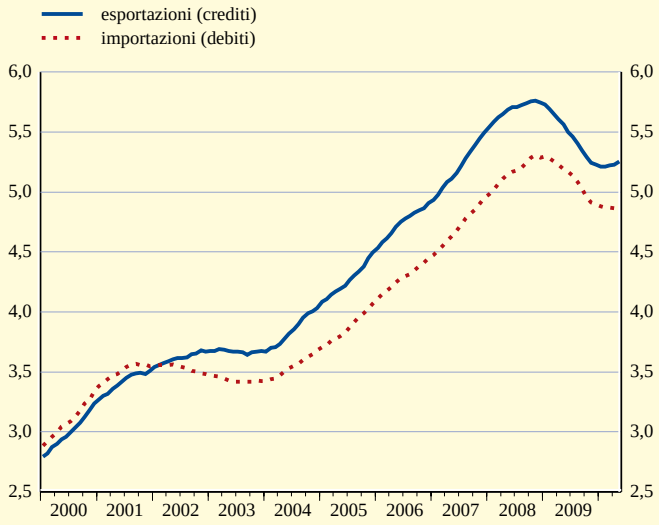
1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente													Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti		Crediti	Debiti
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	2.702,7	2.689,2	13,5	1.518,0	1.470,1	494,9	445,3	598,7	595,8	91,0	6,4	178,1	20,7	25,7	20,7
2008	2.732,5	2.886,3	-153,8	1.580,4	1.599,5	517,6	476,2	546,1	622,6	88,5	6,7	188,0	21,4	24,2	14,5
2009	2.269,9	2.325,8	-55,9	1.291,2	1.250,5	469,8	439,9	416,0	454,2	92,9	6,1	181,1	21,6	19,0	12,8
2009 1° trim.	557,1	594,4	-37,2	307,5	315,1	110,4	108,6	113,5	116,4	25,8	1,4	54,2	5,0	4,1	2,6
2° trim.	559,5	581,4	-22,0	312,5	298,5	114,8	107,9	111,2	136,7	21,0	1,6	38,3	5,4	4,9	2,8
3° trim.	556,0	559,6	-3,6	322,5	308,7	124,0	111,9	95,1	101,8	14,3	1,6	37,2	5,5	3,9	2,4
4° trim.	597,3	590,4	6,8	348,8	328,2	120,6	111,5	96,2	99,2	31,7	1,5	51,4	5,7	6,0	4,9
2010 1° trim.	579,0	604,4	-25,4	348,7	346,0	110,1	106,8	99,1	95,7	21,0	1,4	55,8	5,0	5,1	2,5
2010 mar.	215,7	218,0	-2,2	136,6	130,3	39,2	37,9	35,8	35,3	4,2	.	14,4	.	1,1	0,9
apr.	195,4	202,9	-7,5	122,9	120,0	38,2	35,0	30,2	36,0	4,1	.	11,8	.	0,7	0,9
mag.	206,2	222,9	-16,7	124,0	123,4	40,1	36,4	34,6	50,2	7,5	.	12,9	.	2,7	0,8
	Dati destagionalizzati														
2009 3° trim.	550,6	561,4	-10,8	316,2	302,6	115,2	107,1	97,5	109,4	21,8	.	42,3	.	.	.
4° trim.	568,6	575,7	-7,1	332,7	317,6	117,3	108,5	92,1	101,8	26,5	.	47,8	.	.	.
2010 1° trim.	606,5	616,0	-9,6	363,6	353,2	120,7	111,5	102,5	104,7	19,7	.	46,6	.	.	.
2010 mar.	206,9	208,8	-1,9	127,2	123,3	40,7	37,5	33,1	34,8	5,8	.	13,2	.	.	.
apr.	200,2	205,8	-5,6	124,4	123,8	40,3	36,3	30,2	33,1	5,3	.	12,5	.	.	.
mag.	215,2	221,0	-5,8	131,6	128,5	41,4	38,4	34,0	38,4	8,2	.	15,8	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi														
2010 mag.	2.329,3	2.373,2	-43,9	1.375,8	1.328,2	472,4	439,0	390,4	426,8	90,6	.	179,2	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL														
2010 mag.	25,9	26,4	-0,5	15,3	14,8	5,3	4,9	4,3	4,7	1,0	.	2,0			

F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni
(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



F33 B.d.p. dell'area dell'euro: 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	
					Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi			
			Crediti	Debiti	Crediti		Debiti		Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
						Utili reinvestiti		Utili reinvestiti								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2007	18,8	10,3	579,9	585,5	208,7	70,9	137,7	44,2	26,6	25,2	45,3	113,7	118,8	111,1	180,5	197,8
2008	18,9	10,4	527,1	612,2	154,4	17,9	147,0	50,0	29,9	24,8	43,0	119,0	125,2	125,3	174,5	196,1
2009	19,0	11,6	397,0	442,7	129,1	21,9	104,8	31,9	20,3	20,7	30,9	79,6	108,6	139,8	108,2	97,8
2009 1° trim.	4,7	2,1	108,8	114,4	34,1	7,8	26,7	15,2	5,2	5,1	6,9	13,3	29,4	37,5	33,3	31,9
2° trim.	4,6	2,6	106,6	134,2	33,1	1,5	25,6	4,3	5,6	5,9	10,6	38,8	27,5	36,6	29,8	27,2
3° trim.	4,6	3,5	90,5	98,4	29,0	7,5	25,1	8,5	4,1	4,7	7,1	13,9	27,4	34,8	22,9	19,9
4° trim.	5,1	3,5	91,1	95,8	32,9	5,0	27,4	3,8	5,4	5,0	6,3	13,7	24,3	30,9	22,2	18,8
2010 1° trim.	4,9	2,1	94,2	93,6	37,8	2,8	28,2	12,3	4,5	4,3	5,8	12,0	25,0	31,7	21,0	17,3

3. Scomposizione per area geografica
(transazioni cumulate)

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
dal 2° trim. 2009 al 1° trim. 2010	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
Conto corrente	2.291,7	802,5	45,1	67,5	391,9	237,5	60,4	36,6	30,8	93,5	31,3	46,8	71,4	168,5	307,6	702,8
Beni	1.332,5	440,0	27,4	42,9	188,3	181,2	0,2	20,2	15,8	76,0	23,3	29,7	51,3	84,7	156,6	434,9
Servizi	469,6	157,6	10,9	12,5	101,8	26,8	5,5	7,1	6,5	12,8	6,3	10,4	13,0	50,0	70,6	135,2
Redditi	401,6	140,6	6,2	10,8	89,9	26,2	7,6	8,9	7,6	4,5	1,6	6,5	6,7	26,7	75,7	122,9
Redditi da capitale	382,4	133,8	6,1	10,7	88,2	25,5	3,4	8,9	7,5	4,4	1,5	6,5	6,7	19,3	73,8	119,9
Trasferimenti correnti	88,1	64,3	0,7	1,2	11,9	3,3	47,2	0,4	0,8	0,2	0,0	0,2	0,3	7,1	4,8	9,9
Conto capitale	19,9	16,1	0,0	0,0	0,8	0,3	14,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	2,9
	Debiti															
Conto corrente	2.335,8	751,3	39,7	66,9	332,5	212,8	99,4	-	24,3	-	-	84,4	-	157,3	315,6	-
Beni	1.281,4	369,8	25,7	37,8	140,5	165,8	0,0	20,5	10,3	157,7	18,8	42,1	85,1	71,7	117,0	388,5
Servizi	438,1	132,6	7,0	10,3	83,2	31,9	0,2	5,5	5,5	10,1	4,4	7,8	7,8	42,0	92,3	130,1
Redditi	433,5	136,8	6,2	17,7	96,4	10,9	5,7	-	6,9	-	-	34,2	-	37,3	99,7	-
Redditi da capitale	421,9	129,3	6,1	17,6	94,8	5,2	5,7	-	6,8	-	-	34,1	-	36,7	98,8	-
Trasferimenti correnti	182,7	112,1	0,8	1,1	12,5	4,2	93,5	1,4	1,8	2,9	0,7	0,4	0,5	6,2	6,7	50,0
Conto capitale	12,6	2,4	0,1	0,1	1,0	0,2	1,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	1,3	7,8
	Saldo															
Conto corrente	-44,1	51,1	5,4	0,6	59,4	24,7	-39,0	-	6,4	-	-	-37,6	-	11,2	-8,0	-
Beni	51,1	70,2	1,6	5,1	47,8	15,4	0,2	-0,3	5,5	-81,6	4,5	-12,4	-33,8	13,0	39,6	46,3
Servizi	31,4	24,9	3,9	2,2	18,7	-5,0	5,2	1,7	1,1	2,7	1,9	2,6	5,3	7,9	-21,7	5,1
Redditi	-32,0	3,8	0,0	-6,9	-6,5	15,3	1,9	-	0,7	-	-	-27,6	-	-10,6	-24,0	-
Redditi da capitale	-39,6	4,5	0,0	-6,9	-6,5	20,3	-2,3	-	0,8	-	-	-27,6	-	-17,4	-25,1	-
Trasferimenti correnti	-94,6	-47,8	-0,1	0,1	-0,6	-0,9	-46,3	-1,1	-0,9	-2,7	-0,6	-0,2	-0,2	0,9	-1,9	-40,1
Conto capitale	7,3	13,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	13,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,8	-4,9

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale [1]			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)													
2006	12.384,3	13.399,8	-1.015,5	144,7	156,6	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,8	4.720,4	325,8
2007	13.908,5	15.155,8	-1.247,3	154,4	168,2	-13,8	3.572,8	3.130,7	4.631,6	6.556,5	-26,0	5.382,9	5.468,6	347,2
2008	13.315,2	14.949,2	-1.634,0	143,7	161,4	-17,6	3.744,4	3.217,0	3.763,9	6.078,6	-36,2	5.468,8	5.653,6	374,2
2009 3° trim.	13.381,5	14.979,0	-1.597,5	148,6	166,3	-17,7	4.042,1	3.345,1	4.059,8	6.626,7	-60,1	4.908,9	5.007,2	430,8
4° trim.	13.717,2	15.105,7	-1.388,5	152,9	168,4	-15,5	4.174,6	3.423,8	4.196,6	6.761,8	-45,6	4.929,1	4.920,1	462,4
2010 1° trim.	14.365,3	15.701,3	-1.336,0	159,7	174,5	-14,8	4.318,6	3.469,4	4.453,4	7.102,0	-37,4	5.132,1	5.129,9	498,7
	Variazioni nelle consistenze													
2005	2.209,7	2.070,3	139,3	27,1	25,4	1,7	522,1	209,0	842,5	1.012,3	16,0	790,0	849,1	39,1
2006	1.545,8	1.845,7	-299,9	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	692,3	668,4	5,7
2007	1.524,2	1.756,0	-231,9	16,9	19,5	-2,6	419,4	401,3	259,5	606,5	-5,2	829,1	748,1	21,4
2008	-593,3	-206,6	-386,6	-6,4	-2,2	-4,2	171,7	86,3	-867,7	-478,0	-10,2	85,9	185,1	27,0
2009 4° trim.	335,7	126,7	209,0	14,4	5,4	9,0	132,6	78,7	136,8	135,1	14,5	20,3	-87,1	31,5
2010 1° trim.	648,2	595,6	52,6	29,3	26,9	2,4	144,0	45,6	256,8	340,2	8,2	202,9	209,8	36,3
	Transazioni													
2006	1.728,6	1.719,1	9,4	20,2	20,1	0,1	417,6	257,4	519,8	708,5	0,6	789,3	753,2	1,3
2007	1.946,6	1.935,9	10,7	21,6	21,5	0,1	476,5	402,9	438,5	589,9	63,7	962,8	943,1	5,1
2008	464,8	628,0	-163,2	5,0	6,8	-1,8	323,8	125,1	-10,2	333,9	62,5	85,3	169,0	3,4
2009	-170,6	-121,7	-48,9	-1,9	-1,4	-0,5	289,8	210,9	68,2	391,8	-42,1	-482,1	-724,3	-4,5
2009 3° trim.	20,8	8,1	12,6	0,9	0,4	0,6	62,0	38,2	45,6	123,7	4,5	-91,0	-153,8	-0,3
4° trim.	41,1	34,9	6,2	1,8	1,5	0,3	38,3	47,3	32,0	85,9	-7,9	-21,4	-98,3	0,1
2010 1° trim.	192,5	216,9	-24,4	8,7	9,8	-1,1	40,4	5,5	64,9	87,3	-1,8	84,4	124,2	4,6
2010 gen.	85,6	117,6	-32,0	.	.	.	-6,2	2,9	31,3	52,6	-3,6	65,7	62,1	-1,5
feb.	56,2	47,9	8,4	.	.	.	16,1	-1,6	8,4	10,7	0,7	27,4	38,7	3,7
mar.	50,6	51,4	-0,8	.	.	.	30,6	4,1	25,2	23,9	1,0	-8,7	23,4	2,5
apr.	128,9	137,5	-8,6	.	.	.	15,7	4,3	17,3	49,6	-0,3	96,2	83,7	0,0
mag.	87,0	104,8	-17,8	.	.	.	14,3	-2,9	-12,3	51,6	2,2	82,7	56,1	0,1
	Altre variazioni													
2005	851,4	749,6	101,7	10,4	9,2	1,2	163,7	56,5	426,3	487,7	-1,4	205,7	205,4	57,1
2006	-182,7	126,6	-309,3	-2,1	1,5	-3,6	-55,0	27,7	-35,2	183,7	0,0	-97,0	-84,8	4,4
2007	-422,5	-179,9	-242,5	-4,7	-2,0	-2,7	-57,1	-1,5	-179,0	16,6	-69,0	-133,6	-195,0	16,3
2008	-1.058,0	-834,6	-223,4	-11,4	-9,0	-2,4	-152,1	-38,8	-857,5	-811,8	-72,7	0,6	16,1	23,6
	Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio													
2005	394,2	245,0	149,2	4,8	3,0	1,8	89,8	5,7	158,3	101,4	.	129,2	137,9	17,0
2006	-343,3	-228,5	-114,8	-4,0	-2,7	-1,3	-72,1	-4,2	-151,6	-101,1	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-531,1	-291,5	-239,6	-5,9	-3,2	-2,7	-113,3	-5,9	-219,2	-106,0	.	-185,0	-179,6	-13,7
2008	-40,3	59,3	-99,6	-0,4	0,6	-1,1	-17,3	-0,2	1,8	42,0	.	-34,0	17,5	9,2
	Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi													
2005	284,5	430,3	-145,8	3,5	5,3	-1,8	45,0	40,8	199,0	389,5	-1,4	.	.	41,9
2006	288,6	298,4	-9,8	3,4	3,5	-0,1	45,4	33,5	226,0	264,9	0,0	.	.	17,1
2007	82,4	124,7	-42,4	0,9	1,4	-0,5	46,5	12,5	75,0	112,2	-69,8	.	.	30,7
2008	-1013,8	-1.102,1	88,3	-10,9	-11,9	1,0	-155,6	-138,4	-803,6	-963,7	-75,9	.	.	21,2
	Altre variazioni dovute ad altre rettifiche													
2005	172,7	74,3	98,3	2,1	0,9	1,2	29,0	10,0	69,0	-3,1	.	76,5	67,4	-1,8
2006	-128,1	56,7	-184,7	-1,5	0,7	-2,2	-28,3	-1,6	-109,6	19,8	.	8,7	38,4	1,2
2007	30,7	-16,9	47,6	0,3	-0,2	0,5	5,0	-13,6	-33,0	12,4	.	59,5	-15,7	-0,8
2008	-20,9	191,6	-212,5	-0,2	2,1	-2,3	18,0	87,4	-56,9	102,2	.	25,4	2,0	-7,3
	Tassi di crescita delle consistenze													
2005	15,2	13,4	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,1	.	18,5	19,5	-5,9
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,0	10,5	13,6	13,7	.	20,5	18,7	0,3
2007	15,7	14,3	-	.	.	.	15,1	14,7	10,0	9,8	.	21,2	20,0	1,6
2008	3,3	4,2	-	.	.	.	9,2	4,0	-0,5	5,3	.	1,6	3,2	1,0
2009 3° trim.	-4,0	-3,0	-	.	.	.	7,9	4,9	-3,0	4,4	.	-12,2	-14,9	-1,1
4° trim.	-1,3	-0,8	-	.	.	.	7,7	6,6	1,7	6,3	.	-9,0	-12,7	-1,2
2010 1° trim.	1,9	1,5	-	.	.	.	5,8	5,5	5,3	6,4	.	-3,0	-6,5	1,3

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

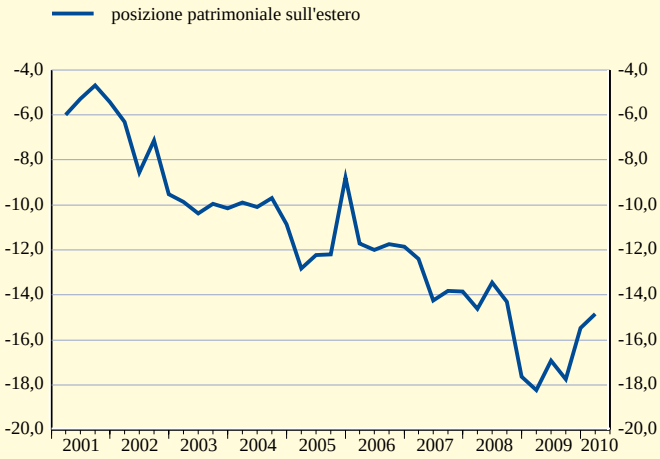
7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

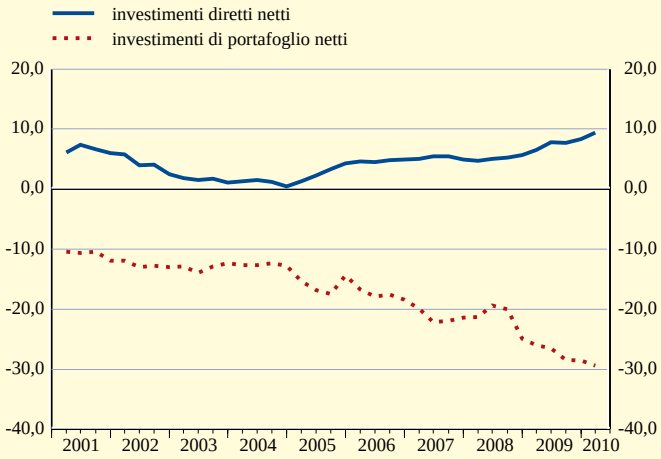
2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti							Nell'area dell'euro da non residenti						
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)													
2007	3.572,8	2.886,7	240,8	2.645,9	686,1	6,4	679,7	3.130,7	2.401,0	69,5	2.331,5	729,8	15,4	714,4
2008	3.744,4	2.946,9	234,8	2.712,1	797,5	9,3	788,2	3.217,0	2.405,5	77,0	2.328,5	811,6	16,4	795,1
2009 4° trim.	4.174,6	3.251,5	252,3	2.999,2	923,1	14,6	908,5	3.423,8	2.550,2	77,9	2.472,3	873,6	14,7	858,9
2010 1° trim.	4.318,6	3.362,2	264,9	3.097,3	956,4	15,3	941,1	3.469,4	2.640,3	80,0	2.560,2	829,1	14,9	814,2
	Transazioni													
2008	323,8	195,1	-4,8	199,9	128,7	-0,2	128,9	125,1	93,0	-1,3	94,3	32,1	1,6	30,4
2009	289,8	214,6	23,2	191,4	75,2	3,4	71,9	210,9	207,7	7,9	199,8	3,2	-0,7	3,9
2009 3° trim.	62,0	37,0	-1,6	38,7	24,9	0,3	24,6	38,2	35,4	2,4	33,0	2,8	-1,1	3,9
4° trim.	38,3	52,0	0,0	52,0	-13,7	1,7	-15,4	47,3	56,3	2,8	53,5	-9,0	-0,1	-9,0
2010 1° trim.	40,4	8,4	6,2	2,2	32,0	0,2	31,7	5,5	67,5	1,4	66,1	-62,1	-0,2	-61,9
2010 gen.	-6,2	-12,3	0,7	-12,9	6,0	0,0	6,0	2,9	7,1	1,2	5,9	-4,2	-2,5	-1,6
feb.	16,1	6,9	3,9	2,9	9,2	0,2	9,0	-1,6	49,3	0,0	49,3	-50,9	4,5	-55,3
mar.	30,6	13,8	1,6	12,2	16,8	0,0	16,8	4,1	11,2	0,2	11,0	-7,1	-2,1	-5,0
apr.	15,7	1,3	0,8	0,5	14,4	0,3	14,1	4,3	5,3	0,4	4,9	-1,0	1,5	-2,5
mag.	14,3	3,4	-1,4	4,8	10,9	0,2	10,6	-2,9	1,5	0,8	0,8	-4,5	0,3	-4,7
	Tassi di crescita													
2007	15,1	14,4	8,3	15,0	18,5	-55,0	18,7	14,7	14,6	8,8	14,7	15,3	6,3	15,4
2008	9,2	6,8	-2,0	7,6	18,9	-2,0	19,1	4,0	3,9	-1,8	4,1	4,5	9,9	4,4
2009 3° trim.	7,9	6,3	8,5	6,1	14,2	13,8	14,2	4,9	7,2	7,1	7,2	-1,9	-5,0	-1,8
4° trim.	7,7	7,2	9,9	7,0	9,4	36,9	9,1	6,6	8,7	11,0	8,6	0,4	-4,5	0,5
2010 1° trim.	5,8	5,6	4,6	5,7	6,8	27,2	6,5	5,5	9,7	11,5	9,7	-6,3	-6,8	-6,3

F34 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



F35 Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



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)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
							Obbligazioni e *note*					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM	
				Euro-sistema		Ammini-strazioni pubbliche			Euro-sistema		Ammini-strazioni pubbliche			Euro-sistema		Ammini-strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2007	4.631,6	1.961,8	136,7	2,8	1.825,1	44,6	2.279,7	990,2	16,4	1.289,5	17,2	390,1	297,3	34,6	92,8	0,5
2008	3.763,9	1.162,7	68,4	3,0	1.094,3	27,3	2.179,1	970,9	19,9	1.208,2	18,4	422,1	353,3	61,6	68,8	1,3
2009 4° trim.	4.196,6	1.474,4	79,2	3,4	1.395,2	34,4	2.327,7	916,7	17,0	1.411,0	38,3	394,5	329,3	44,9	65,2	2,0
2010 1° trim.	4.453,4	1.635,6	90,2	3,6	1.545,3	39,1	2.431,9	939,0	17,3	1.492,9	35,7	385,9	316,7	41,0	69,2	0,6
	Transazioni															
2007	438,5	64,7	26,7	0,0	38,0	8,2	290,5	148,0	4,9	142,4	3,3	83,3	63,3	26,3	20,0	0,8
2008	-10,2	-103,9	-38,4	0,6	-65,6	-0,2	96,7	44,1	3,2	52,6	2,6	-3,0	26,8	15,1	-29,8	0,4
2009	68,2	45,1	-2,9	-0,2	48,0	1,6	24,3	-101,5	-3,5	125,8	17,2	-1,2	3,1	-12,7	-4,3	1,0
2009 3° trim.	45,6	39,6	3,7	0,0	35,9	0,2	27,4	-7,0	-0,8	34,4	-1,4	-21,4	-10,1	-11,8	-11,2	-0,1
4° trim.	32,0	34,3	-0,5	-0,2	34,9	0,4	20,1	-12,2	-0,5	32,3	-1,5	-22,4	-20,3	1,3	-2,1	0,8
2010 1° trim.	64,9	34,5	9,2	0,0	25,3	1,0	51,7	3,7	0,2	48,0	-1,8	-21,4	-20,2	-6,1	-1,1	-1,5
2010 gen.	31,3	12,2	0,6	0,0	11,6	.	4,2	-5,4	0,0	9,6	.	14,9	12,5	2,3	2,4	.
feb.	8,4	4,0	2,0	0,0	1,9	.	14,1	4,1	0,0	9,9	.	-9,6	-10,2	-1,0	0,5	.
mar.	25,2	18,4	6,5	0,0	11,8	.	33,5	5,0	0,1	28,5	.	-26,6	-22,6	-7,4	-4,0	.
apr.	17,3	6,4	2,7	-0,2	3,7	.	14,3	5,3	0,6	9,0	.	-3,4	-6,9	0,7	3,4	.
mag.	-12,3	-14,6	-1,0	0,0	-13,6	.	-2,0	-14,4	1,0	12,5	.	4,3	-0,4	7,8	4,7	.
	Tassi di crescita															
2007	10,0	3,3	22,3	-0,5	2,0	21,3	13,9	16,6	38,9	11,9	23,2	23,9	23,7	272,7	29,4	277,4
2008	-0,5	-6,2	-30,0	24,6	-4,5	-0,5	4,3	4,6	20,4	4,1	15,6	-0,6	9,1	41,9	-32,3	71,6
2009 3° trim.	-3,0	-3,0	-8,6	12,4	-2,6	0,5	-2,5	-10,6	-20,1	4,0	96,8	-6,7	-0,2	-30,8	-31,4	69,4
4° trim.	1,7	3,3	-4,5	-7,2	3,7	5,8	1,0	-10,3	-17,7	10,3	93,2	-0,9	0,1	-22,0	-5,9	73,2
2010 1° trim.	5,3	9,3	16,5	-7,0	8,9	7,4	5,9	-5,2	-5,6	14,6	93,7	-11,1	-11,4	-32,1	-9,8	-67,0

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
					Obbligazioni e *note*				Strumenti di mercato monetario			
		Totale	IFM	non IFM	Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM	
								Ammini-strazioni pubbliche				Ammini-strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
2007	6.556,5	3.272,5	594,6	2.677,9	3.041,1	1.143,5	1.897,6	1.118,5	243,0	141,5	101,5	76,1
2008	6.078,6	2.168,7	640,7	1.528,0	3.466,5	1.263,8	2.202,8	1.357,1	443,3	108,9	334,4	272,9
2009 4° trim.	6.761,8	2.692,9	689,3	2.003,6	3.510,1	1.150,0	2.360,1	1.519,3	558,8	86,9	471,8	418,5
2010 1° trim.	7.102,0	2.813,9	663,2	2.150,7	3.733,5	1.189,5	2.544,0	1.656,9	554,6	113,4	441,1	389,4
	Transazioni											
2008	333,9	-107,1	94,8	-201,9	236,3	26,3	210,0	196,7	204,7	-20,1	224,8	194,6
2009	376,9	123,7	9,3	114,4	119,1	-16,3	135,4	127,8	134,1	1,2	132,9	156,4
2009 3° trim.	123,7	89,5	11,7	77,7	-19,2	-9,1	-10,1	-8,7	53,5	10,0	43,5	59,2
4° trim.	85,9	34,2	-4,2	38,4	27,3	5,4	22,0	11,1	24,4	18,2	6,2	4,4
2010 1° trim.	87,3	4,9	-21,5	26,4	72,2	13,6	58,6	84,4	10,2	35,5	-25,3	-18,2
2010 gen.	52,6	-17,2	-9,8	-7,4	52,5	30,9	21,6	.	17,3	9,0	8,4	.
feb.	10,7	22,1	-8,5	30,6	-11,4	-17,5	6,2	.	0,0	13,5	-13,5	.
mar.	23,9	-0,1	-3,3	3,2	31,1	0,2	30,9	.	-7,1	13,1	-20,2	.
apr.	49,6	-3,9	1,0	-4,9	49,7	17,9	31,8	.	3,8	5,7	-2,0	.
mag.	51,6	7,2	-10,6	17,7	37,4	-6,5	43,9	.	7,1	-5,5	12,6	.
	Tassi di crescita											
2007	9,8	5,5	4,4	5,8	13,3	15,5	12,1	13,9	29,6	55,3	10,1	32,0
2008	5,3	-4,7	16,2	-9,8	7,8	2,3	11,1	17,6	81,5	-13,3	215,6	271,7
2009 3° trim.	4,4	-0,1	4,6	-1,3	1,7	-5,6	6,0	11,6	59,5	-23,2	111,6	168,4
4° trim.	6,3	5,6	1,4	7,3	3,4	-1,3	6,1	9,4	30,2	7,7	39,3	58,0
2010 1° trim.	6,4	6,6	-1,7	9,7	3,4	0,8	4,7	10,0	29,7	89,1	20,5	29,3

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer-ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer-ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2007	5.382,9	36,9	35,6	1,4	3.354,4	3.283,2	71,2	107,8	12,7	48,8	13,7	1.883,7	196,2	1.520,0	473,1
2008	5.468,8	28,8	27,7	1,0	3.280,7	3.221,6	59,1	101,0	12,1	40,9	7,2	2.058,3	186,1	1.647,7	461,7
2009 4° trim.	4.929,1	29,7	29,4	0,3	2.842,3	2.811,7	30,6	123,8	8,4	62,2	10,0	1.933,3	184,9	1.514,8	409,3
2010 1° trim.	5.132,1	24,1	23,8	0,3	2.966,9	2.933,1	33,8	122,2	8,4	58,3	6,5	2.018,9	187,0	1.584,5	425,4
	Transazioni														
2007	962,8	22,0	22,0	0,0	546,7	539,5	7,2	-7,8	-1,4	-7,4	-5,5	401,9	14,1	344,9	54,9
2008	85,3	-9,4	-9,4	0,0	-48,4	-64,8	16,5	-7,0	-1,1	-7,2	-6,0	150,0	2,8	88,3	-41,1
2009	-491,0	-2,4	-2,4	0,0	-417,4	-396,9	-20,5	9,6	-0,3	8,0	1,1	-80,9	3,0	-86,6	-21,3
2009 3° trim.	-91,0	-6,7	-6,7	0,0	-83,6	-81,3	-2,3	0,0	-0,3	0,1	-4,0	-0,6	0,4	2,1	14,7
4° trim.	-21,4	5,5	5,5	0,0	-7,3	-5,2	-2,1	6,7	0,0	6,3	1,1	-26,2	0,5	-28,3	-20,3
2010 1° trim.	84,4	-7,0	-7,0	0,0	55,7	52,6	3,2	-7,3	-0,1	-8,0	-3,7	43,0	-1,0	31,4	-0,8
2010 gen.	65,7	-5,1	.	.	62,6	.	.	-4,2	.	.	-2,9	12,4	.	.	-0,7
feb.	27,4	-1,7	.	.	15,3	.	.	-1,0	.	.	0,9	14,9	.	.	4,0
mar.	-8,7	-0,2	.	.	-22,1	.	.	-2,2	.	.	-1,6	15,8	.	.	-4,1
apr.	96,2	1,2	.	.	70,7	.	.	4,9	.	.	4,9	19,4	.	.	5,7
mag.	82,7	-3,9	.	.	74,3	.	.	0,5	.	.	0,6	11,7	.	.	1,8
	Tassi di crescita														
2007	21,2	157,3	173,7	-1,7	18,6	18,8	11,3	-6,5	-9,8	-12,6	-28,6	27,2	7,5	29,6	13,9
2008	1,6	-26,2	-26,9	5,0	-1,4	-2,0	23,4	-6,5	-8,9	-14,7	-43,8	8,0	1,4	5,9	-8,9
2009 3° trim.	-12,2	-42,5	-43,9	4,1	-18,3	-18,4	-23,1	3,5	-4,7	7,8	-13,4	-1,6	-3,8	-1,6	0,6
4° trim.	-9,0	-10,6	-11,7	0,2	-12,7	-12,3	-36,8	9,0	-2,4	16,5	16,2	-3,9	1,5	-5,5	-3,7
2010 1° trim.	-3,0	-4,7	-4,8	1,6	-4,0	-3,6	-27,8	-3,7	-3,5	-11,1	-67,2	-1,2	2,8	-3,0	-3,2

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2007	5.468,6	201,7	201,4	0,2	3.935,1	3.872,6	62,5	52,3	0,0	46,9	5,4	1.279,5	156,9	1.009,7	112,8
2008	5.653,6	482,3	481,9	0,4	3.751,8	3.698,1	53,6	61,9	0,0	58,0	3,9	1.357,6	170,2	1.069,6	117,8
2009 4° trim.	4.920,1	251,9	251,6	0,3	3.398,0	3.359,7	38,3	55,1	0,0	51,1	4,0	1.215,1	175,1	927,0	110,2
2010 1° trim.	5.129,9	252,1	251,4	0,8	3.578,1	3.534,8	43,2	60,7	0,0	56,5	4,1	1.239,1	174,2	938,4	116,8
	Transazioni														
2007	943,1	89,6	89,6	0,0	625,1	620,4	4,6	-1,0	0,0	-2,0	1,0	229,5	10,0	220,5	-1,1
2008	169,0	280,7	280,6	0,1	-178,9	-190,0	11,1	9,4	0,0	10,8	-1,4	57,8	10,9	47,3	-0,4
2009	-724,3	-228,2	-233,0	4,7	-357,1	-345,8	-11,3	-6,9	0,0	-6,8	-0,1	-132,1	0,9	-110,6	-22,4
2009 3° trim.	-153,8	-43,5	-43,7	0,3	-79,5	-80,1	0,6	0,7	0,0	1,2	-0,5	-31,5	1,0	-20,8	-11,7
4° trim.	-98,3	-13,3	-13,1	-0,2	-84,0	-84,7	0,8	-3,9	0,0	-4,6	0,7	2,9	1,1	7,1	-5,3
2010 1° trim.	124,2	-5,3	-5,7	0,4	100,6	95,7	4,9	5,8	0,0	6,1	-0,3	23,0	-1,9	15,9	9,0
2010 gen.	62,1	-6,9	.	.	72,1	.	.	1,1	.	.	.	-4,3	.	.	.
feb.	38,7	3,3	.	.	30,5	.	.	4,9	.	.	.	0,0	.	.	.
mar.	23,4	-1,7	.	.	-2,0	.	.	-0,2	.	.	.	27,3	.	.	.
apr.	83,7	2,0	.	.	90,4	.	.	1,0	.	.	.	-9,7	.	.	.
mag.	56,1	9,6	.	.	34,9	.	.	7,0	.	.	.	4,7	.	.	.
	Tassi di crescita														
2007	20,0	68,1	68,2	-6,9	18,0	18,2	9,2	-1,8	27,4	-4,0	20,7	20,9	6,8	26,4	0,5
2008	3,2	141,3	141,4	20,8	-4,5	-4,9	17,8	18,1	-20,1	23,0	-25,1	4,5	6,8	4,6	-0,9
2009 3° trim.	-14,9	-27,7	-29,0	935,0	-16,3	-16,4	-13,9	11,8	234,7	13,2	-9,0	-8,0	-3,1	-8,8	-8,7
4° trim.	-12,7	-47,1	-48,1	644,2	-9,5	-9,3	-20,3	-11,0	-148,2	-11,6	-3,9	-9,6	0,3	-10,3	-18,1
2010 1° trim.	-6,5	-37,6	-38,4	114,0	-3,9	-3,8	-8,0	0,4	-141,7	-0,4	14,5	-4,5	2,2	-5,4	-7,9

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

7. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali														Per memoria		
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati				
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e *note*	Strumenti di mercato monetario					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5	5,6
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,1	262,8	-245,7	5,5
2009 3° trim.	430,8	236,1	347,217	49,8	11,7	133,2	12,7	7,1	113,2	0,5	89,8	22,9	0,2	0,0	56,7	-42,4	50,9
4° trim.	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010 1° trim.	498,7	287,3	347,176	52,7	12,4	146,3	9,9	10,6	126,1	0,6	99,6	26,0	-0,3	0,0	28,8	-23,0	53,0
2010 mag.	569,7	340,6	347,163	55,6	16,2	157,3	5,0	16,5	136,4	-	-	-	-0,5	0,0	36,3	-28,2	55,9
giu.	583,3	351,9	347,156	56,3	16,3	158,8	9,2	13,0	136,8	-	-	-	-0,3	0,0	32,5	-24,2	56,7
	Transazioni																
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	-
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,5	-2,0	-	0,5	3,4	-6,3	3,3	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2009 3° trim.	-0,3	-0,2	-	0,3	0,6	-1,0	2,3	0,3	-3,8	0,0	-7,0	3,2	0,2	0,0	-	-	-
4° trim.	0,1	0,0	-	0,7	-1,4	0,8	-0,9	0,5	1,1	0,0	1,5	-0,4	0,1	0,0	-	-	-
2010 1° trim.	4,6	0,0	-	-0,2	1,8	3,1	-2,5	2,0	3,6	0,0	1,9	1,7	-0,1	0,0	-	-	-
	Tassi di crescita																
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,3	-	-	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	14,9	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,6	105,3	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009 3° trim.	-1,1	-1,3	-	-2,9	200,8	-6,2	60,3	-70,1	-2,7	1,3	-8,9	34,6	-	-	-	-	-
4° trim.	-1,2	-0,9	-	-2,6	44,6	-4,3	43,1	-22,6	-7,3	1,0	-12,8	25,6	-	-	-	-	-
2010 1° trim.	1,3	-0,5	-	-3,8	51,2	1,9	-12,8	147,7	-1,6	1,0	-5,3	15,7	-	-	-	-	-

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento						Per settore (esclusi gli investimenti diretti)			
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e *note*	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)										
2006	8.683,9	4.425,5	217,5	2.697,9	144,1	150,8	1.048,0	1.115,2	116,3	4.586,8	1.817,5
2007	9.972,8	5.130,6	243,0	3.041,1	157,0	181,0	1.220,2	1.246,8	201,7	5.220,1	2.084,0
2008	10.941,3	5.307,6	443,3	3.466,5	170,2	175,8	1.377,8	1.692,0	482,3	5.124,4	2.264,7
2009 3° trim.	10.461,0	4.677,0	546,8	3.502,3	179,4	150,8	1.404,6	1.934,4	264,3	4.691,5	2.166,1
4° trim.	10.388,7	4.589,4	558,8	3.510,1	175,1	155,7	1.399,7	1.992,9	251,9	4.635,0	2.109,2
2010 1° trim.	10.781,6	4.781,1	554,6	3.733,5	174,3	174,6	1.363,7	2.106,9	252,1	4.881,0	2.177,9
	Consistenze (in percentuale del PIL)										
2006	101,4	51,7	2,5	31,5	1,7	1,8	12,2	13,0	1,4	53,6	21,2
2007	110,6	56,9	2,7	33,7	1,7	2,0	13,5	13,8	2,2	57,9	23,1
2008	118,2	57,3	4,8	37,4	1,8	1,9	14,9	18,3	5,2	55,4	24,5
2009 3° trim.	116,1	51,9	6,1	38,9	2,0	1,7	15,6	21,5	2,9	52,1	24,0
4° trim.	115,8	51,2	6,2	39,1	2,0	1,7	15,6	22,2	2,8	51,7	23,5
2010 1° trim.	119,9	53,2	6,2	41,5	1,9	1,9	15,2	23,4	2,8	54,3	24,2

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

9. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2008	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	527,4	-93,0	-2,1	-30,2	-293,9	233,6	-0,3	41,1	35,2	-9,5	126,2	-68,7	-7,1	-0,2	503,3
All'estero	3.744,4	1.255,3	34,9	93,9	865,7	260,8	0,0	104,1	38,8	71,7	384,5	734,6	418,5	0,1	736,8
Azioni/utili reinvestiti	2.946,9	967,5	30,1	60,3	660,1	216,9	0,0	83,3	32,0	53,6	335,3	551,3	386,7	0,0	537,4
Debito	797,5	287,9	4,8	33,6	205,7	43,8	0,0	20,7	6,9	18,1	49,2	183,4	31,9	0,0	199,4
Nell'area dell'euro	3.217,0	1.348,3	37,0	124,1	1.159,7	27,1	0,3	63,0	3,6	81,2	258,3	803,3	425,6	0,3	233,4
Azioni/utili reinvestiti	2.405,5	1.096,8	28,3	97,4	956,9	13,9	0,2	50,6	0,8	68,7	191,1	590,8	284,1	0,1	122,5
Debito	811,6	251,5	8,7	26,7	202,8	13,2	0,1	12,4	2,9	12,5	67,2	212,5	141,6	0,2	110,9
Investimenti di portafoglio: attività	3.763,9	1.242,2	63,7	122,4	895,5	80,7	80,0	82,8	25,6	213,4	95,4	1.225,8	458,4	30,5	389,8
Azioni	1.162,7	228,7	6,4	19,9	191,7	9,8	0,9	18,2	22,8	84,5	81,3	378,8	197,8	2,0	148,6
Strumenti di debito	2.601,3	1.013,6	57,3	102,5	703,7	71,0	79,1	64,6	2,9	128,8	14,1	847,0	260,6	28,5	241,3
Obbligazioni e *note*	2.179,1	849,1	50,3	81,5	569,1	70,3	77,8	61,6	2,3	61,7	12,6	705,4	238,2	28,4	219,9
Strumenti di mercato monetario	422,1	164,5	6,9	21,0	134,6	0,6	1,3	3,0	0,6	67,1	1,5	141,5	22,4	0,1	21,4
Altri investimenti	-184,8	-91,1	51,1	28,0	-110,4	108,8	-168,6	-6,2	-16,0	-10,2	-131,2	-286,3	-0,4	1,8	354,8
Attività	5.468,8	2.419,7	100,9	83,3	2.020,2	201,8	13,4	25,7	34,0	109,4	276,5	852,5	638,2	58,7	1.054,0
Amministrazioni pubbliche	101,0	15,0	0,7	0,4	3,6	0,7	9,7	0,0	1,8	0,2	0,1	3,4	1,4	40,1	39,1
IFM	3.309,5	1.731,1	83,9	58,3	1.419,1	167,9	1,9	16,8	14,5	79,0	164,5	418,9	367,7	18,2	498,8
Altri settori	2.058,3	673,5	16,4	24,6	597,5	33,3	1,8	8,9	17,7	30,3	111,9	430,2	269,2	0,5	516,2
Passività	5.653,6	2.510,8	49,8	55,3	2.130,6	93,0	182,0	32,0	50,0	119,5	407,7	1.138,8	638,6	57,0	699,2
Amministrazioni pubbliche	61,9	32,5	0,0	0,1	2,5	0,0	29,7	0,0	0,0	0,6	0,5	7,0	0,3	17,7	3,3
IFM	4.234,1	1.907,6	38,9	33,5	1.664,9	70,0	100,2	24,4	32,1	91,2	328,7	751,1	535,1	36,8	527,2
Altri settori	1.357,6	570,8	10,8	21,7	463,2	23,0	52,0	7,5	17,9	27,8	78,6	380,8	103,2	2,5	168,7
dal 2° trim. 2009 al 1° trim. 2010	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	49,3	1,8	1,7	-7,3	3,2	4,2	0,0	0,6	2,1	1,9	13,7	-28,8	44,3	-0,2	14,0
All'estero	227,8	37,3	2,8	5,8	29,9	-1,2	0,0	8,5	2,4	2,0	34,8	56,4	42,3	0,0	44,2
Azioni/utili reinvestiti	168,8	30,4	1,6	5,6	22,8	0,3	0,0	9,4	-0,7	2,4	13,5	51,8	32,8	0,0	29,1
Debito	59,0	6,9	1,2	0,2	7,1	-1,5	0,0	-1,0	3,0	-0,5	21,3	4,6	9,5	0,0	15,1
Nell'area dell'euro	178,5	35,4	1,0	13,1	26,7	-5,4	0,0	7,9	0,3	0,1	21,1	85,2	-2,0	0,2	30,3
Azioni/utili reinvestiti	233,8	56,3	1,1	19,5	40,0	-4,3	0,0	7,6	0,3	2,3	11,8	87,2	51,1	0,2	16,9
Debito	-55,2	-20,9	-0,1	-6,4	-13,3	-1,1	0,0	0,3	0,0	-2,2	9,3	-1,9	-53,2	0,0	13,4
Investimenti di portafoglio: attività	203,7	102,9	12,2	28,1	28,0	13,2	21,4	5,5	8,4	-15,7	5,1	26,2	-33,9	-0,2	105,3
Azioni	117,9	24,9	1,1	3,1	20,1	0,7	0,0	2,8	8,9	13,6	5,8	21,7	-7,4	0,0	47,7
Strumenti di debito	85,7	78,0	11,2	25,0	7,9	12,5	21,4	2,7	-0,5	-29,4	-0,7	4,5	-26,4	-0,2	57,6
Obbligazioni e *note*	131,3	98,9	7,9	27,5	34,7	11,1	17,7	1,8	-0,6	-17,8	0,9	8,8	-16,3	-0,3	56,0
Strumenti di mercato monetario	-45,6	-20,9	3,2	-2,5	-26,8	1,4	3,7	0,9	0,2	-11,5	-1,6	-4,3	-10,1	0,1	1,6
Altri investimenti	181,8	-65,9	0,6	-6,1	-40,9	-22,7	3,2	6,2	24,7	-5,2	55,0	150,7	79,6	-0,5	-62,7
Attività	-175,2	-38,9	9,2	0,6	-42,1	-8,5	2,0	-0,4	5,1	-10,2	-34,4	-83,2	25,4	1,6	-40,1
Amministrazioni pubbliche	-4,2	-5,8	-0,3	5,0	-10,7	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	1,1	0,8
IFM	-126,3	-33,4	8,5	-7,0	-27,3	-8,6	1,0	-0,7	2,4	-8,0	-10,8	-39,4	14,1	0,4	-50,9
Altri settori	-44,8	0,3	1,0	2,5	-4,2	0,1	1,0	0,3	2,7	-2,2	-23,6	-43,8	11,5	0,0	10,0
Passività	-357,0	27,1	8,6	6,7	-1,2	14,1	-1,1	-6,6	-19,6	-5,0	-89,4	-233,9	-54,2	2,1	22,6
Amministrazioni pubbliche	0,2	1,1	0,0	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,0	-1,2	0,1
IFM	-295,6	57,4	9,5	5,2	39,5	9,6	-6,4	-4,2	-19,3	-7,3	-93,3	-172,0	-58,6	3,4	-1,7
Altri settori	-61,6	-31,4	-0,9	1,5	-41,4	4,6	4,9	-2,4	-0,3	2,4	3,8	-62,1	4,4	-0,1	24,2

Fonte: BCE.

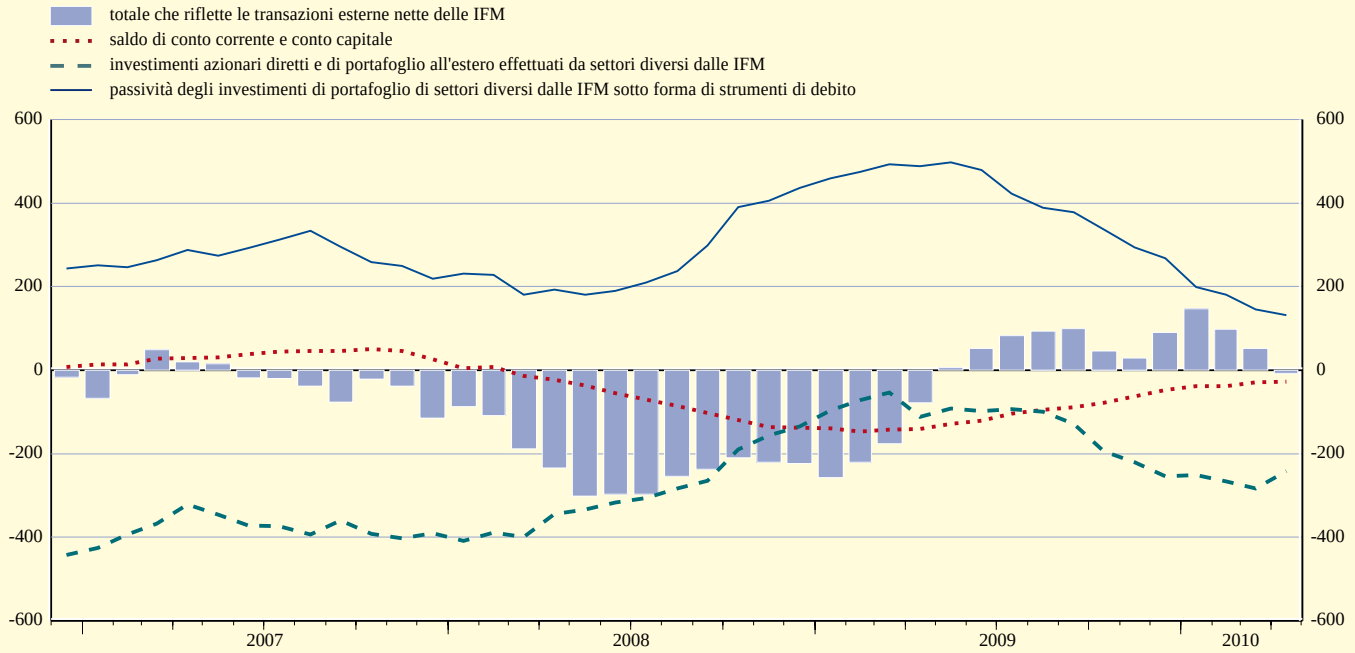
7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti [1)]

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM											
	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-114,3	25,6	-459,4	395,0	-38,8	-162,6	144,5	218,4	-394,3	228,5	-64,0	-7,4
2008	-224,1	-137,0	-329,3	124,5	65,5	-22,4	-202,2	435,4	-143,8	67,7	-62,4	-20,2
2009	85,0	-49,7	-263,2	203,7	-48,0	-121,5	114,4	268,3	71,3	-139,0	42,1	6,8
2009 1° trim.	-38,4	-35,8	-83,6	36,5	32,5	4,9	-48,1	116,5	-13,3	-48,8	15,8	-15,1
2° trim.	77,9	-19,8	-79,7	85,7	-9,7	-73,1	46,3	90,2	64,5	-58,3	22,9	8,9
3° trim.	3,5	-2,2	-63,3	36,9	-35,9	-23,2	77,7	33,4	0,7	-30,9	-4,5	14,8
4° trim.	42,0	8,0	-36,6	44,6	-34,9	-30,2	38,4	28,1	19,5	-1,0	7,9	-1,8
2010 1° trim.	-71,7	-22,9	-34,0	4,2	-25,3	-46,9	26,4	33,3	-35,7	28,8	1,8	-1,6
2009 mag.	6,3	-13,5	-5,3	20,6	-1,9	-33,9	26,5	29,9	83,7	-113,4	9,4	4,1
giu.	53,6	1,8	-15,7	-7,6	-13,1	6,7	45,8	18,0	-11,8	14,1	0,5	14,8
lug.	0,6	9,0	-10,8	18,9	-16,5	-21,2	35,3	-33,5	2,2	0,3	6,4	10,4
ago.	20,4	-5,5	-13,9	17,1	-12,1	-22,1	48,3	5,1	9,4	-12,2	-9,8	16,3
set.	-17,5	-5,6	-38,6	0,9	-7,3	20,1	-5,9	61,8	-10,9	-18,9	-1,1	-11,9
ott.	14,6	-1,6	-18,9	23,8	-13,1	-9,8	-21,2	46,4	-28,0	35,0	1,6	0,5
nov.	-7,9	-1,4	-11,9	10,6	-14,7	-18,3	6,7	10,8	2,6	9,6	-0,1	-2,0
dic.	35,3	11,0	-5,9	10,2	-7,1	-2,0	53,0	-29,1	44,9	-45,7	6,4	-0,4
2010 gen.	-29,5	-12,8	6,9	4,3	-11,6	-12,0	-7,4	30,0	-8,2	-3,2	3,6	-19,2
feb.	-8,4	-7,9	-11,9	-6,0	-1,9	-10,5	30,6	-7,4	-13,9	4,9	-0,7	16,3
mar.	-33,7	-2,1	-29,0	6,0	-11,8	-24,4	3,2	10,7	-13,6	27,1	-1,0	1,3
apr.	-44,8	-7,7	-14,6	2,3	-3,7	-12,4	-4,9	29,8	-24,3	-8,7	0,3	-1,0
mag.	30,8	-14,7	-15,4	-4,0	13,6	-17,1	17,7	56,5	-12,2	11,6	-2,2	-3,1
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2010 mag.	13,4	-37,6	-179,6	76,4	-99,3	-123,1	201,3	199,2	-63,9	14,0	3,9	22,2

F36 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM [1)]

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni

1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica [1)]

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria:	Totale				Per memoria:	
				Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Settore manifatturiero		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Settore manifatturiero	Petrolio
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2008	3,9	8,1	1.561,7	771,0	338,0	414,0	1.305,8	1.610,5	1.019,3	233,3	334,0	1.021,4	293,6
2009	-18,1	-22,1	1.275,6	625,5	261,7	352,9	1.062,5	1.258,7	725,7	191,9	313,6	838,5	174,4
2009 2° trim.	-22,9	-26,8	310,1	153,2	63,7	85,2	258,2	304,5	172,5	47,4	77,3	204,0	41,6
3° trim.	-19,6	-25,7	318,8	157,1	64,6	88,6	266,3	313,1	179,6	47,5	78,8	207,2	47,5
4° trim.	-8,6	-14,5	330,3	163,2	67,3	92,5	275,7	320,8	189,4	47,3	78,1	211,5	49,2
2010 1° trim.	12,7	9,6	353,7	175,3	68,4	98,4	292,9	349,8	209,0	51,7	81,8	231,7	53,2
2009 dic.	-0,8	-5,6	112,2	55,4	23,5	30,9	93,7	109,3	64,4	16,3	26,6	71,6	16,5
2010 gen.	4,1	1,1	112,3	56,5	20,5	31,4	92,3	111,1	66,9	16,4	27,0	74,5	17,4
feb.	9,7	6,4	115,9	57,6	22,5	32,2	94,6	113,5	68,2	16,3	26,4	74,7	16,1
mar.	22,6	20,8	125,5	61,3	25,5	34,8	106,0	125,1	74,0	19,0	28,4	82,4	19,6
apr.	17,4	20,1	121,6	61,0	23,5	33,4	100,7	121,4	73,6	17,3	27,1	79,6	19,2
mag.	23,5	29,8	123,6	.	.	.	103,0	126,5	.	.	.	82,1	.
	Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2008	1,4	0,1	143,4	136,7	154,2	147,0	142,3	126,9	119,3	140,4	144,5	133,3	108,1
2009	-16,7	-14,6	119,2	114,7	117,8	126,7	115,5	108,8	99,7	113,8	135,0	110,4	97,1
2009 2° trim.	-21,6	-19,3	116,6	113,3	115,1	122,5	112,7	106,1	96,4	110,6	133,4	107,0	97,5
3° trim.	-17,5	-15,9	119,0	115,4	116,0	126,7	115,9	107,1	96,5	114,3	135,5	109,9	95,3
4° trim.	-6,0	-7,9	123,8	119,8	121,8	133,5	120,7	110,8	102,1	115,1	137,9	114,1	95,4
2010 1° trim.	11,3	4,0	129,7	125,5	123,3	138,1	126,1	115,2	106,2	121,5	140,1	121,1	94,9
2009 dic.	1,0	-2,7	125,3	121,5	126,5	132,2	122,5	112,1	102,4	118,5	140,0	115,3	94,3
2010 gen.	3,5	-3,2	124,6	121,8	111,3	134,1	119,8	111,4	104,1	116,9	138,0	117,5	95,2
feb.	8,9	1,6	127,4	123,7	121,5	134,7	121,9	112,5	104,1	115,9	136,2	117,5	87,7
mar	20,1	13,3	137,2	131,0	137,3	145,4	136,5	121,9	110,4	131,9	146,2	128,3	101,8
apr.	12,5	8,1	131,8	128,6	126,2	138,7	128,9	115,6	106,6	120,6	136,2	121,9	92,6
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Prezzi [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) [3)]							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale					Per memoria: Settore manifatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale					Per memoria: Settore manifatturiero
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici				Beni intermedi	Beni di investimento	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
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,2	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2009	100,9	-2,5	-4,1	0,6	0,5	-26,5	-2,5	102,2	-9,4	-5,8	-0,8	0,2	-26,5	-3,8
2009 4° trim.	100,6	-2,0	-5,2	-1,1	-0,5	6,8	-1,9	103,4	-3,3	-4,9	-2,1	-2,9	-2,9	-3,2
2010 1° trim.	102,5	1,3	-0,3	-0,2	0,7	37,8	1,4	107,6	6,1	2,5	-1,1	-0,9	26,7	1,5
2°trim.	104,9	3,9	5,0	0,8	2,4	.	4,0	.	.	.	0,7	.	.	.
2010 gen.	101,8	0,4	-1,7	-0,7	0,4	32,2	0,5	106,2	4,6	0,5	-1,4	-1,3	22,9	0,4
feb.	102,6	1,2	-0,5	-0,1	0,4	36,5	1,3	107,3	5,5	2,0	-1,1	-1,2	25,3	1,1
mar.	103,3	2,3	1,3	0,3	1,1	44,4	2,4	109,3	8,1	5,0	-0,8	-0,3	31,8	2,9
apr.	104,3	3,5	3,6	0,2	1,6	47,9	3,6	112,0	11,4	8,5	-0,5	0,7	41,4	4,6
mag.	105,2	4,3	5,4	0,9	2,7	35,3	4,3	112,9	11,7	11,4	0,9	2,9	33,6	6,4
giu.	105,2	4,0	5,9	1,3	2,9	.	4,0	.	.	.	1,8	.	.	.

Fonte: Eurostat.

1) I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.

2) I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poichè questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonchè anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.

3) I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE						Cina	Giappone			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Esportazioni (f.o.b.)														
2008	1.561,7	35,1	53,9	220,4	233,7	78,5	86,7	42,7	187,2	309,5	65,7	33,7	100,2	68,1	145,5
2009	1.275,6	27,5	41,1	174,7	177,3	49,4	78,7	34,4	152,3	282,2	68,0	28,7	91,5	53,9	112,8
2008 4° trim.	362,6	8,1	11,5	48,6	52,6	17,8	21,2	8,4	44,3	74,1	15,8	8,1	24,9	17,2	33,9
2009 1° trim.	316,4	7,3	10,0	42,7	43,7	12,6	20,2	7,7	39,5	66,6	15,2	7,1	23,3	13,0	29,8
2° trim.	310,1	6,7	9,8	42,7	42,8	12,2	19,1	8,3	38,3	69,5	16,8	7,0	22,6	12,5	25,8
3° trim.	318,8	6,9	10,5	44,5	44,9	12,1	19,3	9,1	36,4	70,9	17,4	7,2	22,4	14,0	27,8
4° trim.	330,3	6,7	10,8	44,8	45,9	12,5	20,1	9,3	38,1	75,2	18,6	7,4	23,1	14,4	29,4
2010 1° trim.	353,7	6,9	11,7	46,5	47,8	13,4	21,4	10,7	41,5	81,5	22,2	8,0	24,9	16,7	30,8
2009 dic.	112,2	2,2	3,6	15,3	15,3	4,2	6,7	3,2	12,9	26,1	6,2	2,6	7,8	4,9	9,9
2010 gen.	112,3	2,2	3,7	15,3	15,4	4,1	7,0	3,4	12,8	25,7	6,9	2,6	7,9	4,8	9,9
feb.	115,9	2,3	3,8	14,8	15,6	4,2	6,9	3,5	12,8	26,7	7,4	2,7	8,4	5,8	11,0
mar.	125,5	2,4	4,1	16,4	16,8	5,1	7,4	3,8	15,8	29,0	7,9	2,8	8,6	6,1	9,8
apr.	121,6	2,4	4,1	15,7	16,3	5,1	7,4	3,8	14,6	27,9	7,5	2,8	8,6	5,7	9,9
mag.	123,6	.	.	.	.	5,1	7,5	3,5	14,3	28,8	7,8	2,9	8,4	6,3	.
	percentuale delle esportazioni totali														
2009	100,0	2,2	3,2	13,7	13,9	3,9	6,2	2,7	11,9	22,1	5,3	2,3	7,2	4,2	8,8
	Importazioni (c.i.f.)														
2008	1.610,5	30,7	52,2	164,8	184,9	122,0	70,0	32,4	135,8	480,0	185,5	57,4	141,2	81,7	114,9
2009	1.258,7	26,5	37,8	126,1	162,3	81,4	64,9	26,2	116,0	376,1	159,3	42,9	93,6	59,1	88,5
2008 4° trim.	373,5	7,4	11,5	36,6	43,1	24,8	17,5	7,1	33,2	113,9	47,7	13,3	30,9	20,2	27,4
2009 1° trim.	320,3	6,9	9,5	31,4	39,0	17,8	16,7	6,6	31,8	97,0	41,6	11,5	23,8	14,7	25,1
2° trim.	304,5	6,5	9,0	30,7	39,4	18,1	16,0	6,3	30,1	92,2	39,3	10,1	22,9	14,2	19,2
3° trim.	313,1	6,8	9,7	31,8	41,1	21,8	16,1	6,6	26,0	93,1	39,0	10,7	22,6	14,8	22,6
4° trim.	320,8	6,4	9,6	32,2	42,9	23,7	16,0	6,8	28,0	93,8	39,4	10,6	24,3	15,5	21,5
2010 1° trim.	349,8	6,4	10,4	34,9	44,9	24,4	17,1	7,4	28,9	108,9	46,3	11,7	26,8	16,5	23,1
2009 dic.	109,3	2,1	3,4	11,0	14,5	7,9	5,5	2,1	9,5	31,8	13,7	3,5	8,5	5,3	7,7
2010 gen.	111,1	2,1	3,2	11,4	14,5	8,2	5,6	2,5	9,6	34,0	13,4	3,8	8,2	5,2	6,6
feb.	113,5	2,1	3,3	11,5	14,9	7,3	5,7	2,3	9,4	34,2	14,3	3,6	8,9	5,4	8,6
mar.	125,1	2,3	3,9	12,0	15,4	8,9	5,9	2,6	9,9	40,7	18,7	4,2	9,7	5,9	8,0
apr.	121,4	2,1	3,6	11,6	15,3	8,7	6,0	2,5	9,9	39,0	16,4	4,0	10,0	5,8	7,0
mag.	126,5	.	.	.	.	9,8	6,3	2,4	9,8	40,3	17,4	4,1	9,7	5,8	.
	percentuale delle importazioni totali														
2009	100,0	2,1	3,0	10,0	12,9	6,5	5,2	2,1	9,2	29,9	12,7	3,4	7,4	4,7	7,0
	Saldo														
2008	-48,8	4,4	1,7	55,7	48,8	-43,5	16,8	10,4	51,4	-170,5	-119,8	-23,6	-41,0	-13,6	30,6
2009	17,0	0,9	3,3	48,6	15,0	-32,0	13,8	8,1	36,3	-93,9	-91,3	-14,2	-2,2	-5,3	24,3
2008 4° trim.	-10,9	0,7	0,0	12,0	9,5	-7,1	3,7	1,3	11,1	-39,7	-31,9	-5,2	-6,0	-2,9	6,5
2009 1° trim.	-3,9	0,4	0,4	11,3	4,8	-5,1	3,5	1,1	7,6	-30,4	-26,3	-4,4	-0,5	-1,7	4,7
2° trim.	5,6	0,2	0,8	12,0	3,4	-5,9	3,0	2,0	8,2	-22,7	-22,5	-3,1	-0,3	-1,7	6,5
3° trim.	5,8	0,1	0,8	12,8	3,8	-9,7	3,2	2,5	10,4	-22,1	-21,6	-3,6	-0,2	-0,8	5,2
4° trim.	9,5	0,3	1,2	12,6	3,0	-11,2	4,1	2,5	10,1	-18,7	-20,8	-3,2	-1,2	-1,1	7,9
2010 1° trim.	4,0	0,5	1,3	11,6	2,9	-11,0	4,3	3,3	12,6	-27,4	-24,1	-3,6	-1,9	0,2	7,6
2009 dic.	2,8	0,1	0,3	4,3	0,8	-3,7	1,2	1,1	3,3	-5,7	-7,5	-0,9	-0,7	-0,4	2,2
2010 gen.	1,2	0,2	0,5	3,8	0,9	-4,1	1,5	0,9	3,2	-8,3	-6,4	-1,2	-0,3	-0,4	3,4
feb.	2,4	0,2	0,5	3,3	0,7	-3,1	1,3	1,2	3,4	-7,5	-6,9	-1,0	-0,5	0,4	2,4
mar.	0,3	0,1	0,3	4,4	1,3	-3,8	1,6	1,2	6,0	-11,6	-10,8	-1,4	-1,1	0,3	1,8
apr.	0,1	0,3	0,5	4,2	1,0	-3,6	1,4	1,3	4,7	-11,0	-8,9	-1,2	-1,4	0,0	2,9
mag.	-3,0	.	.	.	.	-4,7	1,2	1,1	4,5	-11,5	-9,6	-1,2	-1,3	0,5	.

Fonte: Eurostat.

8

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi [1)]

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

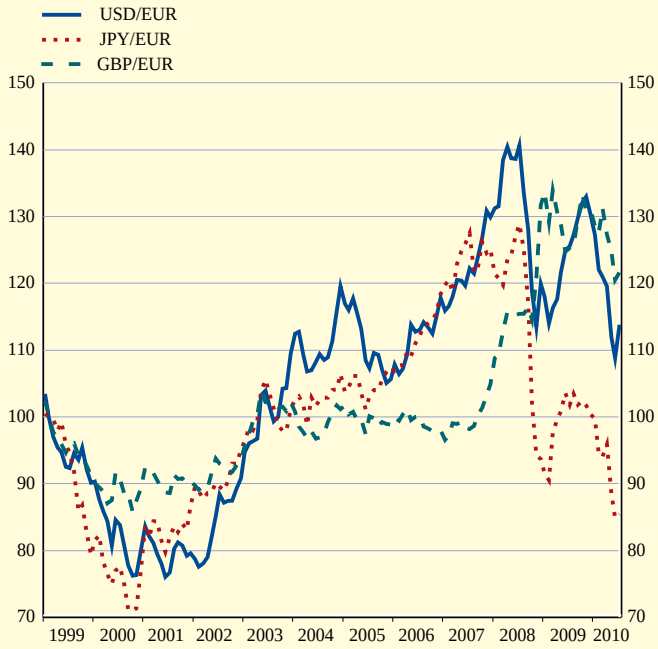
	TCE-21						TCE-41	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	106,3	106,8	105,2	102,6	106,8	100,8	113,0	104,2
2008	110,5	110,1	107,4	105,4	112,6	104,6	118,0	107,0
2009	111,7	110,6	105,9	106,3	119,1	106,9	120,6	107,8
2009 2° trim.	111,1	110,2	105,3	106,0	120,1	106,3	119,8	107,4
3° trim.	112,1	110,9	106,2	106,8	118,9	106,8	121,0	108,1
4° trim.	113,8	112,2	107,3	107,5	120,2	109,4	122,5	108,8
2010 1° trim.	108,7	106,9	102,3	102,4	114,5	104,1	116,9	103,2
2° trim.	103,1	101,8	97,5	.	.	.	110,4	97,5
2009 lug.	111,6	110,5	105,8	-	-	-	120,5	107,7
ago.	111,7	110,6	106,0	-	-	-	120,6	107,8
set.	112,9	111,6	106,9	-	-	-	122,0	108,7
ott.	114,3	112,8	108,2	-	-	-	123,0	109,5
nov.	114,0	112,5	107,6	-	-	-	122,9	109,2
dic.	113,0	111,2	106,2	-	-	-	121,7	107,8
2010 gen.	110,8	108,9	104,1	-	-	-	119,1	105,4
feb.	108,0	106,1	101,6	-	-	-	116,2	102,5
mar.	107,4	105,7	101,1	-	-	-	115,2	101,8
apr.	106,1	104,5	100,1	-	-	-	113,5	100,3
mag.	102,8	101,4	97,0	-	-	-	109,9	97,1
giu.	100,7	99,4	95,3	-	-	-	107,7	95,2
lug.	102,5	101,2	97,2	-	-	-	109,9	97,1
	variazione percentuale sul mese precedente							
2010 lug.	1,8	1,8	2,0	-	-	-	2,1	2,0
	variazione percentuale sull'anno precedente							
2010 lug.	-8,2	-8,5	-8,2	-	-	-	-8,8	-9,8

F37 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

F38 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sudcoreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2009	7,4462	10,6191	0,89094	1,3948	130,34	1,5100	1.772,90	10,8114	2,0241	1,5850	8,7278	1,7727
2009 4° trim.	7,4424	10,3509	0,90483	1,4779	132,69	1,5088	1.725,91	11,4555	2,0604	1,5604	8,3932	1,6250
2010 1° trim.	7,4426	9,9464	0,88760	1,3829	125,48	1,4632	1.581,41	10,7364	1,9395	1,4383	8,1020	1,5293
2° trim.	7,4416	9,6313	0,85239	1,2708	117,15	1,4086	1.481,01	9,8857	1,7674	1,3054	7,9093	1,4403
2010 gen.	7,4424	10,1939	0,88305	1,4272	130,34	1,4765	1.624,76	11,0783	1,9930	1,4879	8,1817	1,5624
feb.	7,4440	9,9505	0,87604	1,3686	123,46	1,4671	1.582,70	10,6305	1,9326	1,4454	8,0971	1,5434
mar.	7,4416	9,7277	0,90160	1,3569	123,03	1,4482	1.542,59	10,5313	1,8990	1,3889	8,0369	1,4882
apr.	7,4428	9,6617	0,87456	1,3406	125,33	1,4337	1.494,53	10,4065	1,8505	1,3467	7,9323	1,4463
mag.	7,4413	9,6641	0,85714	1,2565	115,83	1,4181	1.465,81	9,7843	1,7503	1,3060	7,8907	1,4436
giu.	7,4409	9,5723	0,82771	1,2209	110,99	1,3767	1.483,22	9,5091	1,7081	1,2674	7,9062	1,4315
lug.	7,4522	9,4954	0,83566	1,2770	111,73	1,3460	1.538,85	9,9308	1,7588	1,3322	8,0201	1,4586
	variazione percentuale sul mese precedente											
2010 lug.	0,2	-0,8	1,0	4,6	0,7	-2,2	3,8	4,4	3,0	5,1	1,4	1,9
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2010 lug.	0,1	-12,3	-2,9	-9,4	-16,1	-11,5	-13,5	-9,0	-13,9	-15,8	-10,4	-16,7

	Corona ceca	Corona estone	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno	Kuna croata	Nuova lira turca
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064
2009	26,435	15,6466	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	1,9558	4,2399	7,3400	2,1631
2009 4° trim.	25,923	15,6466	0,7084	3,4528	270,88	4,1745	1,9558	4,2680	7,2756	2,2029
2010 1° trim.	25,868	15,6466	0,7087	3,4528	268,52	3,9869	1,9558	4,1135	7,2849	2,0866
2° trim.	25,591	15,6466	0,7078	3,4528	274,85	4,0171	1,9558	4,1854	7,2477	1,9560
2010 gen.	26,133	15,6466	0,7088	3,4528	269,43	4,0703	1,9558	4,1383	7,2938	2,1028
feb.	25,979	15,6466	0,7090	3,4528	271,21	4,0144	1,9558	4,1196	7,3029	2,0756
mar.	25,541	15,6466	0,7083	3,4528	265,40	3,8906	1,9558	4,0866	7,2616	2,0821
apr.	25,308	15,6466	0,7076	3,4528	265,53	3,8782	1,9558	4,1306	7,2594	1,9983
mag.	25,663	15,6466	0,7075	3,4528	276,78	4,0567	1,9558	4,1767	7,2630	1,9459
giu.	25,780	15,6466	0,7082	3,4528	281,49	4,1055	1,9558	4,2434	7,2225	1,9274
lug.	25,328	15,6466	0,7090	3,4528	283,75	4,0814	1,9558	4,2608	7,2198	1,9669
	variazione percentuale sul mese precedente									
2010 lug.	-1,8	0,0	0,1	0,0	0,8	-0,6	0,0	0,4	0,0	2,1
	variazione percentuale sull'anno precedente									
2010 lug.	-1,8	0,0	1,2	0,0	4,3	-5,0	0,0	1,0	-1,5	-8,0

	Real brasiliano 1)	Yuan renmimbi cinese	Corona islandese 2)	Rupia indiana 3)	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano 1)	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sudafricano	Baht tailandese
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2007	2,6633	10,4178	87,63	56,4186	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,6143	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2009	2,7674	9,5277	-	67,3611	14.443,74	4,9079	18,7989	2,2121	66,338	44,1376	11,6737	47,804
2009 4° trim.	2,5703	10,0905	-	68,9088	13.999,42	5,0275	19,3003	2,0297	69,080	43,5740	11,0757	49,221
2010 1° trim.	2,4917	9,4417	-	63,4796	12.809,32	4,6590	17,6555	1,9510	63,593	41,2697	10,3852	45,472
2° trim.	2,2762	8,6717	-	57,9879	11.581,24	4,1172	15,9583	1,8145	57,848	38,5027	9,5974	41,152
2010 gen.	2,5383	9,7436	-	65,5361	13.263,60	4,8170	18,2820	1,9646	65,702	42,5749	10,6492	47,150
feb.	2,5237	9,3462	-	63,4291	12.786,05	4,6743	17,7154	1,9615	63,317	41,2845	10,4964	45,360
mar.	2,4233	9,2623	-	61,7352	12.434,53	4,5083	17,0587	1,9301	61,999	40,1219	10,0589	44,111
apr.	2,3550	9,1505	-	59,6203	12.101,70	4,2935	16,3957	1,8814	59,788	39,1335	9,8658	43,279
mag.	2,2750	8,5794	-	57,6166	11.517,01	4,0874	15,9856	1,8010	57,315	38,2707	9,6117	40,714
giu.	2,2057	8,3245	-	56,8582	11.169,39	3,9853	15,5346	1,7667	56,594	38,1507	9,3398	39,635
lug.	2,2600	8,6538	-	59,8100	11.546,78	4,0924	16,3699	1,7925	59,072	39,1317	9,6351	41,273
	variazione percentuale sul mese precedente											
2010 lug.	2,5	4,0	-	5,2	3,4	2,7	5,4	1,5	4,4	2,6	3,2	4,1
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2010 lug.	-17,0	-10,1	-	-12,3	-18,9	-18,1	-13,0	-18,0	-12,8	-11,8	-14,0	-14,0

Fonte: BCE.

1) Per queste valute la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2008. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.

2) Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.

3) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.

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

9

9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	IACP										
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2009	2,5	0,6	1,1	0,2	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2010 1° trim.	1,9	0,4	1,9	0,0	-3,9	-0,4	5,8	3,4	4,6	2,7	3,3
2° trim.	2,9	0,9	2,0	2,9	-2,3	0,5	5,2	2,5	4,3	1,8	3,4
2010 apr.	3,0	0,9	2,4	2,5	-2,8	0,2	5,7	2,7	4,2	2,1	3,7
mag.	3,0	1,0	1,9	2,8	-2,4	0,5	4,9	2,3	4,4	1,9	3,4
giu.	2,5	1,0	1,7	3,4	-1,6	0,9	5,0	2,4	4,3	1,6	3,2
	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2007	0,1	-0,7	4,8	2,6	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,5	3,8	-2,8
2008	1,8	-2,7	3,4	-2,7	-4,1	-3,3	-3,8	-3,7	-5,4	2,5	-4,9
2009	-3,9	-5,9	-2,7	-1,7	-9,0	-8,9	-4,0	-7,1	-8,3	-0,5	-11,5
	Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2007	18,2	29,0	27,4	3,8	9,0	16,9	65,9	45,0	12,6	40,8	44,7
2008	14,1	30,0	34,2	4,6	19,5	15,6	72,9	47,2	13,3	38,3	52,0
2009	14,8	35,4	41,6	7,2	36,1	29,3	78,3	51,0	23,7	42,3	68,1
	Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo										
2010 gen.	6,65	4,28	3,57	-	13,76	8,15	7,62	6,13	9,05	3,37	4,01
feb.	6,05	4,33	3,50	-	13,62	7,15	7,69	6,09	7,92	3,28	4,02
mar.	5,82	4,02	3,40	-	10,54	5,15	7,16	5,72	7,11	3,20	3,98
apr.	5,94	3,84	3,34	-	10,13	5,15	6,57	5,57	6,97	3,14	3,96
mag.	6,13	4,10	2,93	-	10,13	5,15	7,07	5,74	7,27	2,73	3,60
giu.	6,21	4,26	2,70	-	10,12	5,15	7,60	5,83	7,10	2,61	3,14
	Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2010 gen.	4,44	1,55	1,46	2,74	4,77	3,07	6,78	4,24	8,56	0,48	0,61
feb.	4,27	1,52	1,39	2,12	3,16	2,24	6,59	4,17	6,93	0,48	0,63
mar.	4,21	1,43	1,37	1,86	2,33	1,87	6,65	4,13	6,01	0,49	0,65
apr.	4,21	1,42	1,28	1,79	2,14	1,57	6,14	3,69	4,99	0,52	0,66
mag.	4,19	1,27	1,25	1,67	2,26	1,47	6,23	3,85	6,38	0,60	0,70
giu.	4,18	1,24	1,15	1,47	2,09	1,64	5,43	3,86	6,60	0,70	0,73
	PIL a prezzi costanti										
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,2	2,8	0,6	5,1	7,3	-0,4	-0,1
2009	-5,0	-4,1	-4,7	-14,1	-18,0	-14,8	-6,3	1,8	-7,1	-5,1	-4,9
2009 4° trim.	-5,9	-3,2	-2,9	-9,5	-16,8	-12,5	-4,6	2,8	-6,5	-1,5	-2,9
2010 1° trim.	-3,6	1,1	-0,6	-2,0	-5,1	-2,7	-0,9	2,8	-2,6	3,0	-0,2
2° trim.	.	.	.	.	.	1,1	.	.	.	3,6	.
	Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL										
2008	-23,2	0,2	2,0	-8,4	-11,6	-10,1	-5,9	-3,9	-11,1	9,2	-1,3
2009	-8,0	0,1	3,9	7,4	12,0	7,2	1,5	0,0	-4,0	7,3	-1,1
2009 3° trim.	3,0	-2,0	5,4	10,9	11,9	8,0	2,8	-0,9	-2,8	7,0	-1,6
4° trim.	-7,1	0,9	5,0	9,9	14,8	13,2	2,2	-1,2	-3,9	5,5	-0,2
2010 1° trim.	-6,4	2,1	2,7	4,3	12,6	3,2	2,4	0,2	-6,1	8,2	-2,2
	Debito estero lordo in percentuale del PIL										
2007	100,4	44,5	170,3	111,0	127,6	71,9	115,1	48,4	50,9	176,2	399,6
2008	108,8	50,0	178,4	118,5	129,2	71,6	155,0	56,5	56,0	203,8	432,2
2009 3° trim.	107,8	46,7	190,8	124,0	147,9	82,9	170,0	60,2	66,7	203,2	412,2
4° trim.	111,3	50,8	189,6	126,7	156,6	86,5	164,4	59,6	69,0	203,8	405,9
2010 1° trim.	109,8	49,0	200,4	124,7	161,8	.	169,8	58,4	71,7	205,5	.
	Costo del lavoro per unità di prodotto										
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	22,0	9,3	4,5	6,8	14,5	2,6	2,3
2009	10,6	3,6	4,5	1,7	-7,1	0,9	0,9	2,3	5,1	4,8	5,5
2009 3° trim.	10,2	2,9	4,8	1,5	-12,9	-6,5	-	4,5	-	5,3	4,3
4° trim.	3,7	2,2	-1,6	-7,5	-20,2	-11,4	-	-3,5	-	0,2	4,6
2010 1° trim.	6,6	-2,7	0,9	-8,9	-19,8	-12,6	-	.	-	-1,1	3,3
	Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2008	5,6	4,4	3,3	5,5	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,7
2009	6,9	6,7	6,0	13,8	17,1	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010 1° trim.	9,3	7,8	7,1	19,0	20,0	17,3	11,2	9,7	7,4	8,8	7,9
2° trim.	9,7	7,5	6,8	.	.	.	10,6	9,7	.	.	.
2010 apr.	9,7	7,6	7,0	-	22,5	.	10,9	9,8	.	9,1	7,8
mag.	9,7	7,5	6,7	-	.	.	10,4	9,7	.	8,8	.
giu.	9,7	7,4	6,6	-	.	.	10,4	9,6	.	.	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

9.2 Stati Uniti e Giappone

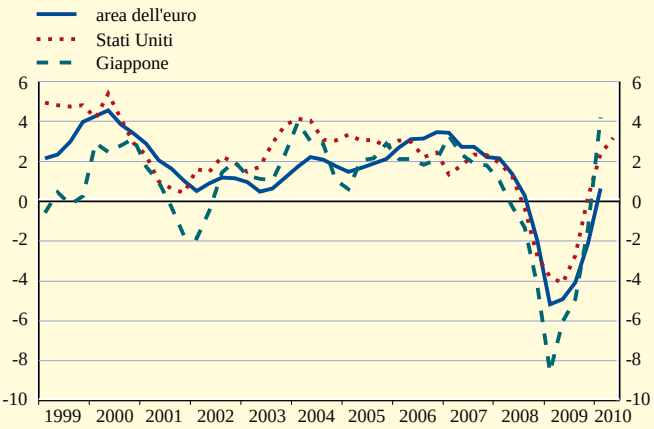
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto [1] (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio [2]	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi [3]	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; [3] dati di fine periodo	Tasso di cambio [4] (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/ Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo [5] in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Stati Uniti										
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,3	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,8
2007	2,9	2,3	1,9	3,2	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,4
2008	3,8	1,0	0,0	-4,4	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,3
2009	-0,4	-1,9	-2,6	-10,9	9,3	7,8	0,69	4,17	1,3948	-11,1	67,6
2009 2° trim.	-1,2	0,4	-4,1	-14,7	9,3	8,9	0,84	3,95	1,3632	-11,6	62,7
3° trim.	-1,6	-2,7	-2,7	-10,0	9,6	7,8	0,41	3,61	1,4303	-11,6	65,8
4° trim.	1,4	-5,2	0,2	-3,7	10,0	5,1	0,27	4,17	1,4779	-11,1	67,6
2010 1° trim.	2,4	-4,2	2,4	3,9	9,7	1,9	0,26	4,01	1,3829	-10,9	70,7
2° trim.	1,8	.	3,2	8,4	9,7	1,7	0,44	3,13	1,2708	.	.
2010 mar.	2,3	-	-	5,7	9,7	1,4	0,27	4,01	1,3569	-	-
apr.	2,2	-	-	7,2	9,9	1,6	0,31	3,84	1,3406	-	-
mag.	2,0	-	-	9,0	9,7	1,7	0,46	3,52	1,2565	-	-
giu.	1,1	-	-	8,9	9,5	1,8	0,54	3,13	1,2209	-	-
lug.	.	-	-	.	.	.	0,51	3,03	1,2770	-	-
	Giappone										
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,6	159,9
2007	0,1	-1,0	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,3
2008	1,4	2,6	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	-1,4	0,4	-5,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2009 2° trim.	-1,0	0,9	-6,0	-27,4	5,1	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
3° trim.	-2,2	1,0	-4,9	-19,4	5,4	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
4° trim.	-2,0	-4,0	-1,4	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2010 1° trim.	-1,2	.	4,2	27,6	4,9	2,8	0,25	1,48	125,48	.	.
2° trim.	-0,9	.	.	20,9	.	3,0	0,24	1,18	117,15	.	.
2010 mar.	-1,1	-	-	31,9	5,0	2,7	0,25	1,48	123,03	-	-
apr.	-1,2	-	-	25,9	5,1	2,9	0,24	1,37	125,33	-	-
mag.	-0,9	-	-	20,4	5,2	3,1	0,24	1,37	115,83	-	-
giu.	-0,7	-	-	17,1	.	2,9	0,24	1,18	110,99	-	-
lug.	.	-	-	.	.	.	0,24	1,13	111,73	-	-

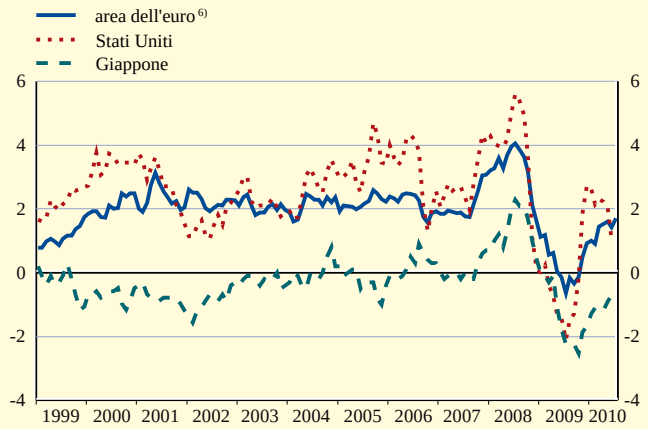
F39 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F40 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese non agricole
2) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.
4) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.
5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (*intermediari finanziari*)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (*intermediari finanziari*)	S17
F11	Depositi totali per settore (*società non finanziarie e famiglie*)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (*società non finanziarie e famiglie*)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	*Spread* e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F30	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F31	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F34	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F35	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F36	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F37	Tassi di cambio effettivi	S73
F38	Tassi di cambio bilaterali	S73
F39	PIL a prezzi costanti	S76
F40	Indici dei prezzi al consumo	S76

NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$\text{(a)} \qquad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-3}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t, il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$\text{(b)} \qquad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-12}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SEZIONI DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t, con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t, con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$\text{(c)} \qquad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$\text{(d)} \qquad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese t–3 (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t.

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$\text{(e)} \qquad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (per le serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2006. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$\text{(f)} \qquad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + F_{t-i}^M \big/ L_{t-1-i} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$\text{(g)} \qquad a_t = \left(I_t \big/ I_{t-12} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$\text{(h)} \quad a_t^M = \left(I_t / I_{t-1} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1}+a_t+a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti formule (f) oppure (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$\text{(i)} \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO [1)]

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA [2)]. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette [3)]. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".

2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program, Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Esse attualmente escludono le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

(j) $$I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}}\right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$\text{(k)} \qquad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11}\left(1+{N^M_{t-i}}/{L_{t-1-i}}\right)-1\right]\times 100$$

$$\text{(l)} \qquad a_t = \left({I_t}/{I_{t-12}}-1\right)\times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza "N" anziché "F". Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le "emissioni nette" nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti "transazioni" nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$\text{(m)} \qquad \left(\frac{0{,}5I_t+\sum_{i=1}^{2}I_{t-i}+0{,}5I_{t-3}}{0{,}5I_{t-12}+\sum_{i=1}^{2}I_{t-i-12}+0{,}5I_{t-15}}-1\right)\times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t. Analogamente, per l'anno che termina nel mese t, il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$\text{(n)} \qquad \left(\frac{0{,}5I_t+\sum_{i=1}^{11}I_{t-i}+0{,}5I_{t-12}}{0{,}5I_{t-12}+\sum_{i=1}^{11}I_{t-i-12}+0{,}5I_{t-24}}-1\right)\times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI [4)]

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Come nelle formule k) e l), il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$\text{(o)} \qquad a_t = \left[\prod_{i=0}^{5}\left(1+{N^M_{t-i}}/{L_{t-1-i}}\right)-1\right]\times 100$$

$$\text{(p)} \qquad a_t = \left({I_t}/{I_{t-6}}-1\right)\times 100$$

TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.I

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC [4)]

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici vie-

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".

ne aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie 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.

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:

$$\text{(q)} \qquad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^{t} \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.

NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (http://sdw.ecb.europa.eu/), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 4 agosto 2010.

Tutti i dati relativi al 2009 e ad anni successivi si riferiscono agli Euro 16 (ovvero all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva (cfr. più avanti per dettagli). Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro.

Le serie statistiche che fanno riferimento alla composizione evolutiva dell'area dell'euro si basano su quella che era la composizione dell'area nel periodo al quale le stesse si riferiscono. 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[1)] 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

1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html) e nello *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811).

definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione "fino a *n* anni" equivale a "non superiore a *n* anni".

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se un'istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999 e al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei deposi-

ti *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). L'elenco completo delle IFM è consultabile sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono dati sulle transazioni corretti per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella terza edizione della pubblicazione: *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007). Nella pubblicazione *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche sono state raccolte e compilate sulla base di vari regolamenti della BCE relativi al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. Dal mese di luglio 2010 raccolta e compilazione vengono eseguite sulla base del Regolamento BCE/2008/32 [2].

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonchè una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nella pubblicazione *Manual on investment fund statistics*. Da dicembre 2008 informazioni statistiche armonizzate sono raccolte e elaborate sulla base del Regolamento BCE/2007/8 relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Si stima che le statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a *zero coupon* e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.
La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (*euro overnight index average*). I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di

Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson [3]. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e sull'occupazione in termini di ore lavorate sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine [4]. 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 [5]. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007 [6]. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I 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 (co-

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.

lonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro [7)] e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003 [8)]. Una scomposizione degli indicatori di costo del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavole 1, 2 e 3 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli di consumo. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli), ad esclusione del carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali. La serie per l'area dell'euro non include Cipro e Malta.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 5 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 4 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro. Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni 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

7) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.
8) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000 [9], che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC 95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche [10]. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15) [11], con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3) [12]. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/ international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/ p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task Force* e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre nel conto finanziario un segno positivo indica un incremento delle passività o

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.

un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 9 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro e aree o paesi non appartenenti all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri *offshore* e organizzazioni internazionali. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India o alla Russia. Un'introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente,

ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella tavola 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini del *Central Bank Gold Agreement* (Accordo tra le banche centrali sull'oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

Le statistiche sul debito estero lordo dell'area dell'euro riportate nella tavola 8 della sezione 7.3 indicano la consistenza effettiva (e non quella potenziale) delle passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro che comportano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in uno o successivi istanti futuri. La tavola 8 presenta una scomposizione del debito estero lordo per strumento e settore istituzionale.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati (colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento norma-

tivo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L'indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro, reali e nominali, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali nei confronti delle valute di alcuni partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 e 2004-2006 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando gli indici basati su ciascuno dei quattro set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. L'indice TCE risultante ha come periodo base il primo trimestre 1999. Il gruppo di partner commerciali del TCE-21 è composto dagli 11 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-41 comprende quelli del TCE-21 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Islanda, Israele, Malaysia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, 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 5 *Andamenti dell'interscambio internazionale e revisione dei tassi di cambio effettivi dell'euro* nel numero di gennaio 2010 di questo Bollettino, la nota metodologica e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Pertanto i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo includono le società veicolo (*special-purpose vehicles*). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA [1)]

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2008.

7 AGOSTO, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 50 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008. In aggiunta, decide di ridurre di 50 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento mar-

1) La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2006 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

ginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, con effetto immediato. Inoltre il Consiglio direttivo decide che, a partire dall'operazione con regolamento il 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali saranno condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, dal 9 ottobre la BCE riduce da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Le due misure resteranno in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio.

15 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ampliare ulteriormente lo schema delle garanzie e di accrescere l'erogazione di liquidità. A tal fine, il Consiglio direttivo decide di: a) ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema fino alla fine del 2009; b) di accrescere l'erogazione di rifinanziamento a più lungo termine, con effetto dal 30 ottobre 2008 e fino alla fine del primo trimestre 2009; c) di fornire liquidità in dollari statunitensi mediante *swap* in valuta.

6 NOVEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 novembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 50 punti base, rispettivamente al 3,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 12 novembre 2008.

4 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 75 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 10 dicembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 75 punti base, rispettivamente al 3,00 e al 2,00 per cento, a decorrere dal 10 dicembre 2008.

18 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che le operazioni di rifinanziamento principali continueranno a essere condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo, oltre il periodo di mantenimento delle riserve che termina il 20 gennaio 2009. Questa misura resterà in vigore per la durata necessaria e almeno fino all'ultima aggiudicazione del terzo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 31 marzo. Dal 21 gennaio il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, che il 9 ottobre 2008 è stato ridotto a 100 punti base intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali, sarà riampliato simmetricamente a 200 punti base.

15 GENNAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Fissa inoltre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,00 per cento e all'1,00 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

5 FEBBRAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

5 MARZO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, decide di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009.

Inoltre, il Consiglio direttivo decide di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

2 APRILE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 aprile 2009. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,25% e allo 0,25%, con effetto dall'8 aprile 2009.

7 MAGGIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 maggio 2009. Inoltre decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio 2009, e di lasciare invariato allo 0,25 per cento il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di portare avanti la propria linea di maggior sostegno al credito. In particolare, stabilisce che l'Eurosistema condurrà operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo, finalizzate all'immissione di liquidità. Infine, decide in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area.

4 GIUGNO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre il Consiglio direttivo della BCE stabilisce le modalità tecniche relative all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area, deciso il 7 maggio 2009.

2 LUGLIO, 6 AGOSTO, 3 SETTEMBRE, 8 OTTOBRE, 5 NOVEMBRE, 3 DICEMBRE 2009, 14 GENNAIO, 4 FEBBRAIO, 4 MARZO, 8 APRILE E 6 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

10 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide di adottare diverse misure per far fronte alle gravi tensioni nei mercati finanziari. In particolare decide di condurre interventi nei mercati dei titoli di debito dei dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro (Programma relativo ai mercati dei titoli).

10 GIUGNO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Decide inoltre di adottare una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per le regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi previste per il terzo trimestre del 2010.

8 LUGLIO E 5 AGOSTO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2009

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2009. Per i *Working Paper*, che da gennaio 2009 (dal numero 989 in poi) sono disponibili solo online, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra maggio e luglio 2010. Anche i *Legal Working Paper*, a partire da novembre 2009 (dal numero 9 in poi), sono disponibili solo online. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica *info@ecb.europa.eu*.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (http://www.ecb.europa.eu).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2008, aprile 2009.
Rapporto annuale 2009, aprile 2010.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza, maggio 2010.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro, gennaio 2009.
Accumulo di attività estere da parte delle autorità di paesi emergenti, gennaio 2009.
I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa, febbraio 2009.
Una valutazione delle tendenze mondiali in tema di protezionismo, febbraio 2009.
Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti, aprile 2009.
Le revisioni delle stime del PIL nell'area dell'euro, aprile 2009.
Ripartizione per funzione della spesa pubblica nell'Unione Europea, aprile 2009.
Aspettative e conduzione della politica monetaria, maggio 2009.
Cinque anni di appartenenza all'UE, maggio 2009.
Le agenzie di rating*: sviluppi e questioni di* policy, maggio 2009.
L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro, luglio 2009.
L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007, luglio 2009.
La rotazione dei diritti di voto nel Consiglio direttivo della BCE, luglio 2009.
Il finanziamento per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro, agosto 2009.
La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti, agosto 2009.
La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro, ottobre 2009.
Evoluzione recente dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone, ottobre 2009.
Lo sviluppo finanziario nelle economie emergenti: disamina e implicazioni di policy, ottobre 2009.
La comunicazione della banca centrale in periodi di elevata incertezza, novembre 2009.
L'analisi monetaria in un contesto di turbolenza finanziaria, novembre 2009.
La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica, novembre 2009.
L'orientamento di politica monetaria della BCE durante la crisi finanziaria, gennaio 2010.
Le relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'Unione europea: evoluzione e prospettive, gennaio 2010.

Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema di conti nazionali, gennaio 2010.
I mercati pronti contro termine in euro e la turbolenza finanziaria, febbraio 2010.
I mercati degli immobili commerciali dell'area dell'euro e il relativo impatto sul settore bancario, febbraio 2010.
Aggiornamento sugli sviluppi delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro, febbraio 2010.
Gli strumenti per la formulazione delle previsioni d'inflazione a breve termine dell'area dell'euro, aprile 2010.
Misure a sostegno del settore finanziario adottate dai governi dell'area dell'euro, aprile 2010.
Prospettive per gli squilibri reali e finanziari e il processo di correzione a livello mondiale, aprile 2010.
La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro a dieci anni dall'introduzione dell'euro, maggio 2010.
La "Grande Inflazione": insegnamenti per la politica monetaria, maggio 2010.
Ripercussioni della recessione sui mercati del lavoro nell'area dell'euro, luglio 2010.
L'efficacia delle politiche di bilancio dell'area dell'euro, luglio 2010.
L'effetto della crisi finanziaria sui paesi dell'Europa centrale e orientale, luglio 2010.
I prezzi del petrolio: fattori determinanti ed effetti sull'inflazione e sulla situazione macroeconomica nell'area dell'euro, agosto 2010.
Andamenti recenti dell'interscambio mondiale e dell'area dell'euro, agosto 2010.
Le statistiche armonizzate della BCE sui fondi di investimento dell'area dell'euro e il loro impiego come strumento di analisi a fini di politica monetaria, agosto 2010.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

8 *National rescue measures in response to the current financial crisis*, di A. Petrovic e R. Tutsch, luglio 2009.
9 *The legal duty to consult the European Central Bank – national and EU consultations*, di S. E. Lambrinoc, novembre 2009.
10 *Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections,* di P. Athanassiou, dicembre 2009.
11 *The role of national central banks in banking supervision in selected central and eastern European countries*, di M. Apinis, M. Bodzioch, E. Csongrádi, T. Filipova, Z. Foit, J. Kotkas, M. Porzycki e M. Vetrák, marzo 2010.

OCCASIONAL PAPER SERIES

100 *Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use*, a cura del *Household Finance and Consumption Network* dell'Eurosistema, gennaio 2009.
101 *Housing finance in the euro area*, a cura di una *Task Force* del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, marzo 2009.
102 *Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications*, di E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel e D. Santabárbara, aprile 2009.

103 *Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets*, di R. Ritter, aprile 2009.
104 *Fiscal policy challenger in oil-exporting countries: a review of key issues*, di M. Sturm, F. Gurtner e J. González Alegre, giugno 2009.
105 *Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications*, di L. Bê Duc e G. Le Breton, agosto 2009.
106 *Monetary policy strategy in a global environment*, di P. Moutot e G. Vitale, agosto 2009.
107 *The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil*, di S. Cheun, I. von Köppen-Mertes e B. Weller, dicembre 2009.
108 *Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview*, di K. Hubrich e T. Karlsson, marzo 2010.
109 *Euro area fiscal policies and the crisis,* a cura di A. van Riet, aprile 2010.
110 *Protectionist responses to the crisis: global trends and implications*, di M. Bussière, E. Pérez-Barreiro, R. Straub e D. Taglioni, maggio 2010.
111 *Main drivers of the ECB financial accounts and ECB financial strength over the first 11 years*, di O. Vergote, W. Studener, I. Efthymiadis e N. Merriman, maggio 2010.
112 *Public wages in the euro area: towards securing stability and competitiveness*, di F. Holm-Hadulla, K. Kamath, A. Lamo, J. J. Pérez e L. Schuknecht, giugno 2010.
113 *Energy markets and the euro area macroeconomy*, a cura di una *Task Force* del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2010.
114 *The impact of the global economic and financial crisis on central, eastern and south-eastern Europe: a stock-taking exercise*, di S. Gardó e R. Martin, giugno 2010.
115 *Financial stability challenges in EU candidate countries. Financial systems in the aftermath of the global financial crisis*, del gruppo di esperti del Comitato per le Relazioni Internazionali del SEBC, luglio 2010.
116 *Securities clearing and settlement in China – markets, infrastructures and policy-making*, di P. Hess, luglio 2010.
117 *Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States*, di S. M. Stolz e M. Wedow, luglio 2010.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 8, marzo 2009.
Research Bulletin n. 9, marzo 2010.
Research Bulletin n. 10, giugno 2010.

WORKING PAPER SERIES

1185 *Forecasting with DSGE models*, di K. Christoffel, G. Coenen e A. Warne, maggio 2010.
1186 *Modelling anti-inflationary monetary targeting: with an application to Romania*, di M. Sánchez, maggio 2010.
1187 *Substitution between domestic and foreign currency loans in central Europe: do central banks matter?* di M. Brzoza-Brzezina, T. Chmielewski e J. Niedźwiedzińska, maggio 2010.
1188 *Are policy counterfactuals based on structural VARs reliable?*, di L. Benati, maggio 2010.
1189 *Maximum likelihood estimation of factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data*, di M. Bańbura e M. Modugno, maggio 2010.
1190 *Booms and busts in China's stock market: estimates based on fundamentals*, di G. J. de Bondt, T. A. Peltonen e D. Santabárbara, maggio 2010.

1191 *Money in monetary policy design: monetary cross-checking in the New Keynesian model*, di G. W. Beck e V. Wieland, maggio 2010.
1192 *Financial factors in economic fluctuations*, di L. Christiano, R. Motto e M. Rostagno, maggio 2010.
1193 *Should larger reserve holdings be more diversified*, di R. Beck e S. Weber, maggio 2010.
1194 *Econometric analysis of high dimensional VARs featuring a dominant unit*, di M. H. Pesaran e A. Chudik, maggio 2010.
1195 *The EAGLE: a model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area*, di S. Gomes, P. Jacquinot e M. Pisani, maggio 2010.
1196 *Reputational contagion and optimal regulatory forbearance*, di A. D. Morrison e L. White, maggio 2010.
1197 *Investors with too many options*, di D. Dorn, maggio 2010.
1198 *Wage and price-setting behaviour of Lithuanian firms*, di E. Virbickas, maggio 2010.
1199 *Changes in the wage structure in EU countries*, di R. Christopoulou, J. F. Jimeno e A. Lamo, maggio 2010.
1200 *Testing the asset pricing model of exchange rates with survey data*, di A. Naszodi, maggio 2010.
1201 *Growth strategies and value creation: what works best for stock exchanges?*, di I. Hasan, H. Schmiedel e L. Song, giugno 2010.
1202 *Involuntary unemployment and the business cycle*, di L. Christiano, M. Trabandt e K. Walentin, giugno 2010.
1203 *Cross-border banking and the international transmission of financial distress during the crisis of 2007-08*, di A. Popov e G. F. Udell, giugno 2010.
1204 *Banking sector output measurement in the euro area – a modified approach*, di A. Colangelo e R. Inklaar, giugno 2010.
1205 *Nelson-Siegel, affine and quadratic yield curve specifications: which one is better at forecasting?*, di K. Nyholm e R. Vidova-Koleva, giugno 2010.
1206 *Relative house price dynamics across euro area and US cities: convergence or divergence?*, di P. Hiebert e M. Roma, giugno 2010.
1207 *Money growth and inflation: a regime switching approach*, di G. Amisano e G. Fagan, giugno 2010.
1208 *Reverse causality in global current accounts*, di G. Schnabl e S. Freitag, giugno 2010.
1209 *Epstein-Zin preferences and their use in macro-finance models: implications for optimal monetary policy*, di M. Darracq Pariès e A. Loublier, giugno 2010.
1210 *Towards a robust monetary policy rule for the euro area*, di T. Blattner e E. Margaritov, giugno 2010.
1211 *Efficiency and risk in European banking*, di F. Fiordelisi, D. Marqués-Ibáñez, e P. Molyneux, giugno 2010.
1212 *Multimarket trading and the cost of debt: evidence from global bonds*, di L. Petrasek, giugno 2010.
1213 *The incidence of nominal and real wage rigidity: an individual-based sectoral approach*, di J. Messina, M. Izquierdo, P. Du Caju, C. F. Duarte e N. Lynggård Hansen, giugno 2010.
1214 *Detecting and interpreting financial stress in the euro area*, di M. Blix Grimaldi, giugno 2010.
1215 *Formal education, mismatch and wages after transition: assessing the impact of unobserved heterogeneity using matching estimators*, di A. Lamo e J. Messina, giugno 2010.
1216 *What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonisation, or trade?*, di S. Kalemli-Ozcan, E. Papaioannou, J.-L. Peydró, giugno 2010.

1217 *Fiscal policy and growth: do financial crises make a difference?*, di C. Kolerus, H. P. Grüner e A. Afonso, giugno 2010.
1218 *Sectoral money demand and the great disinflation in the United States*, di A. Calza e A. Zaghini, giugno 2010.
1219 *Transmission of government spending shocks in the euro area: time variation and driving forces*, di M. Kirchner, J. Cimadomo e S. Hauptmeier, luglio 2010.
1220 *The gains from early intervention in Europe: fiscal surveillance and fiscal planning using cash data*, di A. H. Hallett, M. Kuhn e T. Warmedinger, luglio 2010.
1221 *Financial regulation, financial globalisation and the synchronisation of economic activity*, di S. Kalemli-Ozcan, E. Papaioannou e J.-L. Peydró, luglio 2010.
1222 *Monetary policy and capital regulation in the United States and Europe*, di E. Cohen-Cole e J. Morse, luglio 2010.
1223 *The dark side of bank wholesale funding*, di R. Huang e L. Ratnovski, luglio 2010.
1224 *Wages, labour or prices: how do firms react to shocks?*, di E. Dhyne e M. Druant, luglio 2010.
1225 *Price and wage formation in Portugal*, di C. R. Marques, F. Martins e P. Portugal, luglio 2010.
1226 *Chronicle of currency collapses: re-examining the effects on output*, di M. Bussière, S. C. Saxena e C. E. Tovar, luglio 2010.
1227 *Exports and sectoral financial dependence: evidence on French firms during the great global crisis*, di J.-C. Bricongne, L. Fontagné, G. Gaulier, D. Taglioni e V. Vicard, luglio 2010.
1228 *Trusting the bankers: a new look at the credit channel of monetary policy*, di M. Ciccarelli, A. Maddaloni e J.-L. Peydró, luglio 2010.
1229 *Inflation and inflation uncertainty in the euro area*, di G. M. Caporale, L. Onorante e P. Paesani, luglio 2010.
1230 *Time variation in US wage dynamics*, di B. Hofmann, R. Straub e G. Peersman, luglio 2010.

ALTRE PUBBLICAZIONI

Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy, Member of the European Parliament, gennaio 2009 (disponibile solo online).
Euro money market study 2008, febbraio 2009 (disponibile solo online).
Eurosystem oversight policy framework, febbraio 2009 (disponibile solo online).
Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments, febbraio 2009 (disponibile solo online).
European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution, febbraio 2009 (disponibile solo online).
Guiding principles for bank asset support schemes, marzo 2009 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament, marzo 2009 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament, marzo 2009 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes, marzo 2009 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields, marzo 2009 (disponibile solo online).
Eurosystem's SEPA expectations, marzo 2009 (disponibile solo online).
Housing finance in the euro area, marzo 2009 (disponibile solo online).

Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report, marzo 2009 (disponibile solo online).
Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report, marzo 2009 (disponibile solo online).
Manual on investment fund statistics, maggio 2009 (disponibile solo online).
EU banks' funding structures and policies, maggio 2009 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, maggio 2009 (disponibile solo online).
TARGET2 oversight assessment report, maggio 2009 (disponibile solo online).
TARGET Annual Report, maggio 2009 (disponibile solo online).
The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008), maggio 2009.
Financial Stability Review, giugno 2009.
Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and Committee of European Securities Regulators (CESR), giugno 2009 (disponibile solo online).
The international role of the euro, luglio 2009.
Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – July 2009, agosto 2009 (disponibile solo online).
Oversight framework for direct debit schemes, agosto 2009 (disponibile solo online).
Oversight framework for credit transfer schemes, agosto 2009 (disponibile solo online).
The Eurosystem's stance on the Commission's consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes, agosto 2009 (disponibile solo online).
Legal framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks: ECB legal acts and instruments – 2009 update, agosto 2009.
EU banking sector stability, agosto 2009 (disponibile solo online).
Credit default swaps and counterparty risk, agosto 2009 (disponibile solo online).
OCT derivatives and post-trading infrastructures, settembre 2009 (disponibile solo online).
Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – August 2009, settembre 2009 (disponibile solo online).
Consultation of the European Commission on 'Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets': Eurosystem contribution, settembre 2009 (disponibile solo online).
ECB survey on access to finance for small and medium-sized enterprises in the euro area, settembre 2009 (disponibile solo online).
The euro at ten – lessons and challenges – Fifth ECB Central Banking Conference, atti, settembre 2009.
Euro money market survey, settembre 2009 (disponibile solo online).
Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – September 2009, ottobre 2009 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning consumer protection and banking practices in Spain, ottobre 2009 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning the ECB's considerations on issuing a €30 banknote, ottobre 2009 (disponibile solo online).
Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – October 2009, novembre 2009 (disponibile solo online).
Consultation of the Committee of European Securities Regulators on trade repositories in the European Union – ECB contribution, novembre 2009 (disponibile solo online).
Eurosystem oversight report 2009, novembre 2009 (disponibile solo online).

Glossary of terms related to payment clearing and settlement systems, dicembre 2009 (disponibile solo online).
Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – November 2009, dicembre 2009 (disponibile solo online).
New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges, dicembre 2009 (disponibile solo online).
Financial Stability Review, dicembre 2009.
Retail payments – integration and innovation, dicembre 2009 (disponibile solo online).
Recent advances in modelling systemic risk using network analysis, gennaio 2010 (disponibile solo online).
Contribution of the Eurosystem to the public consultation of the European Commission on the future 'EU 2020' strategy, gennaio 2010 (disponibile solo online).
Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – December 2009, gennaio 2010 (disponibile solo online).
Structural indicators for the EU banking sector, gennaio 2010 (disponibile solo online).
Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties, gennaio 2010 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN), febbraio 2010 (disponibile solo online).
The 'Centralised Securities Database' in brief, febbraio 2010 (disponibile solo online).
Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – January 2010, febbraio 2010 (disponibile solo online).
Commission communication on 'An EU framework for cross-border crisis management in the banking sector': Eurosystem's reply to the public consultation, febbraio 2010 (disponibile solo online).
Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – second half of 2009, febbraio 2010 (disponibile solo online).
MFI balance sheet and interest rate statistics and CEBS' guidelines on FINREP and COREP, febbraio 2010 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, related to the income of Mr Provopoulos, Governor of the Bank of Greece, febbraio 2010 (disponibile solo online).
ECB-Eurostat workshop on pensions, febbraio 2010 (disponibile solo online).
Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – February 2010, marzo 2010 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Diogo Feio, Member of the European Parliament, regarding the economic situation in Portugal, marzo 2010 (disponibile solo online).
Strengthening macro and micro-prudential supervision in EU candidates and potential candidates, marzo 2010 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr. Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN), marzo 2010 (disponibile solo online).
Government finance statistics guide, marzo 2010 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, regarding credit rating agencies, marzo 2010 (disponibile solo online).
Euro area balance of payments and international investment position statistics – 2009 quality report, marzo 2010 (disponibile solo online).
Euro area monetary and financial statistics – 2009 quality report, marzo 2010 (disponibile solo online).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – March 2010, aprile 2010 (disponibile solo online).
Financial integration in Europe, aprile 2010.
Report on the lessons learned from the financial crisis with regard to the functioning of European financial market infrastructures, aprile 2010 (disponibile solo online).
Results of the public consultation on ABS loan-level information in the Eurosystem collateral framework, aprile 2010 (disponibile solo online).
ECB statistics - an overview, aprile 2010 (disponibile solo online).
European statistics provided by the ESCB – the governance structure, aprile 2010 (disponibile solo online).
Memorandum of understanding on the exchange of information among national central credit registers for the purpose of passing it on to reporting institutions, aprile 2010 (disponibile solo online).
Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – April 2010, maggio 2010 (disponibile solo online).
TARGET Annual Report 2009, maggio 2010 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Paulo Rangel, Member of the European Parliament, regarding structural reforms, maggio 2010.
Financial Stability Review, giugno 2010.
Structural Issues Report 2010 – Energy markets and the euro area macroeconomy, giugno 2010 (disponibile solo online).
Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – May 2010, giugno 2010 (disponibile solo online).
Reinforcing economic governance in the euro area – The ECB Governing Council's proposals to strengthen decisively governance and enforcement structures in the economic policy framework of the euro area, giugno 2010 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to the President of the European Council, Mr Herman Van Rompuy, presenting the ECB Governing Council's proposals for reinforcing economic governance in the euro area, giugno 2010 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Andreas Mölzer, Member of the European Parliament, regarding questions related to the governance of the euro area, giugno 2010 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Ioannis A. Tsoukalas, Member of the European Parliament, on questions related to the Greek crisis, luglio 2010 (disponibile solo online).
Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – June 2010, luglio 2010 (disponibile solo online).
European Commission's public consultation on derivatives and market infrastructures – Eurosystem contribution, luglio 2010 (disponibile solo online).
The international role of the euro, luglio 2010.
EU stress-test exercise: key message on methodological issues, luglio 2010 (disponibile solo online).
EU stress-test exercise: technical note on the macroeconomic scenarios and reference risk parameters, luglio 2010 (disponibile solo online).
2010 EU stress-test exercise: questions and answers, luglio 2010 (disponibile solo online).

OPUSCOLI INFORMATIVI

The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, aprile 2009.
La stabilità dei prezzi: perché è importante per te, aprile 2009.
The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market, luglio 2009.
T2S – settling without borders, gennaio 2010.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [*other investment*]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [*euro area*]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]: procedure d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte.

Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti)

e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [*write-off*]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [*capital accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non-finanziarie.

Conto capitale [*capital account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [*current account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conti finanziari [*financial accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [*financial account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [*yield curve*]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Deflazione [*deflation*]: un calo generalizzato e persistente, che si autoalimenta, di una ampia gamma dei prezzi, derivante da una caduta della domanda aggregata, che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Disinflazione [*disinflation*]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

Eonia [EONIA *(euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario *overnight* in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

Eurosistema [*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.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [*investment funds (except money market funds)*]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM.**

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito, condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]: indagini sulle condizioni dei settori manufatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli *input* e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposte dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inflazione [*inflation*]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e *note*, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione pari almeno al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Misure di maggiore sostegno al credito [*enhanced credit support*]: misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee.

Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere da una BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight* a fronte di attività idonee.

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (P.P.P.)*]: tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziare nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [*labour productivity*]: la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [*industrial production*]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

Riserve ufficiali [*international reserves*]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Svalutazione [*write-down*]: correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE dell'euro sono calcolati rispetto a due gruppi di paesi partner: il TCE-21 (comprendente gli 11 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-41 (composto dal TCE-21 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso di inflazione di pareggio [*break-even inflation rate*]: il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità [*volatility*]: grado di oscillazione di una variabile.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.