



BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2006
02 | 2006
03 | 2006
04 | 2006
05 | 2006
06 | 2006
07 | 2006
08 | 2006
09 | 2006
10 | 2006
11 | 2006
12 | 2006

**BOLLETTINO MENSILE
NOVEMBRE**





BANCA CENTRALE EUROPEA



BOLLETTINO MENSILE NOVEMBRE 2006

Nel 2006 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 5 euro



© Banca Centrale Europea, 2006

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main - Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main - Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

*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 31 ottobre 2006.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di novembre 2006
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

INDICE

EDITORIALE	5	STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI		ALLEGATI	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	19	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2005	V
Prezzi e costi	44	Glossario	XI
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	55		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	65		
Riquadri:			
1 Squilibri internazionali: evoluzione recente e interventi necessari sul piano delle politiche	12		
2 Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro	23		
3 Andamento mondiale degli aggregati monetari: alcuni aspetti concettuali	28		
4 Le prospettive per i differenziali di credito sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro	41		
5 Andamenti recenti dei prezzi del petrolio e della benzina	45		
6 I risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE per il quarto trimestre del 2006	50		
7 Andamenti recenti degli investimenti nell'area dell'euro	56		
8 Le determinanti della quota di occupazione nei servizi nell'area dell'euro	61		
ARTICOLI			
“Attivismo” della politica monetaria	71		
L'esperienza dell'Eurosistema dopo le operazioni di regolazione puntuale alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve	87		
Lo sviluppo finanziario nell'Europa centrale, orientale e sud-orientale	97		

SIGLARIO

PAESI

BE	Belgio	HU	Ungheria
CZ	Repubblica Ceca	MT	Malta
DK	Danimarca	NL	Paesi Bassi
DE	Germania	AT	Austria
EE	Estonia	PL	Polonia
GR	Grecia	PT	Portogallo
ES	Spagna	SI	Slovenia
FR	Francia	SK	Slovacchia
IE	Irlanda	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
HWWA	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1ª revisione)
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification (3ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

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

EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 2 novembre 2006 il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Le informazioni rese disponibili dopo il 5 ottobre, data in cui il Consiglio direttivo ha innalzato i tassi d'interesse, hanno ulteriormente avvalorato le motivazioni alla base di questo intervento; inoltre, hanno ribadito l'essenziale importanza di continuare a vigilare con molta attenzione per assicurare che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine nell'area dell'euro permangano saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. La politica monetaria della BCE seguita a essere accomodante, considerando i livelli tuttora contenuti dei tassi di interesse di riferimento della BCE, la dinamica espansione di moneta e credito e le condizioni di liquidità abbondante secondo tutte le misure plausibili. Se le ipotesi e lo scenario di base assunti dal Consiglio direttivo troveranno ancora conferma, resterà giustificata l'ulteriore riduzione dell'accomodamento monetario. Di fatto, intervenire con tempestività e fermezza rimane fondamentale per assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Come ripetutamente sottolineato, ciò costituisce un presupposto affinché la politica monetaria fornisca un contributo continuo a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro.

Per quanto riguarda innanzitutto l'analisi economica, la seconda stima dell'Eurostat ha confermato che la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è stata pari allo 0,9 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre del 2006, dopo lo 0,8 del primo trimestre. Al netto della consueta variabilità degli andamenti trimestrali, l'attività economica è cresciuta in media dello 0,7 per cento sul periodo precedente nei quattro trimestri fino alla metà del 2006, un ritmo superiore a quello generalmente atteso un anno fa. Sulla base di diversi indicatori mensili di attività e dei risultati delle indagini sul clima di fiducia, disponibili fino a ottobre, ci si attende che l'espansione sia proseguita a ritmi sostenuti nella seconda metà dell'anno. Inoltre, il tasso di disoccupazione è andato diminuendo, la crescita dell'occupazione ha mostrato un recupero e le aspettative di occupazione permangono favo-

revoli. Nel complesso, la valutazione circa una ripresa più generalizzata e meno dipendente dall'impulso esterno continua a trovare conferma nei dati più recenti, pur essendo possibile un certo rallentamento del PIL nella seconda metà di quest'anno rispetto alla prima.

In una prospettiva di più lungo periodo, permangono i presupposti affinché l'economia dell'area dell'euro cresca a ritmi sostenuti prossimi al potenziale, malgrado una certa variabilità dei tassi trimestrali che potrebbe emergere intorno al volgere dell'anno, soprattutto per effetto di un incremento delle imposte indirette previsto per gennaio 2007 in un grande paese dell'area. L'attività economica risulta più equilibrata fra le diverse regioni del mondo e nel complesso resta vigorosa, continuando a sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. Gli investimenti dovrebbero rimanere dinamici, beneficiando di un prolungato periodo caratterizzato da condizioni di finanziamento molto favorevoli, ristrutturazioni dei bilanci, utili elevati – realizzati e in corso di realizzazione – e guadagni di efficienza delle imprese. Nell'area dell'euro dovrebbe altresì continuare a rafforzarsi l'espansione dei consumi, in linea con l'andamento del reddito disponibile reale, allorché le condizioni per l'occupazione miglioreranno ulteriormente.

I rischi per le prospettive di crescita economica sono sostanzialmente equilibrati nel più breve termine, tenendo conto in particolare del rallentamento negli Stati Uniti e della diminuzione dei prezzi del greggio osservati di recente. Se protratto nel tempo, quest'ultimo andamento sarebbe potenzialmente in grado di determinare un'espansione della domanda e del prodotto in certa misura maggiore rispetto allo scenario di base assunto dal Consiglio direttivo per l'attività nei prossimi trimestri. Nel lungo periodo i rischi per la crescita permangono orientati verso il basso, essendo principalmente connessi alla possibilità di un nuovo rincaro del greggio, ai timori di un aumento delle pressioni protezionistiche, specie dopo la sospensione dei negoziati commerciali del Doha Round, e a un'eventuale evoluzione disordinata connessa agli squilibri mondiali.

Per quanto concerne i prezzi, secondo la stima rapida dell'Eurostat il tasso di inflazione misurato sullo IAPC è stato pari all'1,6 per cento in ottobre, dopo una diminuzione dal 2,3 all'1,7 per cento in settembre. Al recente calo dell'inflazione hanno contribuito congiuntamente effetti base favorevoli, associati in particolare al forte aumento dei corsi petroliferi di un anno fa, e il significativo ribasso di questa componente negli ultimi tempi. Anche se le prospettive per i prezzi dell'energia rimangono incerte, sulla base dei loro livelli correnti e del rialzo delle quotazioni dei *future*, è probabile che i tassi di inflazione riprendano a salire nei prossimi mesi e agli inizi del 2007. Il Consiglio direttivo si attende, pertanto, una forte variabilità di breve periodo del tasso di inflazione armonizzato, che comunque resterà elevato, al di là di tali fluttuazioni, collocandosi al di sopra del 2 per cento in media nel 2006 e probabilmente anche nel 2007.

Le prospettive per la stabilità dei prezzi restano chiaramente soggette a rischi al rialzo, che continuano a derivare da una trasmissione dei passati rincari del petrolio ai prezzi al consumo superiore alle aspettative, nonché da ulteriori incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette rispetto a quelli finora annunciati. Inoltre, non si può escludere che i corsi del greggio riprendano ad aumentare. In maniera più rilevante, dato il favorevole slancio della crescita del PIL in termini reali osservata negli ultimi trimestri e il perdurante miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, notevoli rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi sono associati a una dinamica dei salari più vigorosa rispetto alle attese correnti. È pertanto di cruciale importanza che le parti sociali seguitino a mostrare senso di responsabilità, soprattutto in un contesto caratterizzato da condizioni più propizie per l'attività economica e l'occupazione.

L'analisi monetaria continua a indicare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine. In settembre il tasso di espansione di M3 sui dodici mesi è ancora aumentato, portandosi all'8,5 per cento, dopo l'incremento all'8,2 per cento di agosto. La lieve moderazione della

crescita di M1 degli ultimi mesi, riconducibile a riallocazioni di portafoglio a favore di strumenti con rendimenti più vicini a quelli di mercato, a fronte dell'aumento dei tassi di interesse, è stata più che compensata dalla maggiore espansione di altre componenti di M3.

Più in generale, la crescita della moneta e del credito prosegue a ritmi sostenuti, per effetto del livello tuttora contenuto dei tassi di interesse nell'area dell'euro e del rafforzamento dell'attività economica. In particolare, i prestiti al settore privato seguitano a registrare tassi di incremento a due cifre su base annua; questa rapida espansione resta diffusa ai settori sia delle famiglie sia delle imprese. Mentre la crescita dell'indebitamento delle famiglie mostra alcuni segnali di stabilizzazione, seppure su livelli molto elevati, quella relativa alle imprese non finanziarie continua a evidenziare una tendenza al rialzo, avendo ormai raggiunto ritmi superiori al 12 per cento, i più alti osservati dagli inizi degli anni novanta. Di conseguenza, se si considerano le contropartite di M3, la principale determinante della forte dinamica della moneta permane la componente relativa al credito al settore privato.

In un'opportuna prospettiva di medio periodo, i più recenti sviluppi sono coerenti con la prosecuzione della persistente tendenza al rialzo del tasso di espansione monetaria di fondo, rilevata dall'analisi monetaria della BCE dalla metà del 2004. Inoltre, dopo diversi anni di vigorosa crescita della moneta, la liquidità nell'area dell'euro è abbondante secondo tutte le misure plausibili. In tale contesto, il perdurare di una forte espansione della moneta e del credito segnala rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Gli andamenti monetari continuano, quindi, a richiedere un'osservazione molto attenta, soprattutto alla luce del miglioramento della situazione economica e della sostenuta dinamica dei mercati immobiliari in molte parti dell'area dell'euro.

In sintesi, il tasso annuo di inflazione dovrebbe rimanere elevato nel 2006 e 2007, e i rischi per questo scenario seguitano a essere chiaramente

orientati al rialzo. Tenuto conto del perdurante marcato vigore della crescita della moneta in condizioni di liquidità già abbondanti, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma la valutazione secondo cui prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. È essenziale che le aspettative di inflazione restino saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Se le ipotesi e lo scenario di base assunti dal Consiglio direttivo troveranno ancora conferma, resterà giustificata l'ulteriore riduzione dell'accomodamento monetario. Intervenire con tempestività e fermezza continua a essere fondamentale per assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine. Il Consiglio direttivo vigilerà, pertanto, con molta attenzione.

Per quanto riguarda la finanza pubblica, i paesi dell'area dell'euro hanno recentemente notificato alla Commissione europea i dati relativi al disavanzo e al debito per il 2005; la maggior parte ha altresì riferito in merito agli sviluppi nel 2006 e ai piani di bilancio per il 2007. Queste informazioni indicano in media ulteriori miglioramenti dei conti pubblici, seppure a un ritmo modesto, ma non sono tali da dover ispirare compiacimento. È importante che gli impegni assunti nel quadro del Patto di stabilità e crescita nella sua versione modificata vengano onorati in tutti i paesi dell'area dell'euro. Risulta essenziale che il risanamento dei conti pubblici sia rafforzato nell'attuale fase di ripresa economica e che vengano evitate politiche procicliche; ciò incrementerebbe la fiducia tra gli operatori di mercato e il pubblico in generale. A tal fine, qualsiasi entrata inattesa derivante da una crescita più rapida del previsto dovrebbe essere impegnata a priori e utilizzata appieno al fine di accelerare la riduzione dei disavanzi o incrementare i saldi in avanzo nelle fasi di congiuntura favorevole. Vi sono maggiori prospettive di conseguire posizioni di bilancio solide se i piani di risanamento si basano su un impegno credibile a diminuire la spesa in rapporto al PIL e a migliorare i meccanismi di controllo delle uscite. Infine, il Consiglio direttivo ha rinnovato l'appello alla compilazione di statistiche di alta qualità e alla loro adeguata

segnalazione, in quanto presupposti fondamentali per la prevenzione e la correzione di squilibri di bilancio.

Per quanto concerne le riforme strutturali, il Consiglio direttivo ha sottolineato l'importanza di realizzare un mercato unico pienamente funzionante nonché mercati del lavoro e dei beni e servizi flessibili, per potenziare la capacità di aggiustamento dell'economia dell'area dell'euro e la sua tenuta agli shock esterni. La liberalizzazione dei mercati dei beni e servizi, volta a stimolare la concorrenza, aumenterebbe gli incentivi all'investimento e all'innovazione per le imprese, rafforzando la crescita della produttività. L'eliminazione delle rigidità del mercato del lavoro e delle distorsioni nella formazione dei salari e dei prezzi costituisce un presupposto fondamentale per la promozione di sviluppi più omogenei fra i paesi dell'area dell'euro in termini di competitività di costo e di prezzo, nonché per il conseguimento di una crescita economica sostenuta e la creazione di posti di lavoro. In particolare, gli incrementi salariali dovrebbero essere guidati, in linea di principio, dalla tendenza della crescita della produttività del lavoro, tenendo pieno conto anche dell'attuale livello dei suoi costi unitari, al fine di salvaguardare o ristabilire la competitività di prezzo. È, inoltre, auspicabile che negli accordi salariali si abbandonino i meccanismi di indicizzazione automatica sull'inflazione precedente. Se fossero attuate con successo riforme tese all'eliminazione di rigidità e inefficienze nei paesi dell'area dell'euro, aumenterebbe la crescita potenziale e migliorerebbero le prospettive di occupazione.

Questo numero del Bollettino mensile contiene tre articoli. Il primo analizza il concetto di "attivismo" di politica monetaria. Il secondo esamina l'esperienza dell'Eurosistema, dall'autunno 2004, per quanto riguarda la conduzione di operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning*) alla fine del periodo di mantenimento delle riserve. Il terzo articolo, infine, passa in rassegna i principali fattori alla base degli andamenti finanziari nell'Europa centrale, orientale e sud-orientale.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

La crescita dell'economia mondiale continua a espandersi a ritmo sostenuto, nonostante i segnali di una lieve moderazione graduale. L'inflazione al consumo è leggermente diminuita in vari paesi, principalmente di riflesso al calo dei corsi petroliferi. I rischi per le prospettive economiche mondiali restano lievemente sbilanciati verso il basso.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

La crescita dell'economia mondiale continua a espandersi a ritmo sostenuto, nonostante i riscontri di una graduale moderazione. Benché in luglio la produzione industriale nei paesi dell'OCSE (esclusa l'area dell'euro) abbia proseguito una crescita piuttosto robusta (cfr. figura 1), le indagini congiunturali e i dati nazionali disponibili indicano che in seguito l'attività manifatturiera su scala internazionale potrebbe avere lievemente rallentato. Tale andamento si sarebbe accompagnato a una decelerazione più sensibile del settore dei servizi a livello mondiale.

Per quanto concerne i prezzi, in diversi paesi la flessione significativa dei corsi petroliferi dagli inizi di agosto si è tradotta in un lieve calo dell'inflazione al consumo sui dodici mesi. Anche i prezzi alla produzione e i risultati delle indagini congiunturali sui prezzi degli input indicano una possibile attenuazione delle spinte inflazionistiche a livello mondiale nel periodo recente.

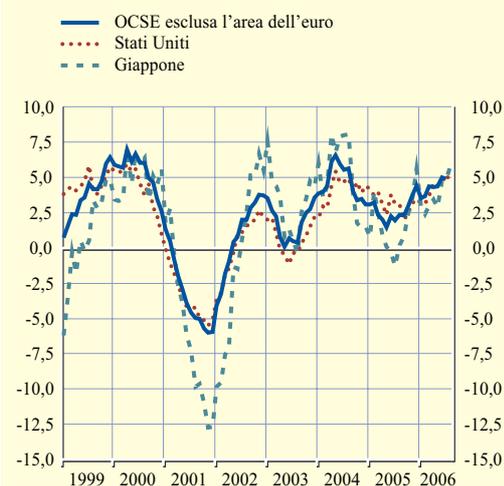
STATI UNITI

Secondo le stime preliminari relative al terzo trimestre, negli Stati Uniti l'espansione del PIL in termini reali è scesa allo 0,4 per cento sul periodo precedente, dallo 0,6 del secondo trimestre. La crescita più moderata ha riflesso soprattutto il calo degli investimenti in edilizia residenziale, sebbene abbiano svolto un ruolo anche la moderazione del consumo di servizi, la debolezza degli investimenti in scorte e l'accelerazione delle importazioni. Ciò nonostante, i consumi delle famiglie hanno evidenziato una tenuta sorprendente di fronte al rallentamento nel mercato delle abitazioni. La spesa per investimenti in strutture non residenziali e in attrezzature e software è rimasta vigorosa.

Il tasso di crescita dell'economia statunitense dovrebbe mantenersi al di sotto del trend nel prossimo futuro. È probabile che l'impatto sulla ricchezza delle famiglie connesso al rallentamento del mercato delle abitazioni freni la spesa per consumi. Allo stesso tempo, l'eccesso di offerta sul suddetto mercato potrebbe comportare un ulteriore calo degli investimenti in edilizia residenziale. Forti aumenti del reddito da lavoro e la recente diminuzione del prezzo del petrolio potrebbero tuttavia compensare gli effetti negativi del settore immobiliare sui consumi. La solidità patrimoniale e gli elevati livelli di redditività delle imprese dovrebbero sostenere la spesa per investimenti di queste ultime in settori diversi dall'edilizia residenziale.

Figura 1 Produzione industriale nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2006 (a luglio 2006 per i paesi OCSE esclusa l'area dell'euro).

Il disavanzo della bilancia dei beni e dei servizi statunitense ha raggiunto un massimo a 70 miliardi di dollari in agosto. Rispetto al mese precedente, la crescita in termini nominali delle importazioni è stata superiore a quella delle esportazioni. Per i prossimi mesi è prevedibile una lieve riduzione del disavanzo commerciale a seguito del calo dei corsi petroliferi. Il riquadro 1 prende in esame gli andamenti recenti degli squilibri internazionali.

L'inflazione al consumo è notevolmente diminuita in settembre, per l'effetto congiunto dei minori prezzi dei beni energetici e di una moderazione molto inferiore – benché piuttosto generalizzata – delle componenti non energetiche. In prospettiva, le spinte sui prezzi dovrebbero attenuarsi gradualmente nel contesto del perdurante contenimento dell'attività economica, dei più bassi prezzi del petrolio e di attese di inflazione moderate. Tuttavia, in considerazione delle condizioni tese sul mercato del lavoro e dell'incertezza in merito a quando e in quale misura il raffreddamento dell'attività economica si tradurrà in una moderazione dei prezzi, l'inflazione resta soggetta ad alcuni rischi al rialzo.

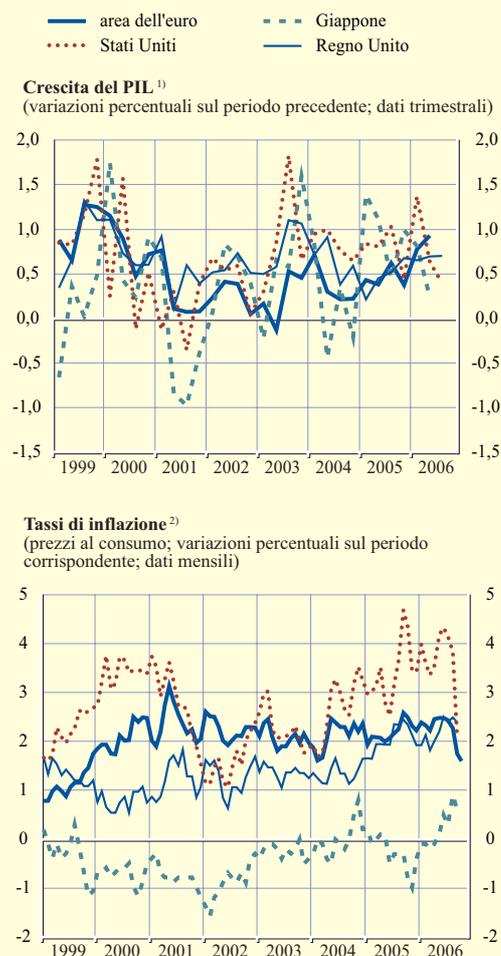
Il 25 ottobre il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenere invariato al 5,25 per cento il tasso obiettivo sui *federal funds*.

GIAPPONE

In Giappone prosegue la ripresa costante dell'economia, mentre i prezzi al consumo continuano a registrare aumenti moderati. La crescita del prodotto è trainata dal vigore delle esportazioni e dalla tenuta della domanda interna, che a sua volta trae sostegno in particolare dalla vivace dinamica degli investimenti delle imprese. L'ultima indagine Tankan della Banca del Giappone ha evidenziato nel terzo trimestre un ulteriore miglioramento del clima di fiducia delle grandi imprese manifatturiere, mentre quello delle grandi imprese non manifatturiere è rimasto favorevole. Inoltre, per l'attuale esercizio finanziario che si chiuderà nel marzo 2007, le società interpellate hanno segnalato un aumento delle vendite e degli utili attesi, nonché dei programmi di spesa per investimenti fissi.

Per quanto riguarda i prezzi, l'inflazione al consumo ha continuato a salire, segnando in settembre un incremento pari allo 0,6 per cento sui dodici mesi (0,2 al netto degli alimentari freschi). L'inflazione dei prezzi alla produzione resta elevata rispetto ai parametri storici e in settembre è salita ulteriormente, al 3,6 per cento, di riflesso agli alti prezzi delle materie prime e dei materiali di base e al vigore della domanda finale.

Figura 2 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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

REGNO UNITO

Stando alle stime preliminari, nel Regno Unito la crescita del PIL sul periodo precedente è rimasta stabile sullo 0,7 per cento nel terzo trimestre. Il pur lieve indebolimento del settore dei servizi e di quello manifatturiero rispetto al trimestre precedente è stato infatti compensato dal rafforzamento degli altri settori. Con riferimento alla spesa, la debolezza delle vendite al dettaglio nel terzo trimestre indica una lieve moderazione nella dinamica dei consumi delle famiglie. I risultati delle indagini congiunturali puntano verso una crescita delle esportazioni lievemente superiore e un rialzo nelle intenzioni di investimento nei prossimi mesi. Su tale sfondo, nel quarto trimestre il vigore della crescita dovrebbe rimanere sostanzialmente invariato.

In settembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è stata pari al 2,4 per cento, corrispondente al suo valore medio nel terzo trimestre. Il notevole calo del prezzo dei carburanti e dei lubrificanti ha compensato l'impatto negativo dell'aumento delle quotazioni del gas naturale e delle tasse universitarie. Sulla base dei dati fino ad agosto, la dinamica salariale si è mantenuta modesta e la crescita sui dodici mesi dei prezzi delle abitazioni sembra essersi stabilizzata a circa l'8 per cento.

ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'espansione si è mantenuta vigorosa nel secondo trimestre, trainata principalmente dalla domanda interna. In molti nuovi Stati membri la crescita è stata favorita anche dal forte incremento delle esportazioni, a sua volta connesso in larga misura ai precedenti afflussi per investimenti diretti esteri. Nella maggioranza delle economie l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa in settembre, soprattutto per il calo della componente energetica riconducibile a un effetto base e agli andamenti favorevoli del prezzo del petrolio. Allo stesso tempo, l'inflazione al netto dei beni energetici è aumentata in gran parte dei paesi.

In Danimarca la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è aumentata notevolmente nel secondo trimestre, all'1,6 per cento, mentre in Svezia si è mantenuta elevata (all'1,3 per cento), seppur lievemente inferiore rispetto al trimestre precedente. In entrambi i paesi l'attività economica è stata sorretta da una domanda interna abbastanza robusta. Sia in Danimarca sia in Svezia l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è calata ulteriormente in settembre, rispettivamente all'1,5 e all'1,2 per cento. Il 5 ottobre la Danmarks Nationalbank ha innalzato il tasso di riferimento principale di 25 punti base, in linea con la decisione della BCE. Il 26 ottobre anche la Sveriges Riksbank ha deciso un innalzamento della stessa misura.

Nelle tre maggiori economie dell'Europa centrale (Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria) la crescita del PIL sul periodo precedente si è mantenuta robusta nel secondo trimestre, con tassi compresi tra lo 0,9 e l'1,2 per cento. Mentre in Polonia e nella Repubblica Ceca essa è stata trainata principalmente dalla domanda interna, in Ungheria ha tratto vigore dalle esportazioni nette. In settembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa in Polonia e nella Repubblica Ceca (rispettivamente all'1,4 e al 2,2 per cento), mentre è salita notevolmente in Ungheria (al 5,9 per cento) per l'impatto degli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte dirette e indirette. Il tasso calcolato al netto della componente energetica è salito in tutte e tre le economie. Il 24 ottobre la Magyar Nemzeti Bank ha deciso di innalzare il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base, motivando la decisione con i crescenti timori legati all'inflazione.

Per quanto riguarda gli altri Stati membri dell'UE, l'attività economica si è mantenuta robusta e in settembre l'inflazione è scesa nella maggior parte dei paesi. Complessivamente, le prospettive per la crescita dell'economia nella regione restano favorevoli.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'espansione economica si è lievemente moderata nel terzo trimestre rispetto al ritmo sostenuto della prima metà dell'anno. L'attività interna ha rallentato in gran parte delle economie principali della regione, mentre l'interscambio – specialmente intraregionale – ha conservato il notevole slancio dei primi sei mesi del 2006. Della robusta espansione del commercio all'interno della regione hanno tratto beneficio soprattutto le economie minori, la cui domanda interna è stata relativamente più debole nella prima metà dell'anno. Complessivamente, il settore esterno è rimasto una determinante importante della crescita nella regione. In settembre l'inflazione si è mantenuta quasi invariata rispetto al mese precedente.

In Cina il tasso di incremento del PIL sul periodo corrispondente è sceso al 10,4 per cento nel terzo trimestre, dall'11,3 del trimestre precedente. Sebbene non siano disponibili statistiche trimestrali ufficiali sulle componenti di spesa del PIL cinese, gli indicatori mensili dell'attività economica segnalano che nel terzo trimestre gli investimenti hanno mostrato una dinamica più contenuta e il contributo alla crescita dei consumi e, in misura crescente, del commercio estero è lievemente aumentato. Se la debolezza degli investimenti può essere in larga parte attribuita alle misure di inasprimento introdotte dalle autorità nella parte precedente dell'anno, l'economia ha continuato a evidenziare una dinamica vivace, in particolare per ciò che riguarda le vendite al dettaglio e il commercio estero. Con riferimento ai prezzi, negli ultimi mesi le spinte inflazionistiche si sono leggermente intensificate e in settembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita all'1,5 per cento (dall'1,3 di agosto).

Le prospettive economiche per i paesi emergenti dell'Asia rimangono nell'insieme favorevoli, sorrette dalla costante espansione della domanda interna e dal vigore dell'interscambio con l'estero. La crescita continua, benché in via di lieve moderazione, dell'economia cinese dovrebbe sostenere le esportazioni e l'attività nella regione. Il grado di capacità inutilizzata in alcuni settori dell'economia in Cina continua a rappresentare il principale rischio verso il basso per queste prospettive.

AMERICA LATINA

In America latina gli indicatori disponibili segnalano che nel terzo trimestre l'espansione ha mantenuto il suo slancio. In Messico la produzione industriale è aumentata del 5,8 per cento sui dodici mesi in agosto, mentre l'inflazione complessiva è salita lievemente. In Argentina gli indicatori dell'attività economica segnalano una leggera accelerazione della crescita, evidenziata dall'elevato tasso di incremento della produzione industriale in agosto. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta elevata in settembre, su un valore di poco superiore al 10 per cento. Infine in Brasile, dove i dati sulle vendite al dettaglio e sulla produzione industriale indicano una leggera ripresa nel terzo trimestre, l'inflazione sui dodici mesi ha continuato a calare gradualmente e in settembre è stata pari al 3,7 per cento. Guardando al futuro, le prospettive per la regione restano favorevoli nella misura in cui non si concretizza il rischio al ribasso di una domanda estera più debole del previsto.

Riquadro 1

SQUILIBRI INTERNAZIONALI: EVOLUZIONE RECENTE E INTERVENTI NECESSARI SUL PIANO DELLE POLITICHE

L'andamento divergente assunto da qualche anno dalle posizioni di conto corrente a livello mondiale solleva due importanti questioni. In primo luogo, sebbene possa normalmente accadere che alcuni paesi si trovino in disavanzo per un periodo di tempo considerevole, il fatto che la maggiore eco-

nomia del mondo stia registrando deficit sempre maggiori – che al momento assorbono circa il 75 per cento del risparmio netto mondiale – produce effetti rilevanti sul commercio e sui flussi finanziari internazionali (figura A). In effetti, per quanto possa essere agevolmente finanziato nel breve-medio termine, il protratto accumulo di disavanzi ingenti finisce per comportare l'accumulo di livelli elevati e probabilmente insostenibili, di passività nette sull'estero, un problema che richiede di essere affrontato. In secondo luogo, è per molti aspetti sorprendente che la maggior parte dei mercati emergenti si trovi in situazione di avanzo del conto corrente, mentre gli Stati Uniti sono deficitari, poiché ciò implica che la spesa di una delle economie più ricche del mondo è finanziata da economie con livelli di reddito ben inferiori¹⁾. Benché non vi sia un parametro di riferimento comunemente accettato per valutare se le decisioni di investimento degli operatori privati siano ottimali, il ruolo rilevante che riveste il settore pubblico nell'attuale configurazione degli squilibri mondiali – tramite l'orientamento delle politiche macroeconomiche o l'accumulo di cospicue riserve valutarie – rende necessario un attento esame dei fattori all'origine di tali squilibri.

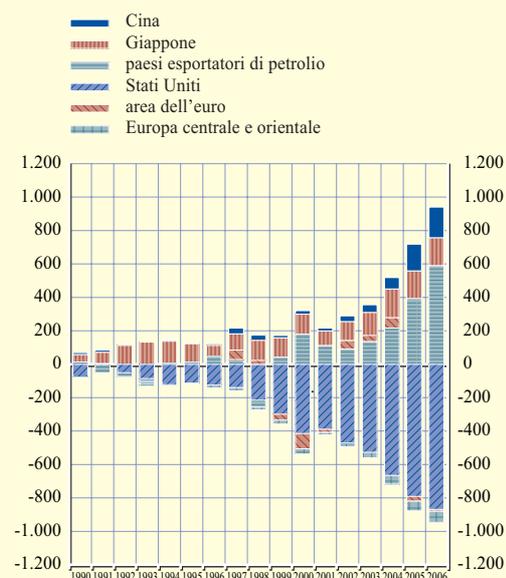
La correzione degli squilibri di parte corrente è resa ancor più ardua dalla natura complessa della bilancia dei pagamenti. Ai fini dell'aggiustamento, la prospettiva di risparmio/investimento del conto corrente pone in rilievo il ruolo dei fattori interni, mentre quella del conto finanziario evidenzia il ruolo dei non residenti, comprese le banche centrali. Muovendo da queste premesse, il presente riquadro passa dapprima in rassegna l'evoluzione dei conti correnti nelle principali regioni economiche del mondo, per poi analizzare alcune questioni internazionali specifiche, con particolare riferimento alla struttura delle passività nette sull'estero statunitensi e all'evoluzione recente dei tassi di cambio.

Evoluzione dei conti correnti nelle principali regioni economiche mondiali

Negli Stati Uniti il disavanzo di parte corrente è aumentato considerevolmente negli ultimi anni, da meno del 4 per cento del PIL nel 2001 a quasi il 7 per cento nel 2006. Tale incremento proviene soprattutto da un calo del risparmio interno netto (dal 4 a quasi lo 0 per cento del PIL), dovuto in gran parte alle famiglie e al settore pubblico. Nel contempo, gli investimenti sono diminuiti marcatamente nei primi anni duemila, pur segnando una parziale ripresa negli ultimi tre anni. Sebbene sia probabile che un aumento del risparmio netto delle amministrazioni pubbliche ri-

Figura A Posizione di conto corrente per regione

(miliardi di dollari USA)



Fonte: FMI, *World Economic Outlook* (per il 2006, valori stimati).

1) Secondo la convenzionale teoria macroeconomica neoclassica, i capitali dovrebbero al contrario fluire dai paesi ricchi verso quelli poveri, i quali offrono rendimenti più elevati. Varie spiegazioni sono state avanzate al riguardo, sottolineando in particolare la possibilità che si sia ridotta la capacità delle economie emergenti di assorbire i risparmi esteri. Cfr. ad esempio E. Prasad, R. Rajan e A. Subramaniam (2006), *Patterns of international capital flows and their implications for economic development*, IMF Research Department.

sulti in parte in una diminuzione di quello privato (cosiddetto “effetto Ricardo”), nel complesso esso dovrebbe ridurre il disavanzo del conto corrente.

La Cina, al contrario, continua a registrare avanzi di conto corrente elevati e in crescita, dovuti in particolare all’andamento molto vigoroso delle esportazioni e, più di recente, a una diminuzione delle importazioni. Fra il 2000 e il 2005 la quota delle importazioni dalla Cina è aumentata in tutti i maggiori mercati esteri, passando da circa il 5 al 10 per cento nell’area dell’euro, da meno del 9 al 15 per cento negli Stati Uniti e dal 14,5 al 21 per cento in Giappone. Questi progressi sono riconducibili alla competitività di prezzo delle esportazioni cinesi e al ruolo dell’economia del paese nella trasformazione e successiva esportazione delle componenti importate da altri paesi dell’Asia. Ciò solleva altresì la questione della sottovalutazione del renminbi, ormai documentata in diversi studi (ancorché le stime in essi riportate tendano a essere alquanto eterogenee)²⁾. Il marcato incremento dell’avanzo corrente cinese può ricondursi, in particolare, al rapido aumento del risparmio nazionale, salito dal 2000 a oggi dal 35 a oltre il 50 per cento del PIL. Nello stesso periodo sono cresciuti anche gli investimenti interni, pur se a un ritmo inferiore.

La posizione di conto corrente dell’area dell’euro è rimasta in sostanziale equilibrio negli ultimi anni (cfr. figura 30 nella sezione 5). Nell’agosto del 2006 il disavanzo corrente cumulato sui dodici mesi dall’area nei confronti del resto del mondo si collocava intorno allo 0,5 per cento del PIL. Ciò non significa tuttavia che all’area dell’euro non spetti alcun ruolo nella risoluzione degli squilibri mondiali. Essendo l’area dell’euro un’economia di grandi dimensioni e aperta (risulta essere la prima esportatrice al mondo, con il 17,5 per cento delle esportazioni totali, e la seconda principale importatrice, dopo gli Stati Uniti), essa può, mediante un aumento della crescita potenziale, contribuire al processo di correzione a livello mondiale.

Anche il Giappone può apportare un contributo alla risoluzione degli squilibri mondiali. L’avanzo corrente del paese è salito dal 2,1 per cento del PIL nel 2001 al 3,8 e 3,6 per cento rispettivamente nel 2004 e 2005, per effetto di una riduzione degli investimenti nei primi anni duemila e di un aumento del risparmio a partire dal 2003. Il tasso di risparmio lordo in Giappone – attualmente pari al 27 per cento del PIL – è significativamente maggiore di quello di altre grandi economie avanzate (si considerino ad esempio il 13 per cento degli Stati Uniti e il 20 per cento dell’area dell’euro).

Infine, una parte sempre maggiore degli squilibri mondiali è riconducibile ai paesi esportatori di petrolio. Dai primi anni duemila questi paesi segnano avanzi di conto corrente crescenti e, con un surplus di quasi 600 miliardi di dollari nel 2006, detengono la quota maggiore di questi avanzi a livello mondiale. Vi è una stretta corrispondenza fra il cospicuo aumento del saldo commerciale e i rincari del greggio registrati nello stesso periodo. I proventi straordinari associati a tali rincari hanno comportato un aumento del risparmio, che rappresenta oggi oltre il 35 per cento del PIL, mentre gli investimenti aggregati sono rimasti sostanzialmente stabili intorno al 20 per cento del PIL.

Configurazione dei flussi di finanziamento internazionali alla base degli squilibri

L’altra dimensione fondamentale degli squilibri mondiali è data dalle caratteristiche dei flussi di capitali internazionali. Da questo punto di vista, il finanziamento del disavanzo corrente degli Stati

2) Al riguardo, cfr. ad esempio G. Chang e Q. Shao, “How much is the Chinese currency undervalued? A quantitative estimation”, *China Economic Review*, 15, 2004, 366–371; S. Dunaway et al., *How Robust are Estimates of Equilibrium Real Exchange Rates: The Case of China*, WP 06/220 dell’FMI, e J. Frankel, *On the renminbi*, CESifo Forum 3/2005.

Uniti è stato agevolato da tre fattori. Il primo è il notevole dinamismo di cui ha dato prova l'economia statunitense negli ultimi anni, registrando guadagni di produttività di oltre il 2 per cento l'anno dal 1996. Il secondo possibile fattore è collegato all'evoluzione dell'*home bias*³⁾ relativo alle scelte di portafoglio negli Stati Uniti e all'estero (alcune stime formulate dagli esperti della BCE sono riportate nella figura B). Dal 1992 l'*home bias* aggregato dei paesi diversi dagli Stati Uniti è andato progressivamente calando nel caso sia dei titoli azionari (del 10 per cento circa), sia dei titoli di debito (del 12 per cento circa). Ciò concorda con la disponibilità mostrata dai non residenti a investire in titoli di debito statunitensi, che pure durante il periodo in rassegna hanno offerto rendimenti inferiori. Quanto agli Stati Uniti, anche in questo paese l'*home bias* si è ridotto, sebbene in misura significativamente maggiore per le azioni (14 per cento circa) che non per i titoli debitori, per i quali resta superiore al 90 per cento. Il decremento nell'*home bias* statunitense per i titoli di capitale è in linea con il fatto che gli acquisti statunitensi di azioni estere si sono generalmente intensificati, mentre l'interesse degli investitori USA per il debito emesso all'estero è rimasto scarso⁴⁾. Quale terzo e ultimo fattore, le asimmetrie riscontrate nella composizione dei portafogli dei residenti statunitensi ed esteri sono fondamentali per cogliere un altro aspetto importante delle dinamiche del debito statunitense. Infatti, lo stock di passività nette sull'estero degli Stati Uniti (pari al 22 per cento circa del PIL) risulta sostanzialmente inferiore alle posizioni di conto corrente accumulate in passato (che superano il 40 per cento del PIL), benché nel lungo periodo queste due grandezze debbano in teoria coincidere. In ampia misura, questa discrepanza è riconducibile alle considerevoli plusvalenze da rivalutazione dovute all'andamento dei differenziali di rendimento sugli investimenti negli Stati Uniti e all'estero e all'evoluzione dei tassi di cambio.

Una delle contropartite del finanziamento del disavanzo di conto corrente statunitense è stato l'accumulo di riserve valutarie da parte di altri paesi, negli ultimi tempi prevalentemente i paesi esportatori di petrolio e la Cina⁵⁾. Per i primi, l'accumulo di riserve poco remunerative riflette in parte la limitatezza delle opportunità di investimento interne. Negli ultimi anni sono stati tuttavia realizzati progressi grazie allo sviluppo di fondi petroliferi e di *heritage funds*, nonché dei mercati azionari

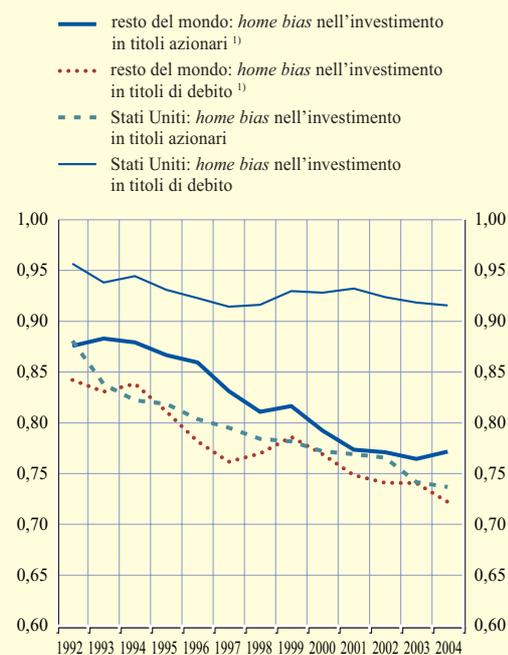
3) Il concetto di *home bias* si riferisce all'eccessiva preferenza accordata dagli investitori di tutto il mondo alle attività del proprio paese d'origine. Per un dato paese, l'assenza di *home bias* implicherebbe che la quota di attività finanziarie estere in portafoglio fosse uguale al rapporto fra la capitalizzazione di mercato del resto del mondo e quella del mercato mondiale.

4) Cfr. il Federal Reserve Bulletin *Understanding U.S. Cross-Border Securities Data*, maggio 2006.

5) Nota: il dato sulle riserve internazionali dei paesi esportatori di petrolio potrebbe non essere direttamente confrontabile dal momento che i vari paesi seguono prassi diverse per quanto riguarda i propri investimenti, compresi quelli effettuati tramite i fondi di stabilizzazione del petrolio.

Figura B *Home bias* in titoli azionari e di debito

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sull'*International Financial Statistics* dell'FMI e sul *Global Markets Factbook* di S&P.

1) Per il resto del mondo si intende il mondo esclusi gli Stati Uniti.

locali. Nel caso della Cina, l'ampio accumulato di riserve internazionali (che dai 150 miliardi di dollari circa di inizio 2000 arrivano oggi a sfiorare mille miliardi di dollari) dai primi anni del decennio solleva varie questioni concernenti la conduzione della politica monetaria. In effetti, la banca centrale del paese ha dovuto sterilizzare in misura crescente l'espansione monetaria interna risultante dagli interventi sul mercato dei cambi. Oltre al rischio di minusvalenze da rivalutazione per i bilanci delle autorità monetarie, tale politica limita il margine di manovra della politica monetaria per far fronte alle problematiche interne, in particolare quelle relative al rischio di surriscaldamento dell'economia cinese.

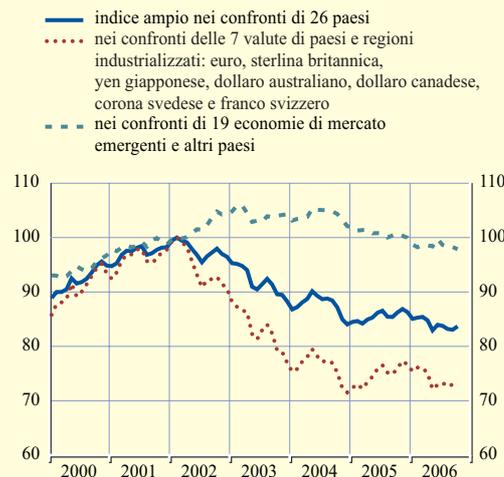
Per quanto riguarda gli andamenti dei tassi di cambio, dal 2002 il dollaro USA si è deprezzato di circa il 16 per cento in termini effettivi nominali, misurato nei confronti delle valute di 26 partner commerciali (cfr. figura C). Questo andamento scaturisce da variazioni assai differenti a seconda dei gruppi di paesi considerati: il dollaro ha infatti perso addirittura il 26 per cento nei confronti delle valute dei sette principali paesi e regioni industrializzati (considerati congiuntamente), mentre è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti di quelle di gran parte delle economie emergenti. Tale andamento si deve al fatto che molte di queste economie mantengono di fatto un ancoraggio al dollaro, o comunque un controllo assai rigido sul cambio nei confronti della moneta statunitense. Questa constatazione è all'origine delle accresciute esortazioni a favore di un'effettiva flessibilità dei tassi di cambio delle economie emergenti, alle quali è attualmente ascrivibile il 45 per cento circa dell'interscambio con gli Stati Uniti.

Conclusioni

Le osservazioni sopra espone richiamano la necessità di operare le correzioni di politica economica già menzionate dai comunicati del G7, del G20 e dell'International Monetary and Financial Committee (IMFC). Per gli Stati Uniti, si tratta di accrescere il risparmio nazionale, sia pubblico sia privato. Il ruolo chiave dell'area dell'euro e del Giappone consiste nell'adottare riforme volte a incrementare la produttività e la crescita potenziale interne. In effetti, eventuali guadagni di produttività nell'area dell'euro, specie nel settore dei beni non oggetto di interscambio, potrebbero rafforzare la domanda interna, stimolando così le importazioni. In Cina e negli altri mercati emergenti, specie dell'Asia, la transizione verso una maggiore flessibilità dei cambi e uno sviluppo finanziario che riduca il risparmio a fini precauzionali e aumenti la spesa per consumi contribuirebbero non soltanto alla correzione degli squilibri mondiali, ma anche a risolvere le problematiche interne. Infine, i paesi esportatori di petrolio beneficerebbero in misura significativa di un ulteriore sviluppo delle opportunità di investimento interne. È importante sottolineare che queste misure non solo risulterebbero utili ai fini dell'ordinato aggiustamento degli squilibri mondiali nel medio termine, ma favorirebbero anche l'interesse nazionale delle economie in questione.

Figura C Tasso di cambio effettivo nominale del dollaro statunitense

(indice: gennaio 2002=100)



Fonti: elaborazioni della BCE e del *Federal Reserve System*.

I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

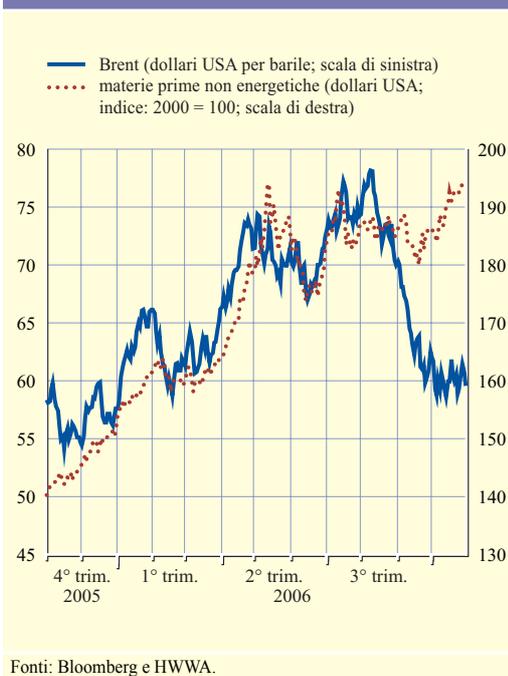
Negli ultimi mesi i corsi petroliferi sono diminuiti notevolmente rispetto al massimo storico dell'inizio di agosto. Il calo va ascritto alla sensibile attenuazione delle tensioni geopolitiche, al venir meno della minaccia degli uragani nel Golfo del Messico e all'allentamento delle condizioni recentemente tese sul mercato del petrolio. Agli inizi di ottobre la quotazione del greggio di qualità Brent era al livello più basso dalla metà di febbraio, al di sotto di 59 dollari per barile, e inferiore di circa il 25 per cento al massimo di agosto. L'andamento calante si è tuttavia arrestato all'emergere di voci concernenti un possibile ridimensionamento della produzione da parte dell'OPEC. Nella riunione consultiva del 19-20 ottobre, i ministri dell'OPEC hanno deciso di ridurre più del previsto (in misura pari a 1,2 milioni di barili al giorno) gli attuali livelli di produzione con decorrenza dal primo novembre. Il 31 ottobre il greggio di qualità Brent è stato quotato a 59,6 dollari al barile. In prospettiva, il ridotto margine di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento e di conseguenza l'elevata sensibilità a variazioni inaspettate dell'equilibrio fra la domanda e l'offerta dovrebbero mantenere i prezzi del petrolio elevati e volatili. Gli operatori si attendono, al momento, che le quotazioni petrolifere restino su livelli elevati anche nel medio periodo: i contratti *future* sul petrolio con scadenza nel dicembre 2008, infatti, sono attualmente scambiati a 67,2 dollari statunitensi.

I corsi delle materie prime non energetiche hanno continuato ad aumentare in ottobre. Verso la fine del mese, i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche erano nell'insieme superiori di circa il 35 per cento rispetto a un anno prima, sorretti principalmente dall'aumento delle quotazioni dei metalli e dei beni alimentari. I corsi dei metalli sono aumentati notevolmente nelle ultime settimane, a seguito dei timori collegati a possibili interruzioni dell'offerta e bassi livelli di scorte. Anche i prezzi dei beni alimentari – e in particolare dei cereali, dei semi oleaginosi e degli oli – sono aumentati considerevolmente nelle ultime settimane.

I.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno e quindi per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro rimangono complessivamente favorevoli. Tuttavia i più recenti indicatori anticipatori compositi mostrano che nell'insieme dei paesi dell'OCSE il tasso di espansione dell'economia potrebbe moderarsi ulteriormente nei prossimi mesi. Le prospettive di crescita delle principali economie emergenti sembrano ancora positive, anche se in Cina è probabile un leggero rallentamento. Nonostante la prevista moderazione, nel resto dell'anno la crescita mondiale dovrebbe mantenersi piuttosto vigorosa e superiore alle medie storiche.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



I rischi per le suddette prospettive restano lievemente sbilanciati verso il basso. Il recente calo dei corsi petroliferi ha attenuato alcuni di questi rischi ma, stando alle attese segnalate dai mercati dei *future*, le quotazioni dovrebbero tornare ad aumentare pur mantenendosi inferiori al picco dei primi di agosto. Persistono altresì i rischi connessi a un disordinato riassorbimento degli squilibri economici internazionali e a un aumento delle pressioni protezionistiche.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In settembre la crescita sui dodici mesi di M3 è ulteriormente aumentata e, dopo la moderazione di giugno e luglio, è quasi ritornata al picco osservato in maggio. Il protrarsi del vigore della crescita di M3 riflette probabilmente il livello ancora basso dei tassi di interesse e le migliorate condizioni economiche nell'area dell'euro. Dal lato delle contropartite, l'impatto di questi fattori è particolarmente evidente nel protrarsi della vigorosa crescita dei prestiti al settore privato. Nel contempo i dati di settembre forniscono ulteriore evidenza che i recenti aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE hanno iniziato a influire sugli andamenti monetari, seppure al momento determinando in prevalenza riallocazioni fra le categorie di deposito all'interno di M3. Nel complesso, gli andamenti della moneta e del credito continuano a segnalare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine, in particolare in un contesto di migliorate condizioni economiche.

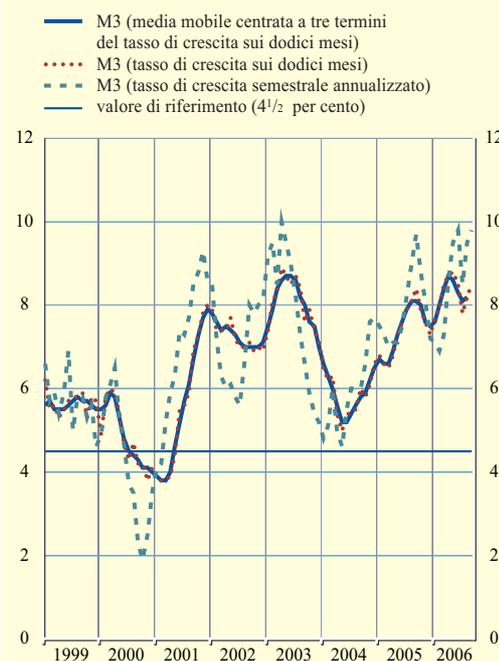
AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

In settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è ulteriormente aumentato all'8,5 per cento. Dopo la moderazione di giugno e luglio, la crescita di M3 pertanto è quasi tornata al picco osservato in maggio. Nel mese in esame il tasso di variazione sui sei mesi di M3 espresso in ragione d'anno è salito al 9,8 per cento, dal 9,5 del mese precedente (cfr. figura 4). Il rinnovato rafforzamento della dinamica monetaria è riconducibile a un elevato tasso di espansione (pari all'1,2 per cento) sul mese precedente in settembre, seguito al tasso parimenti sostenuto di agosto.

In una prospettiva a medio termine, gli attuali andamenti di M3 non mostrano alcun segno di inversione della tendenza al rialzo del tasso di espansione monetaria di fondo registrata da metà del 2004. I dati monetari più recenti avvalorano altresì la tesi che l'elevato tasso di crescita monetaria continui a essere largamente imputabile al livello tuttora basso dei tassi di interesse e, come risulta dalla vivace dinamica dei prestiti, al rafforzamento dell'attività economica nell'area dell'euro. Nel contempo i dati di settembre forniscono ulteriore evidenza che i recenti aumenti dei tassi di interesse abbiano iniziato ad avere un impatto sugli andamenti monetari, seppure finora determinando in prevalenza variazioni delle preferenze fra categorie di deposito all'interno di M3, come riallocazioni da depositi *overnight* verso strumenti a maggior remunerazione quali i depositi a termine a breve scadenza (ossia i depositi con durata prestabilita fino a due anni). Inoltre, in un contesto caratterizzato da attese di incremento dei tassi di interesse a breve termine, la vigorosa domanda di determinate attività monetarie come i titoli di debito a breve termine potrebbe riflettere la crescente attrattiva di queste attività rispetto ai

Figura 4 Crescita di M3 e valore di riferimento

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



Fonte: BCE.

rendimenti su attività finanziarie alternative a più lungo termine, dal momento che allo stato attuale il differenziale di rendimento è relativamente basso.

Nel complesso, l'espansione monetaria e creditizia è rimasta su un livello elevato. Il protrarsi di una crescita vigorosa della moneta e del credito in un contesto di liquidità già abbondante segnala rischi per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine, soprattutto in un contesto di miglioramento dell'attività economica e del clima di fiducia.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

L'aumento in settembre del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 riflette tassi di variazione più elevati sia dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* sia degli strumenti negoziabili (cfr. tavola 1). Nel contempo, per effetto di un rallentamento sia del circolante sia dei depositi *overnight*, il tasso di variazione di M1 è ulteriormente sceso in settembre al 7,1 per cento, dal 7,2 di agosto.

Il tasso di espansione dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è aumentato in settembre al 10,0 per cento, dal 9,8 del mese precedente, a seguito principalmente di un ulteriore incremento della domanda di depositi a termine a breve scadenza, mentre i depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con un preavviso fino a tre mesi) hanno continuato a rallentare. La vigorosa domanda di depositi a termine a breve scadenza può essere spiegata dal crescente divario fra il tasso di interesse offerto su questi depositi e quello offerto per altri strumenti a breve termine nel contesto dei recenti incrementi dei tassi di interesse.

In settembre il tasso di crescita degli strumenti negoziabili compresi in M3 è aumentato al 9,6 per cento, dal 7,0 di agosto. Fra le componenti di tali strumenti, ha continuato ad aumentare il livello già elevato della domanda di titoli di debito con scadenza fino a due anni. La domanda di questi ultimi può essere ricondotta alle caratteristiche di alcuni strumenti di debito a breve termine, come il legame del rendimento al tasso di interesse a breve termine, che può rendere attraenti tali strumenti in periodi di crescita dei tassi di interesse. Inoltre, i tassi di crescita sui dodici mesi dei contratti

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					
		2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 ago.	2006 set.
M1	47,5	10,9	10,3	9,9	7,6	7,2	7,1
Banconote e monete in circolazione	7,4	14,8	13,4	11,9	11,3	11,4	11,0
Depositi <i>overnight</i>	40,0	10,2	9,8	9,5	7,0	6,5	6,4
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	38,1	5,9	6,8	8,4	9,5	9,8	10,0
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	17,4	6,5	9,7	15,2	19,8	20,9	21,6
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,7	5,3	4,6	3,7	2,4	2,2	1,8
M2	85,6	8,5	8,6	9,2	8,4	8,4	8,4
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,4	3,7	3,3	5,7	6,5	7,0	9,6
M3	100,0	7,8	7,8	8,7	8,2	8,2	8,5
Credito a residenti nell'area dell'euro		7,9	8,7	9,4	9,2	9,2	9,4
Credito alle amministrazioni pubbliche		2,5	2,3	0,8	-1,0	-1,5	-1,6
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		0,0	0,8	0,3	-0,6	-0,8	-0,8
Credito al settore privato		9,4	10,4	11,7	11,9	11,9	12,2
Prestiti al settore privato		9,0	10,1	11,2	11,2	11,3	11,4
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		9,5	8,8	8,8	8,6	8,6	8,7

Fonte: BCE.

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

pronti contro termine e delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari sono aumentati, sebbene su base mensile la volatilità di queste serie possa essere relativamente elevata.

In settembre è aumentato il tasso di crescita dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine detenuti presso le IFM, che rappresentano la più ampia aggregazione di componenti di M3 per la quale siano disponibili dati per settore detentore. Benché generalizzato a tutti i settori detentori, l'incremento ha rispecchiato soprattutto un contributo più elevato da parte delle società non finanziarie e degli intermediari finanziari non monetari.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è aumentato in settembre all'11,4 per cento, dall'11,3 di agosto, toccando il livello più elevato dal gennaio 1999. Il perdurare di una vigorosa domanda di prestiti rispecchia sia le migliorate condizioni economiche nell'area dell'euro sia il livello tuttora basso dei tassi di interesse. Nel contempo il rafforzamento della dinamica aggregata dei prestiti nel mese in esame è il risultato di andamenti settoriali divergenti.

Il tasso di espansione dei prestiti alle famiglie è ulteriormente diminuito in settembre, ancorché solo lievemente, al 9,1 per cento dal 9,2 di agosto. Nonostante la moderazione dei mesi recenti, la crescita dei prestiti alle famiglie rimane vigorosa. L'indebitamento delle famiglie continua a essere determinato, per la maggior parte, da prestiti per l'acquisto di abitazioni, cresciuti in settembre a un tasso dell'11,0, dopo l'11,1 del mese precedente (cfr. tavola 2). Il forte indebitamento per l'acquisto di abitazioni rispecchia il protrarsi del basso livello dei tassi sui mutui ipotecari nell'insieme dell'area dell'euro nonché il vigore della dinamica del mercato degli immobili residenziali osservato in molte regioni. Tuttavia, nell'indagine di ottobre sul credito bancario, le banche hanno riportato nel complesso segnali di rallentamento della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Dal lato dell'offerta, l'indagine ha registrato timori crescenti sulle prospettive del mercato degli immobili residenziali, timori che hanno altresì avuto un effetto di inasprimento dei criteri di concessione

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 ago.	2006 set.
Società non finanziarie	41,5	7,7	9,2	11,0	11,9	12,0	12,7
Fino a 1 anno	29,7	5,2	6,7	8,4	9,2	9,2	10,5
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	18,3	8,5	11,5	15,8	19,0	19,5	20,6
Oltre 5 anni	52,0	8,9	10,0	11,0	11,2	11,2	11,4
Famiglie²⁾	49,7	9,0	9,6	9,8	9,3	9,2	9,1
Credito al consumo ³⁾	13,1	7,8	8,2	8,2	8,5	8,4	8,3
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	70,6	11,1	11,8	12,1	11,3	11,1	11,0
Altri prestiti	16,3	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,5
Società di assicurazione e fondi pensione	1,0	29,3	32,9	41,2	36,7	34,3	37,1
Altri intermediari finanziari non monetari	7,8	14,1	16,2	19,0	17,2	19,3	17,2

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.

del credito applicati ai prestiti alle famiglie (cfr. riquadro 2 *Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro*). Il tasso di crescita del credito al consumo, seppur diminuito all'8,3 per cento in settembre (dall'8,4 del mese precedente), è ancora prossimo al picco dell'8,7 per cento di luglio, il livello più alto osservato dalla fine del 1999.

A differenza dei prestiti alle famiglie, il tasso di incremento dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie ha continuato ad aumentare in settembre, raggiungendo il 12,7 per cento e confermando quindi l'andamento al rialzo in atto dagli inizi del 2004. Questo ulteriore rafforzamento ha interessato in maniera generalizzata tutte le scadenze, riflettendo probabilmente l'impatto generale delle migliorate condizioni economiche nonché delle favorevoli condizioni di finanziamento esterno, nonostante un lieve incremento negli ultimi mesi del costo del finanziamento mediante l'emissione di debito. L'indagine di ottobre sul credito bancario suggerisce che i fattori sottostanti la vigorosa domanda di prestiti da parte di società non finanziarie sono il rafforzamento della crescita degli investimenti fissi, l'aumento delle scorte e, seppure in misura minore rispetto alle indagini precedenti, le attività di fusione e acquisizione.

Quanto all'andamento del credito complessivo concesso dalle IFM a residenti nell'area dell'euro, il tasso di crescita sui dodici mesi è lievemente aumentato in settembre rispetto al mese precedente. Ciò è il risultato di un'ulteriore accelerazione del credito erogato al settore privato a fronte di un ulteriore rallentamento di quello concesso alle amministrazioni pubbliche. L'aumento dell'esposizione delle IFM nei confronti del settore privato si riflette non solo in un'attività di prestito al settore privato più sostenuta, bensì anche in maggiori acquisizioni da parte delle IFM di titoli emessi dal settore privato.

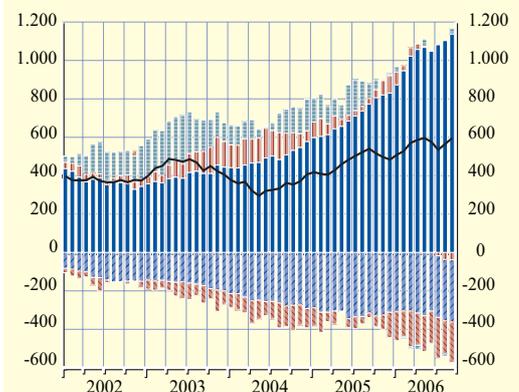
Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è rimasto sostanzialmente invariato in settembre, all'8,7 per cento. Nei dodici mesi fino a settembre, le attività nette sull'estero delle IFM sono aumentate di 30 miliardi di euro, dopo il decremento di 11 miliardi nell'anno terminato a fine agosto (cfr. figura 5). Pertanto, il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero delle IFM è rimasto contenuto, benché la variazione rispetto ad agosto abbia comportato un contributo leggermente maggiore alla crescita di M3.

Sintetizzando le informazioni ricavabili dalle contropartite, il basso livello dei tassi di interesse e le migliorate condizioni economiche hanno continuato a essere le principali determinanti del vigore dei prestiti delle IFM al settore privato. Nel contempo il contributo esterno al tasso di crescita di M3 è stato marginale, come indicato dal sostanziale equilibrio della posizione netta sull'estero del settore delle IFM. Ciò conferma la valutazione secondo cui il vigore dell'espansione monetaria è attualmente sostenuto soprattutto da fattori interni.

Figura 5 Contropartite di M3

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

- credito al settore privato (1)
- credito alle amministrazioni pubbliche (2)
- attività nette sull'estero (3)
- passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) (4)
- altre contropartite (inclusi capitale e riserve) (5)
- M3



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.

Il riquadro 3 *Andamento mondiale degli aggregati monetari: alcuni aspetti concettuali* esamina le problematiche connesse alla costruzione degli aggregati monetari utilizzati per analizzare le dinamiche a livello globale.

Riquadro 2

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

Questo riquadro riporta i principali risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta in ottobre dall'Eurosistema¹⁾. Nel terzo trimestre del 2006, le banche interpellate hanno segnalato una sostanziale stazionarietà dei criteri per la concessione del credito alle imprese in termini netti²⁾, in linea con quanto osservato nel trimestre precedente. Esse hanno nel contempo indicato una forte domanda netta positiva di prestiti alle imprese nel terzo trimestre, anche se leggermente inferiore rispetto al livello della precedente indagine. Per il quarto trimestre le banche si attendono che la domanda netta di prestiti alle società rimanga molto sostenuta e addirittura aumenti in un contesto di criteri invariati per la loro concessione. Secondo le banche interpellate il fabbisogno di finanziamento più strettamente legato al livello di attività economica è divenuto il principale fattore che ha contribuito a una domanda netta positiva di prestiti.

Le banche hanno segnalato criteri pressoché immutati anche per quanto riguarda la concessione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni durante il terzo trimestre. Tale sviluppo, che fa seguito al netto allentamento indicato nei due trimestri precedenti, rispecchia in parte una valutazione più cauta delle prospettive del mercato degli immobili residenziali. Nello stesso periodo la domanda netta³⁾ di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha continuato a calare secondo quanto registrato dagli istituti di credito raggiungendo per la prima volta un valore negativo dall'aprile 2003, data di inizio delle rilevazioni dell'indagine sul credito bancario. Questa domanda netta negativa dovrebbe persistere per tutto l'ultimo trimestre del 2006, durante il quale le banche prevedono altresì di mantenere per lo più invariati i criteri applicati ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

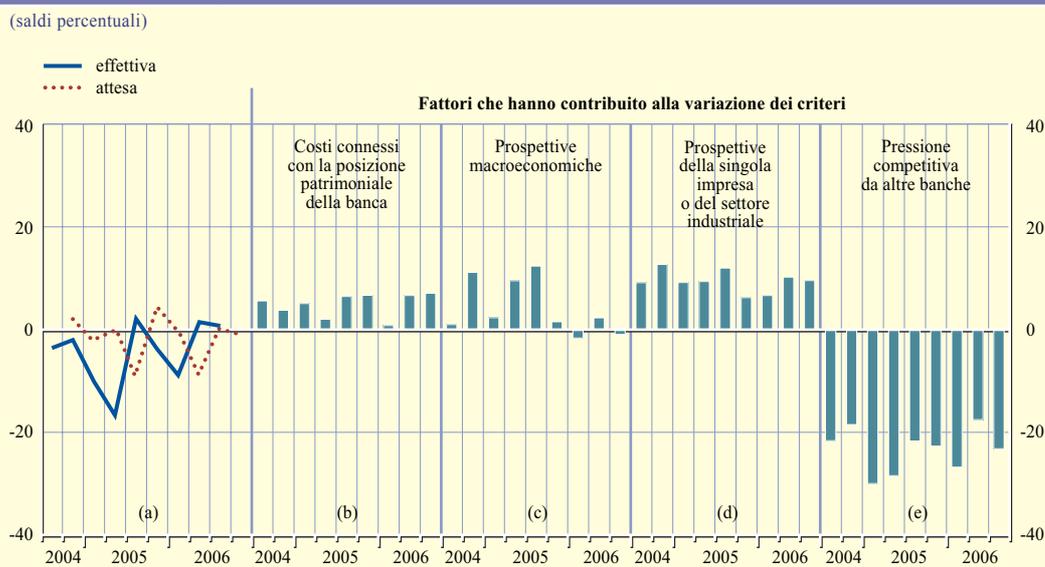
I criteri per la concessione di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti hanno registrato un allentamento netto nel terzo trimestre, di entità analoga a quello del periodo precedente e che dovrebbe protrarsi fino a tutto l'ultimo trimestre dell'anno. La domanda netta di credito al consumo è diminuita leggermente tra il secondo e il terzo trimestre, ma è rimasta molto sostenuta; essa dovrebbe inoltre accrescersi nell'ultimo trimestre.

Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

Criteri di concessione del credito. Le banche hanno segnalato una sostanziale stazionarietà dei criteri per la concessione di prestiti o di linee di credito a favore delle imprese, all'1 per cento nel terzo trimestre dal 2 per cento nel trimestre precedente (cfr. figura A, primo riquadro). I risultati

- 1) Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 3 novembre 2006 ed è disponibile in inglese sul sito Internet della BCE.
- 2) Il saldo percentuale netto fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un inasprimento dei criteri di concessione del credito e quella di banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo percentuale positivo indicherebbe che le banche hanno mostrato la tendenza a inasprire i criteri ("inasprimento netto"), mentre uno negativo indicherebbe che le banche hanno mostrato la tendenza ad allentarli ("allentamento netto").
- 3) L'espressione "domanda netta" fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che hanno segnalato un aumento della domanda di prestiti e quella delle banche che ne segnalano una contrazione.

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



Note: 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” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il quarto trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di ottobre 2006.

degli ultimi due periodi confermano che le condizioni creditizie sono rimaste per lo più invariate nei trimestri recenti malgrado una lieve volatilità di breve termine. Le banche prevedono inoltre di lasciare i criteri per i prestiti alle società immutati nel prossimo trimestre.

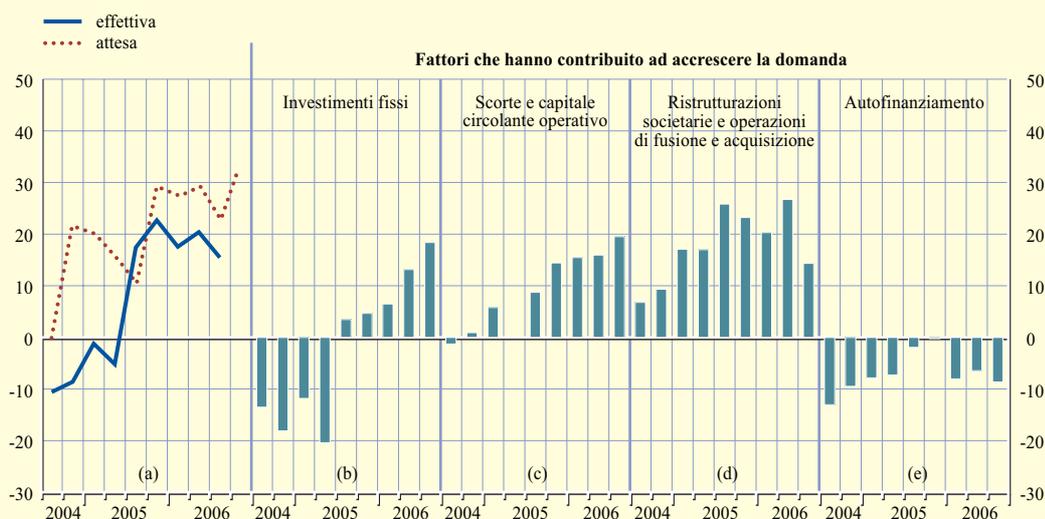
Questi sviluppi sono da ricondurre alle pressioni competitive, che come nei trimestri precedenti hanno spinto verso un allentamento dei criteri di concessione del credito (cfr. figura A, quinto riquadro). Dall’altro lato, le prospettive settoriali o specifiche a singole imprese, nonché un incremento dei costi associati al capitale bancario hanno contribuito a un inasprimento netto dei criteri (cfr. figura A, secondo e quarto riquadro). Per quanto concerne i termini e le condizioni del credito, le banche hanno allentato i criteri in parte riducendo i requisiti fissati per le garanzie, ma principalmente restringendo i margini sui prestiti medi, benché quest’ultima modifica sia stata meno pronunciata che nel trimestre precedente. Come nei trimestri passati, si è osservato un ampliamento netto dei margini sui prestiti più rischiosi, probabilmente in corrispondenza con la percezione di maggiori rischi relativamente alle prospettive settoriali o di singole imprese.

In termini di dimensioni dei prenditori, si è registrato un lieve allentamento dei criteri applicati al credito alle piccole e medie imprese a fronte di una sostanziale stazionarietà di quelli per la concessione del credito alle grandi imprese. A livello di scadenze, rispetto al trimestre precedente i criteri sono rimasti in larga misura invariati sia per i prestiti a breve sia per quelli a lungo termine.

Domanda di prestiti. In linea con le quattro indagini precedenti, la domanda netta di prestiti alle imprese è rimasta molto sostenuta nel terzo trimestre, anche se leggermente più debole che in lu-

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

(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” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il quarto trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di ottobre 2006.

glio (16 per cento in ottobre a fronte del 20 per cento in luglio; cfr. figura B, primo riquadro). Ci si attende che nel quarto trimestre di quest’anno la domanda netta di prestiti aumenti. In termini di dimensioni dei prenditori, la domanda netta di prestiti continua a essere superiore da parte delle piccole e medie imprese (21 per cento) piuttosto che dalle grandi (15 per cento) e si situa a un livello analogo a quello del trimestre precedente per entrambe le categorie.

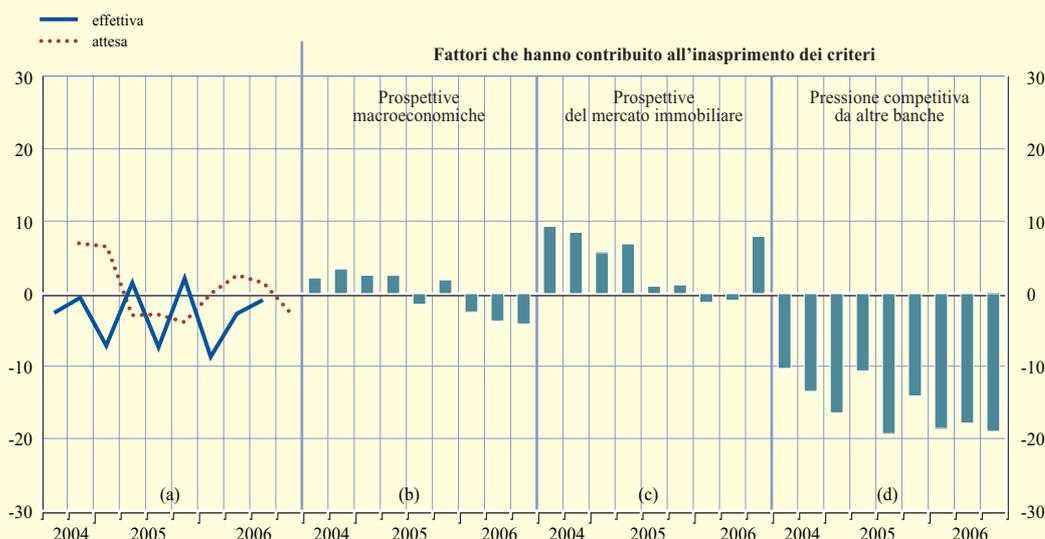
Stando agli istituti interpellati, il fabbisogno di finanziamento più strettamente collegato al livello dell’attività economica – ossia per scorte, capitale circolante e investimenti fissi – è diventato il maggiore fattore alla base della domanda netta positiva di prestiti (cfr. figura B, riquadro b e riquadro c), confermando la tendenza in atto dal terzo trimestre del 2005. Parallelamente, anche altri fattori di natura più finanziaria – ad esempio necessità di finanziamento per attività di fusione e acquisizione o di ristrutturazione del debito – hanno continuato a contribuire alla domanda netta di prestiti, sebbene la loro rilevanza sia andata calando rispetto ai trimestri precedenti (cfr. figura B, secondo, terzo e quarto riquadro). Parallelamente, un accresciuto utilizzo di fonti di finanziamento alternative – prevalentemente interne – ha concorso a moderare la dinamica della domanda netta (cfr. figura B, quinto riquadro).

Prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni

Criteri per la concessione del credito. Nel terzo trimestre le banche non hanno sostanzialmente mutato i criteri di concessione dei prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni e non prevedono di modificarli anche nell’ultimo trimestre dell’anno, in contrasto con l’allentamento netto operato nei primi sei mesi del 2006 (cfr. figura C, primo riquadro). Come nei trimestri precedenti, la concorrenza di altri istituti è stata la principale determinante a favore di un allentamento dei

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

(saldi percentuali)



Note: 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" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il quarto trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di ottobre 2006.

criteri (cfr. figura C, quarto riquadro), mentre le prospettive del mercato degli immobili residenziali hanno iniziato a fornire un apporto netto in direzione di criteri più stringenti (cfr. figura C, terzo riquadro). I margini sui prestiti medi sono stati allentati in termini netti (seppur in misura minore rispetto a trimestri passati). Hanno concorso a un allentamento anche gli andamenti del rapporto fra valore dei prestiti e valore delle garanzie e l'allungamento delle scadenze. Per contro, i margini sui prestiti più rischiosi sono stati ristretti in termini netti.

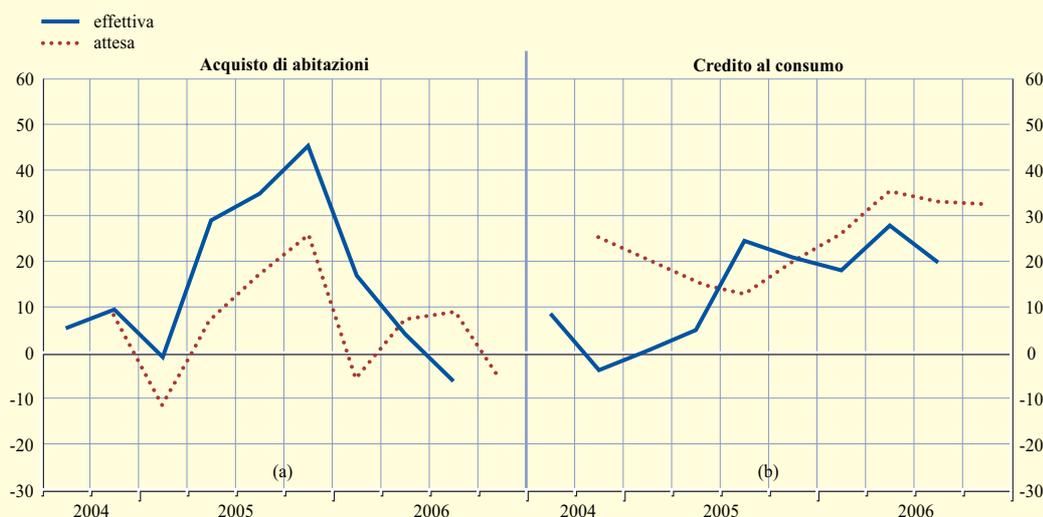
Domanda di prestiti. La domanda netta di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha continuato a diminuire, raggiungendo un valore negativo nel terzo trimestre (riducendosi dal 4 per cento di luglio al -6 per cento di ottobre). Secondo le banche interpellate, la domanda netta dovrebbe rimanere al -6 per cento anche nel quarto trimestre (cfr. figura D, primo riquadro). Un deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali, i prestiti da altre banche e un calo del contributo della spesa per consumi non collegati agli immobili residenziali hanno contribuito a questa diminuzione netta della domanda di prestiti. Si tratta della prima volta dall'inizio dell'indagine sul credito bancario che le prospettive del mercato degli immobili residenziali non hanno concorso positivamente alla domanda netta di prestiti. Dall'altro lato, la fiducia dei consumatori e i risparmi delle famiglie hanno, in qualche misura, contribuito alla domanda netta positiva di prestiti.

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

Criteri per la concessione del credito. I criteri applicati alle domande di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie hanno registrato un allentamento netto nel terzo trimestre (al -6 per cento come nel trimestre precedente; cfr. figura E, riquadro a). Tali criteri dovrebbero

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

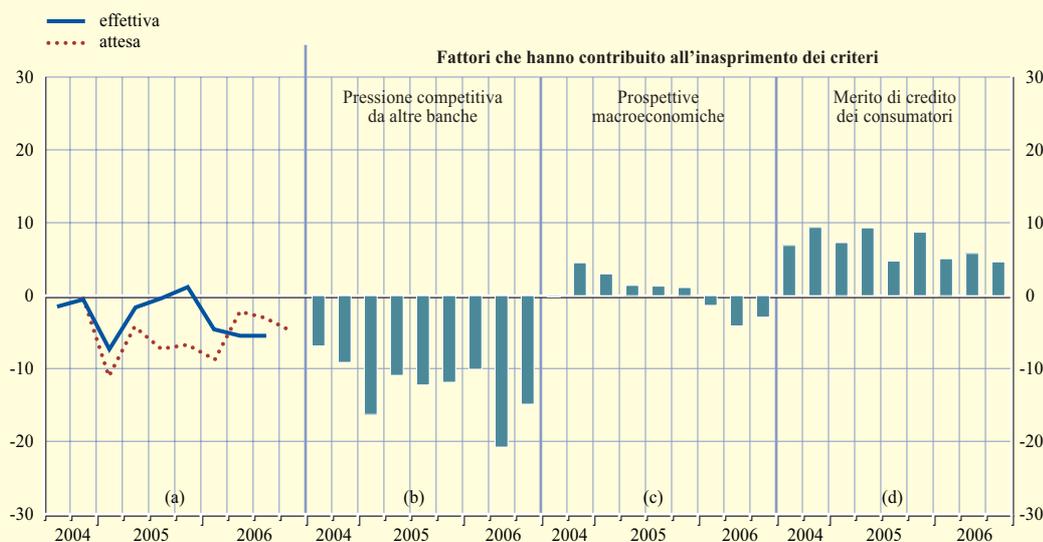
(saldi percentuali)



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" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il quarto trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di ottobre 2006.

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

(saldi percentuali)



Note: 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" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il quarto trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di ottobre 2006.

attestarsi su tale livello nel quarto trimestre. Tra i fattori che hanno concorso all'allentamento netto dei criteri figurano le pressioni concorrenziali da altre banche e da istituti non bancari, nonché un lieve miglioramento delle aspettative riguardo all'attività economica generale (cfr. figura E, secondo e terzo riquadro). I contributi netti di tali fattori sono stati, tuttavia, meno pronunciati rispetto al trimestre precedente. Per quanto riguarda i termini e le condizioni, l'allentamento dei criteri per la concessione di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie è stato attuato principalmente tramite un'azione sui margini sui prestiti medi. In particolare, questi ultimi sono stati allentati significativamente, mentre i margini sui prestiti più rischiosi sono stati ulteriormente contratti in termini netti. Tutti gli altri termini e condizioni sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al trimestre precedente, salvo le condizioni sulle scadenze dei prestiti, che hanno leggermente contribuito all'allentamento netto.

Domanda di prestiti. Le banche hanno segnalato che la domanda netta di credito al consumo è rimasta fortemente positiva, seppur con una lieve flessione, nel terzo trimestre (al 20 per cento dal 28 per cento di luglio; cfr. figura E, riquadro b). Le principali determinanti alla base della vigorosa domanda netta positiva di credito al consumo hanno continuato a essere la fiducia dei consumatori, i risparmi delle famiglie e la spesa dei consumatori in beni durevoli, sebbene il contributo di quest'ultima sia calato significativamente, dal 30 per cento nel secondo trimestre al 13 per cento in ottobre.

Riquadro 3

ANDAMENTO MONDIALE DEGLI AGGREGATI MONETARI: ALCUNI ASPETTI CONCETTUALI

Nel periodo di accresciuta incertezza finanziaria, economica e geopolitica fra il 2001 e la metà del 2003 si è osservata una vigorosa crescita della moneta a livello mondiale, in quanto gli investitori cercavano rifugio nelle attività liquide in un'epoca di volatilità dei mercati finanziari. Successivamente, venuta meno l'incertezza, la crescita monetaria si è ridotta a livello mondiale. Nel riquadro *Tendenze recenti a livello mondiale degli aggregati monetari* nel numero di gennaio 2004 di questo Bollettino l'analisi della crescita mondiale della moneta si basava su una misura costruita utilizzando la massa monetaria ampia di cinque grandi economie industrializzate (area dell'euro, Stati Uniti, Giappone, Regno Unito e Canada) convertita in euro mediante i tassi di cambio basati sulle parità dei poteri di acquisto (PPA). La costruzione di un aggregato monetario a livello mondiale solleva diverse questioni sulla metodologia di fondo: se l'analisi debba essere incentrata su aggregati monetari ampi o ristretti, quali economie debbano essere comprese, se si debbano utilizzare tassi di cambio PPA o di mercato per la conversione in una valuta comune. Il presente riquadro confronta metodologie diverse per costruire misure della moneta a livello mondiale.

Effetti dell'utilizzo di aggregati monetari ristretti anziché ampi

Una misura della moneta mondiale può essere costruita sulla base di aggregati monetari ristretti, i quali in genere comprendono banconote e monete nonché depositi molto liquidi come i depositi *overnight*, oppure sulla base di aggregati monetari ampi, che comprendono anche depositi meno liquidi e strumenti negoziabili. Gli aggregati monetari ampi in genere offrono un quadro meno variabile e forse più accurato della crescita monetaria nelle singole economie, in quanto colgono importanti processi di riallocazione fra attività monetarie diverse. Nel contempo un'analisi fon-

data su aggregati monetari ristretti potrebbe presentare il vantaggio che le componenti sono di solito più omogenee fra le varie economie rendendo quindi la misura mondiale interpretabile con maggiore chiarezza.

Come mostrato nel riquadro del numero di gennaio 2004 di questo Bollettino, la crescita dell'aggregato monetario ampio è aumentata rapidamente alla fine degli anni ottanta per poi scendere a un tasso di incremento sul periodo corrispondente inferiore al 4 per cento a metà degli anni novanta (cfr. figura A). Un graduale rafforzamento ha avuto luogo nel periodo di crescita economica vigorosa della seconda metà degli anni novanta, seguito da un ulteriore marcato incremento nel periodo di accresciuta incertezza economica e finanziaria fra il 2001 e metà 2003. Da tale ultimo anno la crescita dell'aggregato monetario ampio mondiale è ritornata a livelli analoghi a quelli osservati alla fine degli anni novanta. Una misura corrispondente della moneta mondiale costruita sulla base di aggregati monetari ristretti mostra un profilo di crescita sostanzialmente analogo a quello della misura basata su aggregati ampi, in particolare a partire dalla metà degli anni novanta. La campana più pronunciata nel profilo di crescita della misura ristretta fra il 2001 e il 2004 riflette, fra l'altro, l'impatto della politica di tasso di interesse nullo e "allentamento quantitativo" della Banca del Giappone, che ha avuto marcate ripercussioni sul contributo di questo paese alla crescita dell'aggregato monetario ristretto mondiale.

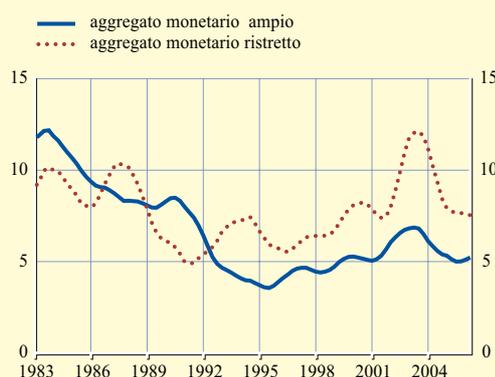
Effetti dell'estensione della copertura per comprendere le economie di mercato emergenti

Per garantire una copertura significativa dell'andamento monetario globale, in qualunque misura mondiale devono essere comprese le tre più importanti aree valutarie (area dell'euro, Stati Uniti e Giappone), mentre l'inclusione di altri paesi è in certa misura arbitraria. In particolare, la dinamica monetaria a livello mondiale può allo stato attuale essere pesantemente influenzata dagli andamenti delle grandi economie emergenti, quali i cosiddetti paesi BRIC (Brasile, Russia, India e Cina). Tuttavia, mentre l'inclusione di tali economie migliora la misura mondiale in riferimento agli andamenti più recenti, la mancanza di serie storiche significative per taluni di questi paesi ostacola la comparabilità della misura mondiale nel corso del tempo e quindi ne riduce il contenuto informativo complessivo. Questo sarebbe il caso, ad esempio, se dovessero essere incluse le attività monetarie di Russia o Cina per periodi in cui queste economie erano ancora pianificate.

Il raffronto della misura della crescita dell'aggregato monetario ampio mondiale basato sulle cinque grandi economie industrializzate sopra indicate (G5) con una misura basata su 164 economie mostra evidenti differenze nel livello dei tassi di crescita (cfr. figura B). Nel contempo il profilo a più lungo termine dell'andamento è sostanzialmente simile, in particolare per il periodo a partire dalla fine degli anni novanta.

Figura A Crescita degli aggregati monetari, ampio e ristretto, a livello mondiale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, media mobile di due anni, dati trimestrali)

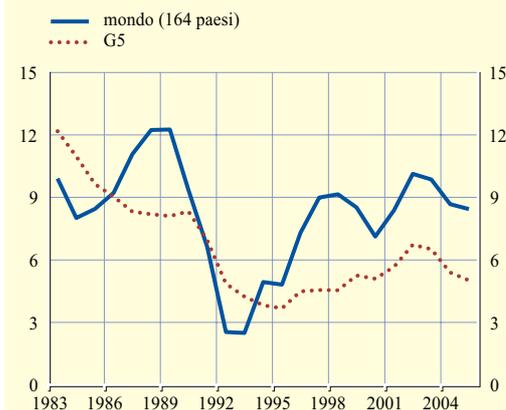


Fonti: BCE, Eurostat, BRI e OCSE.

Nota: le serie sono ottenute come somma dei rispettivi aggregati monetari di Stati Uniti, area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Canada convertiti in euro utilizzando tassi di cambio a parità di potere di acquisto.

Figura B Crescita dell'aggregato monetario ampio a livello mondiale

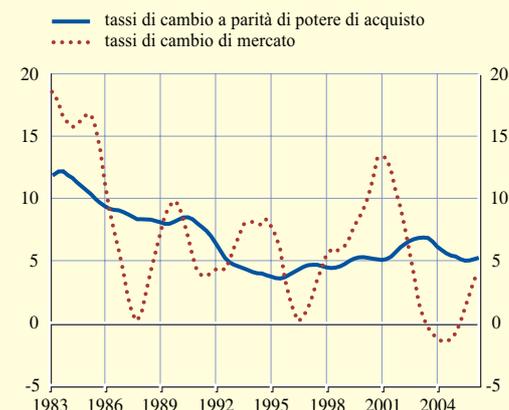
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, media mobile di due anni, dati trimestrali)



Fonti: BCE, Eurostat, BRI e OCSE.
Nota: la serie per il G5 è ottenuta come somma degli aggregati monetari ampi di Stati Uniti, area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Canada convertiti in euro utilizzando tassi di cambio a parità di potere di acquisto. La serie per il mondo è ottenuta come somma degli aggregati monetari ampi di 164 paesi convertiti in euro utilizzando tassi di cambio a parità di potere di acquisto.

Figura C Crescita dell'aggregato monetario ampio a livello mondiale basato su tassi di cambio diversi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, media mobile di due anni, dati trimestrali)



Fonti: BCE, Eurostat, FMI, BRI e OCSE.
Nota: gli aggregati monetari mondiali sono ottenuti come somma degli aggregati monetari ampi di Stati Uniti, area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Canada convertiti in euro utilizzando tassi di cambio o a parità di potere di acquisto oppure di mercato.

Effetti dell'utilizzo di tassi di cambio di mercato anziché PPA per la conversione in una valuta comune

Le masse monetarie denominate in differenti valute nazionali possono essere convertite in una valuta comune utilizzando tassi di cambio PPA o di mercato¹⁾. L'impiego di questi ultimi presuppone che tutte le attività monetarie possano essere convertite in un'unica divisa al tasso di cambio a pronti attraverso il mercato valutario. Tuttavia, in questo modo si ignorano le differenze del potere d'acquisto di queste monete nei vari paesi, suggerendo un qualche vantaggio nell'utilizzo dei tassi PPA che tengono conto esplicitamente delle differenze nei livelli di prezzo fra economie²⁾. È opinione diffusa che l'utilizzo dei tassi PPA fornisca un contributo meno volatile all'aggregato mondiale rispetto ai tassi di cambio di mercato se il gruppo di economie in esame ha registrato condizioni monetarie sostanzialmente simili³⁾. A questo riguardo il motivo per costruire le misure della moneta a livello mondiale sulla base di tassi di cambio PPA, soprattutto quando la copertura è limitata ai paesi del G5, è di mitigare il notevole impatto del tasso di cambio sulla dinamica dell'aggregato.

La figura C presenta i tassi di crescita sul periodo corrispondente delle misure costruite sulla base dei tassi di cambio di mercato e PPA. Essa indica che il tasso di crescita dell'aggregato

- 1) Per il periodo precedente al 1999 la serie temporale dell'area dell'euro è basata su tassi di cambio irrevocabilmente fissi. In linea di principio un aggregato a livello mondiale potrebbe essere costruito utilizzando tassi di cambio fissi fra le economie considerate.
- 2) Cfr. anche il riquadro *Il possibile impatto delle ponderazioni nella misurazione della crescita mondiale* nel numero di giugno 2006 di questo Bollettino.
- 3) Un esempio opposto sarebbe quello in cui alcune economie sono state soggette a periodi di inflazione sostenuta o addirittura di iperinflazione e, in questo contesto, hanno subito un forte deprezzamento della valuta, seppur disponendo di considerevoli consistenze monetarie. Una conversione che utilizza i tassi di cambio di mercato di questa notevole massa monetaria ne ridurrebbe automaticamente il contributo all'andamento monetario mondiale, mentre una conversione che utilizza tassi di cambio PPA ne enfatizzerebbe l'impatto sull'andamento mondiale.

monetario costruito sulla base dei tassi di cambio di mercato mostra una volatilità considerevolmente più elevata rispetto a quello della misura basata sui tassi di cambio PPA, mentre il livello medio di crescita è sostanzialmente analogo.

Note conclusive

Le misure della crescita della moneta a livello mondiale possono essere costruite sulla base di concetti diversi in relazione alla copertura geografica, all'ampiezza dell'aggregato monetario e/o al tasso di cambio utilizzato per convertire in un'unica valuta i dati sulla moneta. Il presente riquadro mostra che l'utilizzo di misure della moneta ristrette anziché ampie oppure l'inclusione di economie di mercato emergenti oltre alle economie industrializzate comporta differenze nel livello di crescita monetaria mondiale, mentre il profilo di crescita rimane sostanzialmente simile. Nel contempo, l'utilizzo di tassi di cambio di mercato anziché di quelli PPA determina una maggior volatilità nell'andamento della moneta a livello mondiale, mentre il livello medio di crescita rimane sostanzialmente invariato. Nel complesso, pertanto, nell'analizzare l'indirizzo generale dell'espansione monetaria mondiale, l'aggregato monetario ampio costruito sulla base delle economie del G5 dei tassi di cambio PPA può essere considerato una valida *proxy*.

2.2 EMISSIONI DI TITOLI

In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro ha continuato a essere sostenuto. Alla base di questo andamento vi è una crescita relativamente vigorosa dei titoli di debito emessi da istituzioni finanziarie non monetarie e, in misura minore, da IFM; nel contempo la crescita di quelli emessi da società non finanziarie è rimasta sui livelli relativamente bassi osservati nei mesi precedenti. Il tasso di incremento delle azioni quotate emesse da residenti nell'area è rimasto stabile su un livello contenuto.

TITOLI DI DEBITO

In agosto il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area è salito al 7,3 per cento, dal 7,1 di luglio (cfr. tavola 3); quello dei titoli di debito a lungo termine a tasso variabile, collocatosi al 15,6 per cento in agosto, ha continuato a superare largamente quello dei titoli a tasso fisso (al 3,9 per cento). Su un orizzonte temporale leggermente più lungo il tasso di espansione dei titoli a lungo termine a tasso variabile, tuttavia, è diminuito dal picco del 22,1 per cento di giugno 2005. Nello stesso periodo quello dei titoli di debito a breve termine ha mostrato una tendenza all'aumento, da un livello estremamente basso, collocandosi al 5,4 per cento in agosto 2006. Nel complesso, questi andamenti indicano che le emissioni di titoli a breve e a lungo termine a tasso variabile, considerate nel loro insieme, hanno lievemente incrementato la propria quota sul totale dei titoli di debito emessi, rappresentandone rispettivamente il 16 e il 36 per cento nel periodo fra gennaio e agosto, a fronte di quelle a lungo termine a tasso fisso, la cui quota nello stesso periodo è stata pari al 41 per cento.

Quanto alla scomposizione per settore dell'attività di emissione, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è diminuito al 3,9 per cento in agosto (cfr. figura 7). La crescita relativamente moderata osservata nei periodi recenti, soprattutto rispetto alla vigorosa espansione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, può in parte riflettere una sostituzione tra fonti esterne di finanziamento connessa a un'accresciuta offerta di prestiti bancari. Ciò potrebbe essere dovuto, in particolare, a un maggior finanziamento dell'attività di fusione e acquisizione tramite prestiti bancari sindacati, anziché attraverso l'emissione di obbligazioni societarie, come si era invece verificato nella precedente ondata di attività di fusione e acquisizione attorno al volgere del secolo. In agosto il tasso di

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

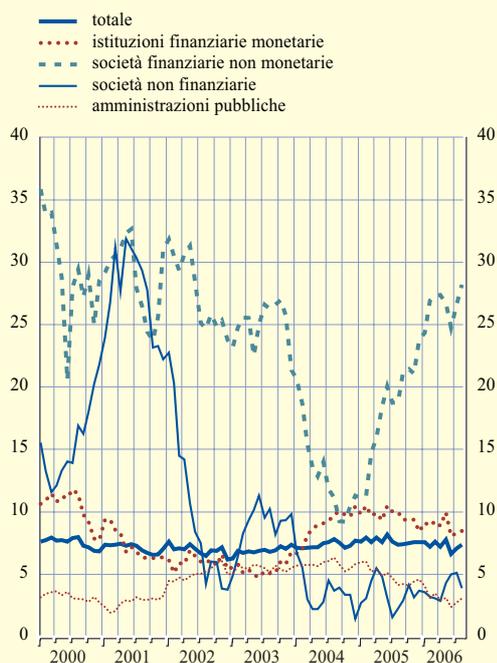
Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2006 ago.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 lug.	2006 ago.
		Emissione di titoli di debito:	10.817	7,6	7,5	7,5	7,4	7,1	7,3
IFM	4.396	10,0	9,2	8,9	9,2	8,3	8,5
Società finanziarie non monetarie	1.058	19,4	21,7	25,6	26,7	26,6	28,2
Società non finanziarie	630	2,3	3,5	3,4	3,7	5,1	3,9
Amministrazioni pubbliche	4.733	4,5	4,3	3,7	3,0	2,7	3,1
<i>di cui:</i>							
Amministrazioni centrali	4.434	4,0	3,8	3,2	2,5	2,2	2,5
Altre amministrazioni pubbliche	300	12,2	12,3	11,8	11,4	11,6	12,0
Emissione di azioni quotate:	5.536	1,1	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2
IFM	959	2,7	2,2	1,2	1,5	1,9	1,6
Società finanziarie non monetarie	594	2,5	3,1	3,4	2,2	1,5	1,5
Società non finanziarie	3.983	0,6	0,7	0,9	0,9	1,0	1,1

Fonte: BCE.

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

Figura 6 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

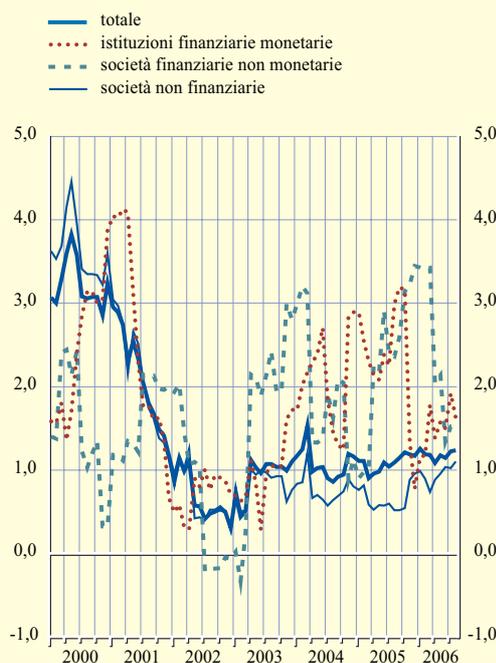
(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

Figura 7 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.

variazione delle emissioni di titoli di debito a breve termine da parte di società non finanziarie è stato pari a -4,5 per cento, mentre quello relativo ai titoli a lungo termine emessi da tali società è sceso al 5,5 per cento.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è ulteriormente aumentato in agosto, all'8,5 per cento dall'8,3 di luglio. Su un orizzonte temporale di più lungo periodo la crescita delle emissioni a tasso fisso ha mostrato la tendenza a rafforzarsi lievemente a partire da metà 2005, mentre la dinamica delle emissioni a tasso variabile si è indebolita. Il tasso di incremento delle emissioni a tasso fisso rimane tuttavia inferiore a quello delle emissioni a tasso variabile. Il tasso di incremento dei titoli di debito a breve termine, seppure in costante calo, è rimasto relativamente elevato al 13,7 per cento. Nel complesso, la vigorosa espansione dell'emissione di titoli di debito da parte del settore delle IFM riflette probabilmente una domanda considerevole di fondi dovuta alla robusta crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie.

In agosto il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è rimasto molto sostenuto, al 28,2 per cento. L'elevato livello di espansione è in larga misura connesso al fatto che società non finanziarie, IFM e altri intermediari si assicurano il finanziamento esterno indirettamente, tramite società finanziarie non monetarie quali consociate finanziarie e società veicolo (*special purpose vehicles*). A tale riguardo, l'elevato livello dell'attività di emissione da parte di società finanziarie non monetarie potrebbe anche essere connesso all'attività di acquisizione tramite capitale di prestito (*leveraged buy-out*), che è stata molto intensa nel corso del 2006.

Il tasso di incremento dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche, aumentato lievemente al 3,1 per cento in agosto (dal 2,7 di luglio), sembra aver interrotto il proprio andamento discendente in prossimità di un valore relativamente vicino ai livelli storicamente bassi degli inizi del 2001. Queste variazioni riflettono essenzialmente l'andamento del tasso di crescita dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni centrali (al 2,5 per cento in agosto). L'espansione dell'attività di emissione del settore delle altre amministrazioni pubbliche continua a essere notevolmente maggiore, collocandosi in agosto a un tasso del 12,0 per cento.

AZIONI QUOTATE

In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è rimasto stabile all'1,2 per cento. In termini di attività di emissione per settore, il tasso di variazione delle azioni quotate emesse da società non finanziarie, che rappresentano circa tre quarti delle azioni quotate in essere, è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente, all'1,1 per cento (cfr. figura 7). Il tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle IFM è diminuito, all'1,6 per cento, dall'1,9 di luglio.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In ottobre i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati su tutte le scadenze, con incrementi maggiori su quelle a più lungo termine. Di conseguenza, nel corso del mese l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è fatta leggermente più pronunciata.

Nel periodo tra la fine di settembre e il 31 ottobre i tassi di interesse del mercato monetario a uno, tre, sei e dodici mesi sono aumentati, con rialzi maggiori sul segmento a più lungo termine. Rispetto a fine settembre, i tassi sono cresciuti rispettivamente di 11, 15, 14 e 14 punti base, collocandosi il 31 ottobre al 3,38, 3,56, 3,70 e 3,86 per cento. Di conseguenza, nel periodo in rassegna è leggermente aumentata la pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario. Il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese si è ampliato, salendo dai 44 punti base di fine settembre ai 48 del 31 ottobre (cfr. figura 8).

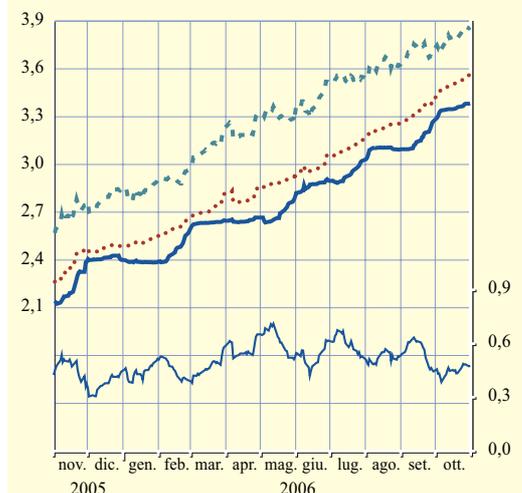
Il 31 ottobre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2006 e a marzo e giugno 2007 si situavano rispettivamente al 3,71, 3,85 e 3,88 per cento, con incrementi di 3, 6 e 8 punti base rispetto ai livelli di fine agosto.

All'inizio del periodo di mantenimento avviato il 6 settembre l'Eonia si collocava al 3,06 per cento, ossia 6 punti base sopra il tasso minimo di offerta. Tuttavia, nei primi giorni della seconda settimana dello stesso periodo ha cominciato a calare, raggiungendo il 22 settembre un livello

Figura 8 Tassi di interesse del mercato monetario

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

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

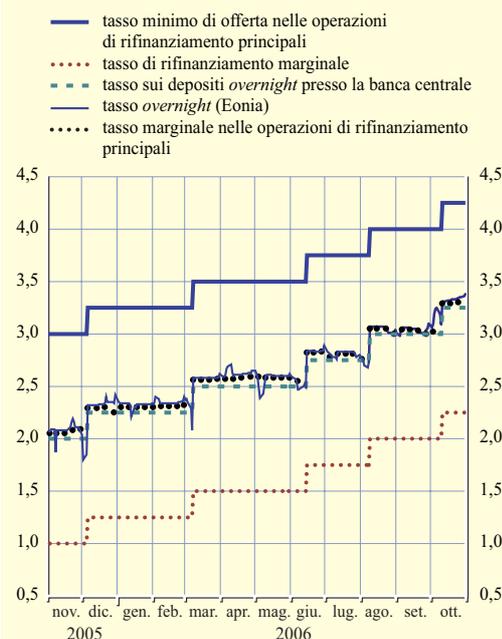


Fonti: BCE e Reuters.

di appena 1 punto base superiore a quello del tasso minimo di offerta. Considerati i risultati conseguiti negli ultimi mesi nel ridurre lo scarto fra questi due tassi, e al fine di contenere il rischio di una situazione di insufficiente partecipazione all'asta (*underbidding*) nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, la BCE ha deciso di riprendere ad aggiudicare importi in linea con quelli di riferimento a partire dall'operazione settimanale del 26 settembre. Nei giorni successivi l'Eonia è aumentato, raggiungendo un massimo del 3,25 per cento il 6 ottobre. Il 10 ottobre, ossia l'ultimo giorno del periodo di mantenimento, l'Eonia è diminuito al 3,09 per cento a seguito della decisione della BCE di condurre un'operazione di regolazione puntuale con cui ha fornito un ammontare di 9,5 miliardi di euro al fine di ripristinare condizioni di liquidità più equilibrate nel mercato monetario. All'inizio del periodo di mantenimento seguente l'Eonia è salito al 3,31 per cento, ossia a 6 punti base sopra il nuovo livello del tasso minimo di offerta determinato dalla decisione del Consiglio direttivo di accrescere i tassi di riferimento della BCE. A partire dalla seconda settimana di quel periodo l'Eonia ha cominciato a crescere, toccando il 3,38 per cento il 31 ottobre a causa di effetti di fine mese (cfr. figura 9).

Figura 9 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight

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



Fonti: BCE e Reuters.

Nelle prime due operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema condotte nel periodo di mantenimento iniziato l'11 ottobre il tasso marginale e quello medio ponderato si sono collocati al 3,29 e al 3,30 per cento rispettivamente, ossia a 4 e 5 punti base sopra il tasso minimo di offerta. Entrambi i tassi sono saliti di 1 punto base nell'operazione del 25 ottobre e di un ulteriore punto base in quella condotta il 31 ottobre (l'ultima del periodo di mantenimento), raggiungendo in quest'ultima occasione il 3,31 e il 3,32 per cento rispettivamente.

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema condotta il 25 ottobre i tassi marginale e medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 3,48 e al 3,50 per cento, ossia su livelli inferiori di 6 e 4 punti base a quelli dell'Euribor a tre mesi prevalente a quella data.

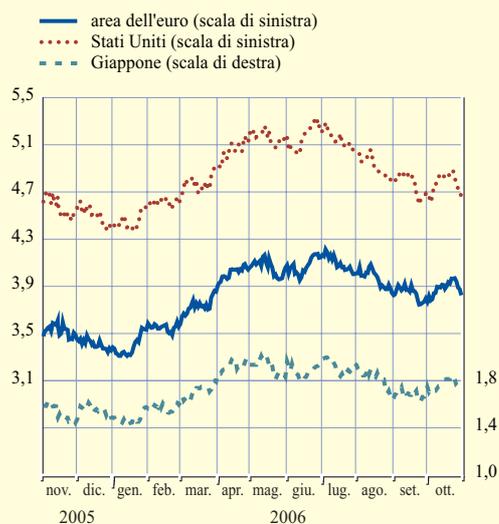
2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In ottobre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono rimasti sostanzialmente invariati, pur avendo registrato nel corso del mese fluttuazioni relativamente ampie. Allo stesso tempo, anche le aspettative di inflazione e i connessi premi al rischio, misurati dai tassi di inflazione di pareggio a lungo termine, non hanno subito variazioni di rilievo. Le dinamiche recenti dei rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti, che sembrano principalmente riconducibili al mutamento delle opinioni degli operatori riguardo all'attività economica futura, hanno influito anche sui rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro.

Nonostante abbiano fatto registrare oscillazioni relativamente ampie nel corso di ottobre, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati sia negli Stati Uniti, sia nell'area dell'euro, interrompendo la tendenza al calo dei rendimenti a lungo termine nominali e reali osservata da inizio luglio (cfr. figura 10). Per quanto riguarda gli Stati Uniti, le preoccupazioni degli investitori per un rallentamento dell'attività economica sembrano essersi attenuate nelle prime settimane di ottobre, forse in risposta alla sostanziale correzione al rialzo dei dati precedentemente pubblicati sull'occupazione USA. Tuttavia, verso la fine del mese l'annuncio di una crescita economica inferiore alle aspettative ha fatto riemergere i timori degli investitori. Nell'area dell'euro la percezione leggermente più ottimistica degli operatori riguardo all'attività economica futura sembra sia stata confortata dai risultati positivi delle indagini e dai dati favorevoli sulla produzione industriale nei maggiori paesi dell'area.

Figura 10 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.

Complessivamente, i rendimenti dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro sono aumentati di circa 5 punti base fra la fine di settembre e il 31 ottobre, collocandosi in quest'ultima data al 3,8 per cento. Negli Stati Uniti i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono invece calati nello stesso periodo di circa 5 punti base, e il 31 ottobre si situavano al 4,7 per cento circa. In Giappone, rispetto a fine settembre i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono leggermente aumentati, risultando pari a fine ottobre all'1,7 per cento. L'andamento della volatilità implicita fa ritenere che l'incertezza degli operatori circa le prospettive per i mercati obbligazionari nel breve termine si sia ridotta tanto nell'area dell'euro quanto negli Stati Uniti.

Negli Stati Uniti l'aumento dei rendimenti dei titoli del Tesoro a lungo termine osservato nelle prime settimane di ottobre è attribuibile ai più elevati rendimenti reali, saliti più di quelli nominali. Una parte considerevole dell'incremento dei rendimenti sia reali sia nominali è probabilmente dovuta a sua volta alla pubblicazione, agli inizi del mese, di nuovi dati che comportavano una sostanziale correzione al rialzo delle precedenti stime sull'occupazione USA. In linea con le aspettative del mercato, il 25 ottobre il FOMC ha deciso di lasciare invariato il tasso obiettivo, e il comunicato stampa che accompagnava la decisione ha prodotto un effetto frenante sui rendimenti per l'intera gamma di scadenze. Il 27 ottobre l'annuncio di una crescita del PIL inferiore alle aspettative per il terzo trimestre ha anch'esso contribuito ad annullare i precedenti guadagni segnati dai rendimenti obbligazionari. Le aspettative di inflazione degli operatori e i connessi premi al rischio – misurati dai tassi di inflazione di pareggio – sono lievemente calati in ottobre negli Stati Uniti, specie sugli orizzonti di medio termine, mentre, nel complesso, i rendimenti delle obbligazioni indicizzate sono leggermente aumentati.

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato sono cresciuti lievemente, per cui il differenziale di rendimento rispetto ai titoli a dieci anni degli Stati Uniti si è leggermente ristretto. L'iniziale aumento

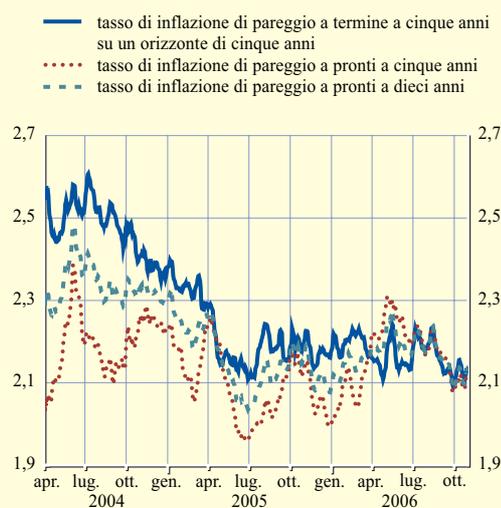
dei rendimenti obbligazionari nominali nell'area dell'euro ha rispecchiato principalmente un incremento dei rendimenti reali, intervenuto sullo sfondo di dati robusti sulla produzione industriale nelle maggiori economie dell'area. Gli indicatori tratti dalle indagini presso le imprese e i consumatori, rivelatisi in certa misura superiori alle attese degli operatori, hanno anch'essi favorito la crescita dei rendimenti obbligazionari. Hanno inoltre contribuito a esercitare pressioni al rialzo sui rendimenti a lungo termine i modesti aumenti delle aspettative del mercato riguardo ai tassi di interesse a breve futuri. Tuttavia, a seguito degli sviluppi intervenuti negli Stati Uniti, i precedenti incrementi dei rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro sono pressoché interamente rientrati nell'ultima settimana di ottobre.

Il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni, che costituisce un indicatore delle aspettative di inflazione di più lungo periodo e dei connessi premi al rischio, è rimasto sostanzialmente invariato, continuando ad oscillare all'interno dell'intervallo ristretto del 2-2,25 per cento (cfr. figura 11). Malgrado il recente calo dell'inflazione armonizzata al consumo nell'area dell'euro, il tasso di inflazione di pareggio quinquennale a pronti è anch'esso rimasto pressoché immutato.

La pubblicazione di dati generalmente favorevoli sull'attività economica e il clima di mercato nell'area dell'euro ha probabilmente contribuito allo spostamento verso l'alto della curva dei tassi a termine *overnight* impliciti sulle scadenze medio-brevi (cfr. figura 12). Per contro, il 5 ottobre la decisione del Consiglio direttivo di innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base, correttamente anticipata dagli operatori, ha prodotto un effetto soltanto modesto sulla struttura per scadenze dei tassi di interesse.

Figura 11 Inflazione di pareggio, a pronti e a termine, ricavata da rendimenti *zero-coupon*

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 12 Tassi di interesse *overnight* a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi *swap*

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



Fonti: stime della BCE e Reuters.

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 stato descritto nel riquadro 4 del numero di gennaio 1999 di questo Bollettino. I dati usati nelle stime sono derivati da contratti *swap*.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In agosto è proseguita la tendenza al rialzo di gran parte dei tassi di interesse delle IFM, rimasti peraltro su livelli relativamente bassi.

In agosto i tassi di interesse a breve termine delle IFM sono generalmente aumentati rispetto al mese precedente. In gran parte dei casi l'incremento è stato all'incirca dello stesso ordine di grandezza di quelli osservati per i corrispondenti tassi del mercato monetario (cfr. tavola 4 e figura 13). Fanno eccezione i tassi di interesse delle IFM sui prestiti per consumi alle famiglie, fortemente cresciuti in agosto. Nel contempo, come avviene solitamente, le variazioni dei tassi di interesse applicati agli scoperti di conto corrente e ai depositi *overnight* sono state meno marcate.

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

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

							Variazione in punti base fino ad agosto 2006 ²⁾		
	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 lug.	2006 ago.	2006 gen.	2006 apr.	2006 lug.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,96	2,14	2,36	2,56	2,69	2,79	59	39	10
con durata prestabilita oltre due anni	2,02	2,18	2,43	2,57	2,79	2,82	39	35	3
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	1,98	1,97	1,98	2,03	2,08	2,23	24	23	15
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,29	2,30	2,37	2,52	2,57	2,63	32	21	6
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,04	2,26	2,48	2,70	2,78	2,91	64	39	13
con durata prestabilita oltre due anni	2,98	3,55	3,34	3,23	3,90	3,56	14	-14	-34
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	6,97	6,73	6,77	7,15	7,32	7,91	84	76	59
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	3,32	3,48	3,74	4,02	4,11	4,23	66	41	12
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni									
	4,00	4,03	4,23	4,51	4,55	4,62	50	27	7
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie									
	5,13	5,14	5,30	5,46	5,52	5,58	35	17	6
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	3,81	3,99	4,23	4,47	4,58	4,67	59	33	9
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni									
	4,06	4,10	4,19	4,40	4,45	4,52	39	33	7
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	2,97	3,24	3,50	3,74	3,84	3,96	75	45	12
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni									
	3,88	3,98	4,22	4,26	4,48	4,45	49	23	-3
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,14	2,47	2,72	2,99	3,10	3,23	72	44	13
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,21	2,80	3,22	3,47	3,58	3,59	73	22	1
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	2,60	3,07	3,47	3,78	3,84	3,75	65	4	-9

Fonte: BCE.

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

2) Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

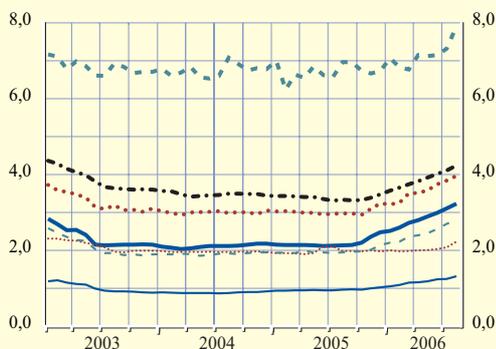
Guardando a un orizzonte più esteso, l'aumento di gran parte dei tassi di interesse a breve termine delle IFM negli ultimi mesi ha seguito da vicino quello dei tassi del mercato monetario, in crescita dal settembre 2005, pur risultando in generale meno pronunciato. Il tasso di mercato a tre mesi, ad esempio, si è innalzato di circa 110 punti base nel periodo settembre 2005-agosto 2006. A titolo di confronto, i tassi di interesse delle IFM sui depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno sono cresciuti approssimativamente di 85 punti base. I tassi di interesse delle IFM sui prestiti con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono saliti dell'ordine di 85-100 punti base.

In agosto i tassi di interesse a lungo termine delle IFM sono cresciuti nella maggior parte dei casi (cfr. tavola 4 e figura 14). Nei mesi appena precedenti essi avevano segnato incrementi minori di quelli osservati per i tassi di mercato di scadenza comparabile. Ciò è probabilmente dovuto al fatto che, di norma, vi è uno sfasamento temporale fra la variazione dei tassi di mercato e il conseguente aggiustamento dei tassi bancari al dettaglio. Al tempo stesso, va notato che i tassi di interesse delle IFM sui depositi con durata prestabilita di oltre due anni delle società non finanziarie hanno segnato forti oscillazioni negli ultimi mesi, e si collocano attualmente a un livello comparabile a quello osservato nel quarto trimestre 2005.

Figura 13 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine

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

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



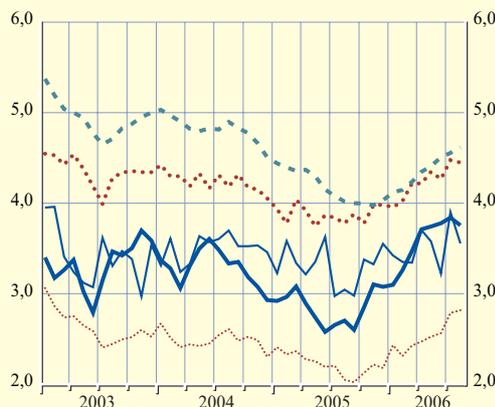
Fonte: BCE.

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

Figura 14 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine

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

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



Fonte: BCE.

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

Sempre in un'ottica di più lungo periodo, la maggioranza dei tassi di interesse a lungo termine delle IFM ha seguito l'andamento ascendente osservato dal settembre 2005 per i corrispondenti tassi di mercato. Gli incrementi – nell'ordine di 50-60 punti base – sono tuttavia rimasti significativamente inferiori a quelli dei tassi di mercato a lungo termine, comprimendo così i relativi margini bancari. Il rendimento dei titoli di Stato quinquennali dell'area dell'euro è ad esempio salito di 115 punti base fra il settembre 2005 e l'agosto 2006, mentre, al confronto, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni sono aumentati di appena 65 punti base circa. Quanto ai prestiti con determinazione iniziale del tasso oltre i cinque anni erogati alle società non finanziarie, nello stesso periodo l'aumento dei tassi sui prestiti di importo superiore a un milione di euro (pari a 60 punti base circa) ha superato quello dei tassi sui prestiti di ammontare inferiore (50 punti base), per cui è venuto meno il significativo differenziale di interesse che aveva caratterizzato i prestiti a lungo termine di dimensioni diverse. Gli incrementi di gran parte dei tassi sui depositi a lungo termine nel periodo settembre 2005-agosto 2006 sono stati considerevolmente inferiori di quelli sui prestiti a lungo termine, con l'unica eccezione dei tassi sui depositi con durata prestabilita di oltre due anni delle famiglie, saliti di 80 punti base.

2.6 MERCATI AZIONARI

Le quotazioni azionarie nei principali mercati hanno continuato ad aumentare in ottobre. I recenti annunci sugli utili e la prosecuzione dell'attività di fusione e acquisizione sembrano aver impartito slancio ai corsi azionari, favorendo nel contempo un'ulteriore riduzione dell'incertezza degli operatori, misurata dalla volatilità del mercato azionario. Verso la fine di ottobre, tuttavia, la pubblicazione di dati indicativi di una diminuzione della crescita economica negli Stati Uniti avrebbe agito in direzione opposta, esercitando pressioni al ribasso sulle quotazioni.

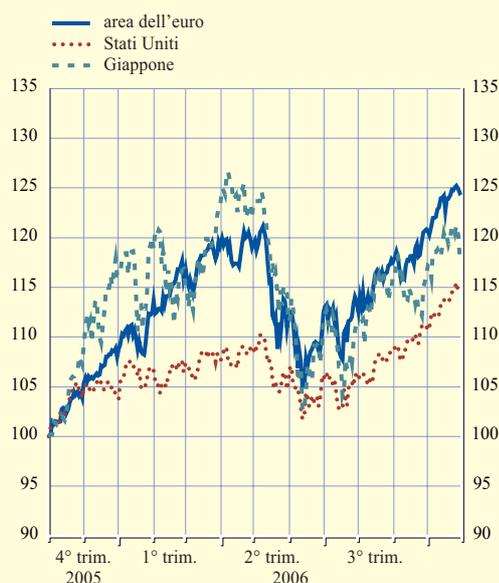
Gli indici ampi dei corsi azionari nei principali mercati hanno continuato ad aumentare in ottobre (cfr. figura 15), grazie a una crescita degli utili ancora vigorosa, alla prosecuzione dell'attività di fusione e acquisizione e a ulteriori decrementi dei prezzi dell'energia. Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurate dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard and Poor's 500, sono aumentate di circa il 3 per cento fra la fine di settembre e il 31 ottobre. Anche l'indice Nikkei 225 del mercato giapponese è moderatamente cresciuto. Nel contempo, l'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita ricavata dalle opzioni su titoli azionari, è ulteriormente diminuita rispetto ai picchi osservati in giugno, collocandosi su livelli relativamente bassi in tutte le principali piazze (cfr. figura 16).

I corsi azionari negli Stati Uniti hanno continuato a crescere in ottobre. Come mostrano i dati finora pubblicati sugli utili delle grandi società statunitensi per il terzo trimestre, la crescita dei profitti resta robusta, risultando generalmente superiore alle previsioni degli analisti. Quella degli utili unitari, benché diminuita rispetto a un anno fa, continua a segnare tassi a due cifre. Inoltre, le quotazioni hanno tratto slancio dagli sviluppi generalmente favorevoli dei prezzi dell'energia. Al tempo stesso, in ottobre l'attenuazione delle aspettative di mercato di un allentamento della politica monetaria USA in un futuro prossimo ha agito in direzione opposta, esercitando temporanee pressioni al ribasso sui corsi delle azioni.

Anche le quotazioni azionarie dell'area dell'euro hanno continuato a salire nel periodo in rassegna, e il 31 ottobre avevano raggiunto livelli ben superiori ai massimi registrati prima della fase di turbolenze di maggio e giugno. La pubblicazione di dati che indicavano la prosecuzione di una crescita

Figura 15 Indici dei corsi azionari

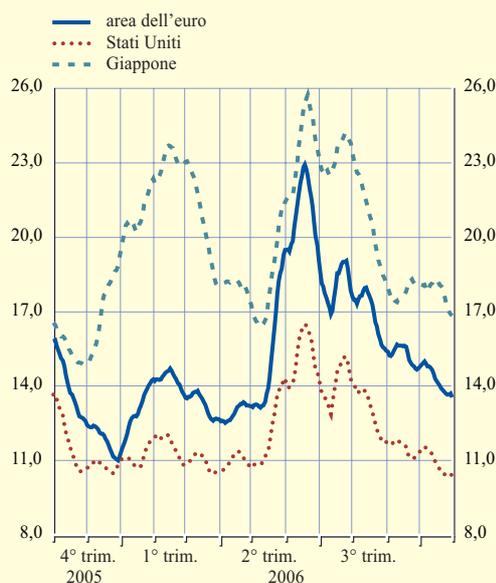
(indice: 1° novembre 2005 = 100; dati giornalieri)



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

Figura 16 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



Fonte: Bloomberg.
Nota: la volatilità implicita riflette le aspettative sulla volatilità dei rendimenti azionari su un periodo fino a 3 mesi, implicate nei prezzi delle opzioni sugli indici di borsa. Gli indici azionari a cui si riferiscono le volatilità implicate 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.

economica robusta nel terzo trimestre, nonché l'intensa attività di fusione e acquisizione ancora in corso, hanno sospinto le quotazioni. In ottobre gli analisti dei mercati azionari prevedevano che la crescita sul periodo corrispondente degli utili unitari delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx sarebbe rimasta vigorosa, pari al 10 per cento circa nei dodici mesi seguenti e all'8 per cento nei prossimi tre-cinque anni. Nel contempo, è ulteriormente diminuita la volatilità implicita, a indicazione di una minore incertezza riguardo all'andamento futuro dei corsi azionari, il che potrebbe senz'altro aver abbassato in qualche misura i premi al rischio richiesti dagli investitori. In parte per effetto degli stessi fattori, gli *spread* applicati ai titoli con rating BBB e ai *credit default swap* nell'area dell'euro si sono ristretti negli ultimi mesi (cfr. il riquadro 4 dal titolo *Prospettive per i differenziali di credito sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro*), dopo aver segnato un balzo in maggio e giugno.

Riquadro 4

LE PROSPETTIVE PER I DIFFERENZIALI DI CREDITO SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE NELL'AREA DELL'EURO

I differenziali di credito sono una misura del premio al rischio che le imprese corrispondono agli investitori per remunerare i diversi rischi associati al debito societario. Fra questi figura in particolare il rischio di insolvenza, che si concretizza quando l'emittente non è in grado

di far fronte al rimborso di quote di capitale e interessi alla scadenza. La capacità di onorare tali obblighi dipende essenzialmente dal valore netto e dalle prospettive di redditività delle imprese, a loro volta influenzati dalla fase corrente del ciclo economico e dalle attese degli investitori circa l'andamento futuro dell'economia. Le informazioni estratte dai differenziali di credito possono pertanto contribuire a conoscere l'opinione del mercato sulla situazione economica delle imprese. Nel contempo, il livello del rischio di credito, come segnalato dai differenziali, riflette anche il contributo di diversi fattori finanziari.

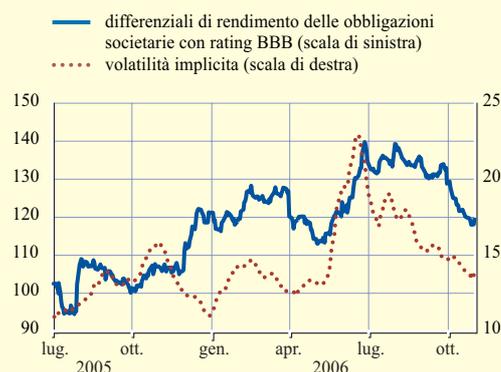
In particolare, le società caratterizzate da una più elevata volatilità delle attività hanno maggiori probabilità di insolvenza. Per detenere le loro obbligazioni, quindi, gli investitori chiederanno un compenso aggiuntivo sotto forma di un maggior differenziale di rendimento rispetto al tasso privo di rischio. Pertanto ci si può attendere una correlazione forte e positiva tra i differenziali di credito e la volatilità implicita dei mercati azionari. I differenziali di rendimento tra titoli societari con merito di credito BBB e titoli di Stato comparabili e la volatilità implicita estratta dall'indice Euro Stoxx 50 sembrano essere caratterizzati da andamenti tendenziali comuni (cfr figura A). Al diminuire della volatilità implicita, i differenziali di credito si riducono e viceversa¹⁾.

In maggio la propensione al rischio degli investitori ha fatto segnare un'inversione di tendenza, la volatilità implicita del mercato azionario è aumentata nettamente e sui mercati del debito societario la probabilità di una rideterminazione del prezzo del rischio è divenuta estremamente elevata. L'ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni societarie e sui *credit default swap* è stato significativo. Dopo la fine di giugno, tuttavia, i differenziali hanno ricominciato a restringersi e, parallelamente, la volatilità del mercato azionario ha fatto segnare una netta riduzione.

Un altro fattore che sostiene la riduzione dei differenziali è la vigorosa crescita degli utili, come evidenziata dai recenti ripetuti picchi della redditività su tutti i principali mercati. Di fatto, i dati di settembre prevedono per i prossimi dodici mesi una crescita dell'utile per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx di circa il 10 per cento sul periodo corrispondente. Unitamente al contenuto livello della volatilità del mercato azionario, la crescita degli utili societari può essere considerata come il principale fattore che attualmente contribuisce a mantenere i differenziali di credito su livelli relativamente bassi. L'andamento della frequenza attesa di insolvenza (*expected default frequency*)²⁾ indica che le prospettive per il credito rimangono an-

Figura A Differenziali di credito e volatilità implicita del mercato azionario

(differenziali di credito in punti base e volatilità implicita in valori percentuali)

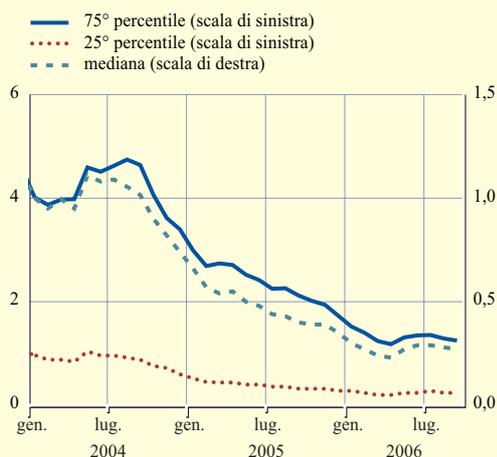


Fonti: Bloomberg, Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

1) Cfr. anche il riquadro *Le determinanti del calo dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie negli ultimi anni* nel numero di gennaio 2005 di questo Bollettino.
 2) La frequenza attesa di insolvenza si definisce come la probabilità condizionata che un'impresa risulti insolvente in un dato orizzonte temporale (di norma un anno) per effetto del mancato rimborso delle quote di interessi o capitale del debito in essere.

Figura B Frequenza attesa dei default di società non finanziarie dell'area dell'euro

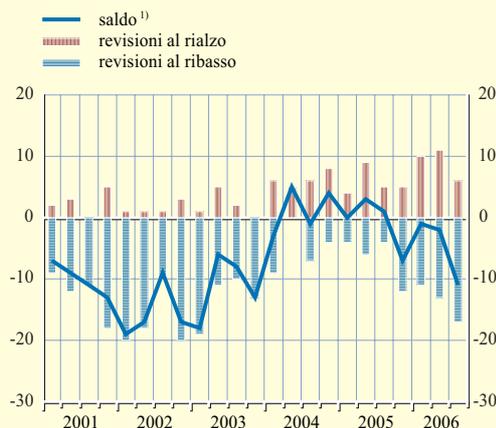
(probabilità espressa in percentuale di default entro i prossimi 12 mesi)



Fonte: Moody's KMV.

Figura C Variazioni di rating nel settore non finanziario

(numero di revisioni al rialzo e al ribasso)



Fonte: Moody's Credit Trends.

1) Il saldo è dato dalla differenza tra il numero delle revisioni al rialzo e quello delle revisioni al ribasso.

cora favorevoli, anche se la frequenza relativa alle imprese con merito di credito inferiore (come indicato dalla probabilità di insolvenza del 75° percentile) ha fatto registrare un lieve incremento negli ultimi quattro mesi (cfr. figura B).

Tuttavia, nonostante l'andamento relativamente favorevole negli ultimi tre mesi e il contenuto livello dei differenziali, è possibile che il contesto generale delle imprese e del mercato del credito segnalino un lieve peggioramento della situazione. La differenza fra le promozioni e i declassamenti di rating per le società non finanziarie è stata negativa negli ultimi quattro trimestri, a indicazione di un'inversione dell'andamento al rialzo osservato fino alla metà del terzo trimestre del 2005 (cfr. figura C). Non si può escludere che la qualità del credito stia lievemente peggiorando sull'onda del crescente numero di attività quali fusioni e acquisizioni finanziate tramite debito, acquisizioni finanziate tramite capitale di prestito (*leveraged buyouts*), riacquisto di azioni e distribuzioni di dividendi straordinari, che spesso hanno un effetto sfavorevole sulla posizione di indebitamento delle società interessate. L'aumento del ricorso alla leva finanziaria da parte delle imprese è inoltre evidenziato dalla crescita della domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie, osservata negli ultimi trimestri e confermata dall'indagine sul credito bancario di ottobre.

Nel complesso il basso livello di volatilità implicita dei mercati azionari, unito al proseguimento dell'andamento vigoroso della redditività, indica che i differenziali di credito potrebbero rimanere su livelli contenuti nel prossimo futuro. Anche se le prospettive per la qualità creditizia delle imprese restano favorevoli, vi sono indicazioni che, nel tempo, qualche aggiustamento possa emergere per effetto dell'aumento dell'indebitamento.

3 PREZZI E COSTI

In settembre l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro è scesa al di sotto del 2 per cento, principalmente a causa di effetti base e di una flessione dei corsi petroliferi, e dovrebbe essere rimasta al di sotto di tale valore anche in ottobre. I prezzi al consumo, al netto dei beni energetici, hanno avuto un'evoluzione sostanzialmente in linea con lo scenario di base contenuto nelle ultime proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE (settembre 2006). Guardando al futuro, in base ai contratti future sul petrolio, l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe aumentare ancora nei prossimi mesi, a causa di effetti base e degli aumenti delle imposte indirette. Inoltre, sebbene le pressioni sui prezzi interni siano rimaste contenute, soprattutto quelle derivanti dal costo del lavoro, l'effetto ritardato degli scorsi rincari del petrolio e di altre materie prime dovrebbe esercitare ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi al consumo. L'andamento dei prezzi alla produzione, in particolare per i beni intermedi, indica che permangono spinte inflazionistiche. Nel complesso, i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio rimangono chiaramente orientati verso l'alto.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER OTTOBRE 2006

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in ottobre l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo è scesa all'1,6 per cento, dall'1,7 di settembre (cfr. tavola 5). Sebbene i dati disaggregati per le componenti dell'indice non saranno pubblicati prima di metà novembre, le informazioni attualmente disponibili ricavate dal Bollettino del petrolio settimanale della Commissione europea indicano un'ulteriore lieve flessione nella crescita sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti energetici petroliferi.

INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A SETTEMBRE 2006

In settembre l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro è scesa sensibilmente all'1,7 per cento, dal 2,3 del mese precedente (cfr. figura 17). Questa netta flessione e quelle più contenute osservate nei due mesi precedenti sono imputabili principalmente dalla dinamica dei prezzi dei beni energetici. In settembre la crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto degli alimentari freschi e dei beni energetici è rimasta invariata, all'1,5 per cento.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2004	2005	2006 mag.	2006 giu.	2006 lug.	2006 ago.	2006 set.	2006 ott.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	2,2	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6
Beni energetici	4,5	10,1	12,9	11,0	9,5	8,1	1,5	.
Alimentari non trasformati	0,6	0,8	1,5	2,1	3,2	3,9	4,6	.
Alimentari trasformati	3,4	2,0	2,2	2,2	2,3	2,2	1,8	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8	.
Servizi	2,6	2,3	1,8	2,0	2,1	1,9	2,0	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,3	4,1	6,0	5,8	6,0	5,7	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	30,5	44,6	55,7	55,4	58,8	57,8	50,3	47,7
Prezzi delle materie prime non energetiche	10,8	9,4	31,5	22,0	26,7	26,8	26,4	28,7

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

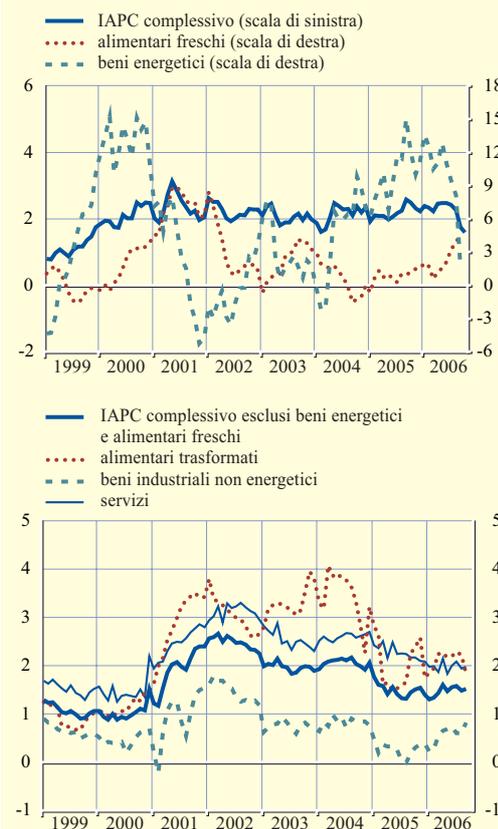
1) Il dato sullo IAPC di ottobre 2006 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Sempre in settembre la crescita sui dodici mesi dei prezzi delle componenti energetiche dello IAPC è scesa di 6,6 punti percentuali, all'1,5 per cento. Circa la metà di questo calo è imputabile a un effetto base conseguente ai forti rincari petroliferi dello scorso anno (in seguito agli uragani Katrina e Rita), mentre l'altra metà è riconducibile a una flessione sul mese precedente dei prezzi dei beni energetici, calati del 3,2 per cento in settembre. Il marcato incremento dello scorso anno e il consistente calo di quest'anno sono ascrivibili in parte al diverso andamento dei prezzi del greggio e della benzina (cfr. il riquadro 5).

In settembre la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è salita ulteriormente al 4,6 per cento, in netto aumento rispetto ai tassi osservati all'inizio dell'anno (l'incremento più contenuto, dello 0,6 per cento, è stato registrato in marzo). Questa accelerazione è stata determinata in prevalenza dai prezzi degli ortofrutticoli, molto probabilmente in seguito alle condizioni di siccità e caldo estremo durante gran parte dell'estate, e in certa misura dai rincari della carne. Il tasso di variazione corrente è lievemente superiore a quello osservato nel settembre 2003, allorché l'accelerazione dei prezzi degli alimentari freschi segnò un picco a causa delle condizioni meteorologiche estreme in quell'estate.

Figura 17 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Riquadro 5

ANDAMENTI RECENTI DEI PREZZI DEL PETROLIO E DELLA BENZINA

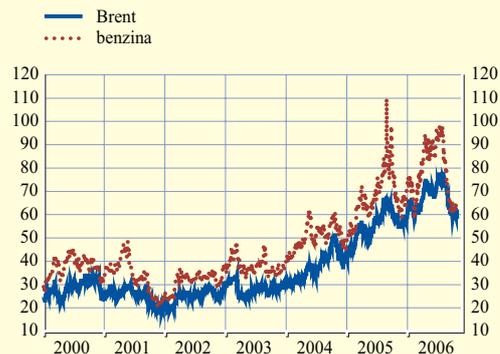
Dalla metà di agosto i corsi del greggio si sono ridotti significativamente. In particolare, alla fine di ottobre il prezzo del petrolio di qualità Brent era sceso da più di 78 a meno di 60 dollari al barile. Tale diminuzione è stata accompagnata da un calo dei prezzi al consumo dei beni energetici connessi al petrolio. Tuttavia, sebbene i corsi del greggio siano un fattore chiave alla base dei prezzi al consumo dei prodotti energetici petroliferi, sembra che anche le flessioni del margine di raffinazione abbiano esercitato un notevole impatto negli ultimi mesi. Questo riquadro fornisce ulteriori indicazioni su tali andamenti ¹⁾.

Negli ultimi mesi i corsi del greggio sono scesi in misura significativa rispetto al massimo storico raggiunto all'inizio di agosto, evidenziando una diminuzione pari approssimativamente al 25 per cento

1) Per una discussione della relazione tra i prezzi del greggio e della benzina, cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei prezzi del petrolio e della benzina* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino.

Figura A Prezzi del petrolio

(dollari USA al barile; dati giornalieri)

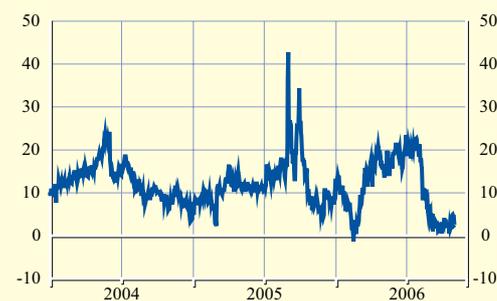


Fonte: Bloomberg.

Nota: i dati si riferiscono al prezzo del Brent scambiato all'Intercontinental Exchange e al prezzo della benzina senza piombo scambiata al New York Mercantile Exchange con consegna franco a bordo (f.o.b.) al porto di New York. L'ultima rilevazione si riferisce al 31 ottobre 2006.

Figura B Differenziali di prezzo fra benzina e petrolio greggio

(dollari USA al barile; dati giornalieri)



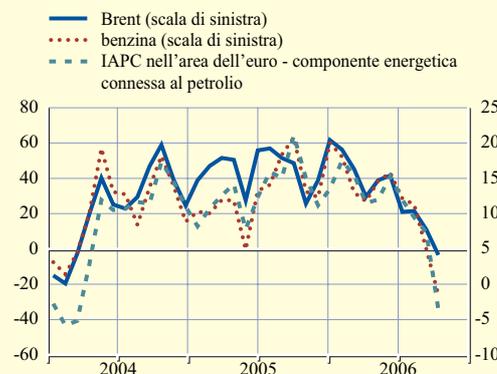
Fonte: Bloomberg.

Nota: i dati si riferiscono al differenziale di prezzo tra il Brent scambiato all'Intercontinental Exchange e la benzina senza piombo scambiata al New York Mercantile Exchange con consegna franco a bordo (f.o.b.) al porto di New York. L'ultima rilevazione si riferisce al 31 ottobre 2006.

(cfr. figura A). I prezzi della benzina sono calati in misura ancora maggiore, mostrando una contrazione del 35 per cento circa nello stesso periodo. Pertanto, la differenza tra il prezzo del greggio di qualità Brent e quello della benzina (il margine di raffinazione) si è ridotto notevolmente, passando da un livello di circa 20 dollari al barile all'inizio di agosto a uno prossimo allo zero a metà ottobre (cfr. figura B). Il restringimento del differenziale rispecchia innanzitutto l'allentamento della recente tensione del mercato della benzina negli Stati Uniti, che ha consentito ai prezzi corrispondenti di diminuire più rapidamente dei prezzi del greggio. Come argomentato nel riquadro di un anno fa (cfr. la nota 1), variazioni di rilievo nel mercato statunitense possono avere un effetto sui prezzi a livello internazionale. Alcuni dei fattori chiave alla base della recente riduzione dei prezzi della benzina sono stati la stagione degli uragani tropicali relativamente buona nel Golfo del Messico e la regolare transizione a nuove specifiche di prodotto (per esempio, prodotti miscelati con etanolo) negli Stati Uniti, i quali hanno permesso che la *driving season*, un periodo caratterizzato tradizionalmente da una forte domanda di benzina, terminasse senza grandi turbative per la raffinazione. Inoltre, scorte di benzina insolitamente elevate per questo periodo dell'anno negli Stati Uniti hanno contribuito a esercitare un'ulteriore pressione al ribasso sui prezzi. La diminuzione del margine di raffinazione è in particolare contrasto con la situazione prevalente in agosto e settembre 2005, allorché i danni provocati dagli uragani Katrina e Rita alle infrastrutture energetiche del Golfo del Messico hanno spinto verso l'alto i prezzi della benzina raffinata e determinato un forte aumento della differenza tra i corsi del greggio e della benzina.

Figura C Prezzo del petrolio e prezzo al consumo dei beni energetici connessi al petrolio

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Bloomberg, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono al prezzo del Brent scambiato all'Intercontinental Exchange e al prezzo della benzina senza piombo scambiata al New York Mercantile Exchange con consegna franco a bordo (f.o.b.) al porto di New York, entrambi espressi in euro. La componente energetica connessa al petrolio dello IAPC dell'area dell'euro si riferisce ai carburanti liquidi e ai carburanti e lubrificanti per il trasporto privato.

In media, nel periodo 2004-2006 le fluttuazioni del margine di raffinazione sono state generalmente più volatili rispetto a quelle del periodo precedente a partire dal 1990. Pertanto, esse hanno inciso sensibilmente sugli andamenti dei prezzi energetici al consumo connessi al petrolio²⁾ nell'area dell'euro (cfr. figura C). Ciò è risultato particolarmente evidente nel settembre 2005, allorché il tasso di variazione sui dodici mesi dei corsi del greggio è calato, mentre quelli della benzina e della componente energetica dello IAPC connessa al petrolio sono aumentati. Analogamente, nel settembre 2006 i tassi di variazione sui dodici mesi di queste ultime hanno segnato una flessione più netta di quello del greggio.

Quanto alle implicazioni future, va rilevato che in una prospettiva di più lungo periodo l'attuale divario tra i prezzi della benzina e del greggio sembra relativamente ridotto. Dal 1990 la differenza media tra i corsi della benzina e del greggio è ammontata a 7,7 dollari. Considerando solo il periodo intercorso dall'inizio del 2004, la differenza media è stata più elevata e pari a 12,2 dollari. Dal momento che non si può escludere che il livello di questo margine, attualmente basso, possa salire, ciò implicherebbe il rischio di un'eventuale pressione verso l'alto sui prezzi energetici al consumo connessi al petrolio.

2) I prezzi dei beni energetici connessi al petrolio si riferiscono alla componente dello IAPC relativa ai carburanti liquidi e ai carburanti e lubrificanti per il trasporto privato.

Come indicato in precedenza, in settembre la crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici è rimasta invariata. Ciò tuttavia riflette andamenti differenziati per i prezzi degli alimentari trasformati e per quelli dei beni industriali non energetici e dei servizi. In settembre il tasso di variazione dei prezzi degli alimentari trasformati è calato, principalmente a causa di un effetto base riconducibile all'impatto dell'incremento delle imposte sui tabacchi in Germania nel settembre 2005. La crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici è aumentata di 0,2 punti percentuali, allo 0,8 per cento. Questa accelerazione è stata indotta principalmente dall'andamento dei prezzi di abbigliamento e calzature, su cui hanno influito alcuni fattori statistici in Italia e Portogallo. Sempre in settembre la crescita sui dodici mesi dei prezzi nei servizi è aumentata al 2,0 per cento, dall'1,9 di agosto, principalmente per effetto della dinamica dei prezzi di telecomunicazioni e istruzione.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

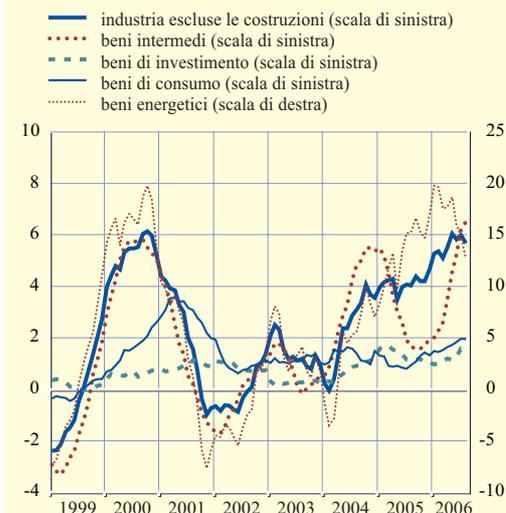
Dopo la pubblicazione dell'ultimo numero di questo Bollettino, non sono stati resi disponibili nuovi dati relativi all'indice dei prezzi alla produzione nell'industria nell'area dell'euro. Sebbene in agosto la crescita sui dodici mesi dell'indice (al netto delle costruzioni) sia calata di 0,3 punti percentuali, al 5,7 per cento (cfr. figura 18), l'andamento dei prezzi alla produzione al netto dei beni energetici è rimasto tendenzialmente al rialzo. Ciò è ascrivibile principalmente ai prezzi dei beni intermedi, che hanno registrato la crescita più elevata da oltre un decennio. Inoltre, il tasso di crescita dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è aumentato negli ultimi dodici mesi, sebbene a un ritmo più contenuto.

Le informazioni disponibili a livello nazionale sui prezzi alla produzione in settembre indicano un quadro sostanzialmente simile a quello registrato in agosto; vale a dire, la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione potrebbe calare ulteriormente, a causa dell'andamento dei prezzi dei beni energetici, ma l'inflazione dei prezzi alla produzione al netto dei beni energetici dovrebbe rimanere sostanzialmente invariata, a un livello elevato.

Gli indicatori di prezzo delle indagini congiunturali disponibili per settembre (i dati di ottobre non erano disponibili al momento della stesura di questo Bollettino) hanno segnalato forti pressioni sui

Figura 18 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 19 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



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

prezzi degli input sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, sebbene in quest'ultimo settore si sia registrata una lieve attenuazione (cfr. figura 19). Analogamente, l'indice dei prezzi applicati alla clientela è rimasto su livelli elevati in entrambi i settori, suggerendo che le imprese sono riuscite a trasferire in parte i rincari degli input ai clienti.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Con la pubblicazione dei dati sui redditi per occupato (dopo quelli su retribuzioni contrattuali e costo orario del lavoro) nel secondo trimestre del 2006, sono attualmente disponibili le informazioni sui tre principali indicatori del costo del lavoro nell'area. Ciascuno di questi indicatori mostra un movimento al rialzo rispetto ai tassi medi registrati nel 2005 (cfr. tavola 6 e figura 20). Nel secondo trimestre del 2006 la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è aumentata al 2,1 per cen-

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2004	2005	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,4
Costo orario complessivo del lavoro	2,3	2,2	2,3	1,8	2,0	2,2	2,4
Redditi per occupato	2,1	1,6	1,4	1,5	1,9	1,9	2,1
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	1,0	0,7	0,5	0,9	1,0	1,2	1,4
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,1	0,9	0,9	0,5	0,8	0,8	0,6

Fonte: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

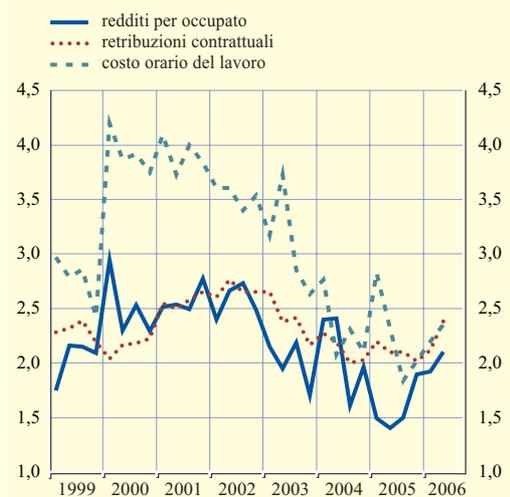
to, dall'1,9 del trimestre precedente. Nonostante questa generale accelerazione degli indicatori del costo del lavoro, tuttavia, è da notare che su di essi hanno influito in certa misura alcuni fattori temporanei connessi a pagamenti *una tantum* a livello nazionale. Quindi, malgrado il recente rialzo, e in assenza di ulteriori accelerazioni, la dinamica del costo del lavoro nell'area dovrebbe essere rimasta relativamente moderata nella prima metà del 2006.

Tale opinione è avvalorata dall'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto; infatti, l'accelerazione ciclica della produttività del lavoro in linea con l'attività economica ha contribuito, insieme alla moderata dinamica salariale, a contenere il tasso di crescita sui dodici mesi allo 0,6 per cento nel secondo trimestre.

Gli andamenti del costo del lavoro a livello settoriale devono essere interpretati con cautela a causa della loro variabilità e perché soggetti a correzioni. Per quanto riguarda l'andamento nell'industria, si è registrato un costante incremento della crescita dei redditi per occupato dall'inizio del 2005 (cfr. figura 21). Questa accelerazione tuttavia potrebbe essere in parte ascrivibile all'aumento ciclico del numero medio di ore lavorate nell'industria: tale ipotesi è confermata dall'andamento di fondo del costo orario del lavoro nel comparto. Quest'ultima serie mostra un accentuato carattere stagionale, ancorché volatile, e con tutta probabilità il picco registrato nel secondo trimestre del 2006 è imputabile a determinati pagamenti *una tantum*. Passando alla dinamica del costo del lavoro per i servizi di mercato, negli ultimi tre anni la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è rimasta più stabile, lievemente al di sotto del 2 per cento.

Figura 20 Indicatori del costo del lavoro

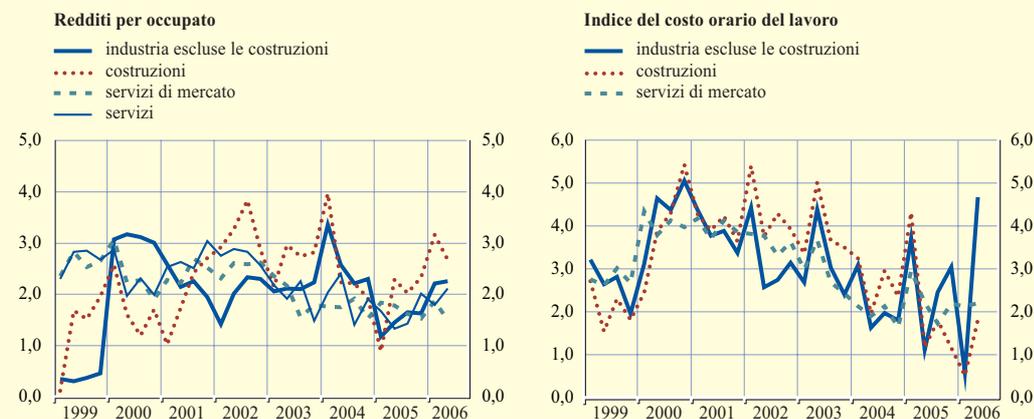
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 21 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Tale quadro è sostanzialmente confermato dai dati sull'indice del costo orario del lavoro per i servizi di mercato.

Nel complesso, le pressioni inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro dovrebbero essere rimaste contenute, nonostante la generale accelerazione del costo del lavoro nel secondo trimestre. Tuttavia, l'andamento nel terzo trimestre deve essere analizzato con particolare attenzione al fine di valutare se l'accelerazione nel secondo trimestre sia stata effettivamente di natura transitoria.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

La flessione dei corsi petroliferi da agosto ha determinato un significativo calo dell'inflazione armonizzata nell'area a livelli al di sotto del 2 per cento. Guardando al futuro, sulla delle quotazioni correnti dei contratti *future* sul petrolio, gli effetti base derivanti dal calo dei prezzi del greggio alla fine del 2005 e il probabile impatto dell'aumento dell'IVA in Germania nel gennaio 2007 dovrebbero determinare nei prossimi mesi un ulteriore aumento dell'inflazione armonizzata nell'area. Tale valutazione è ampiamente condivisa dagli analisti del settore privato, che per il 2007 prevedono un'inflazione al 2,1 per cento (cfr. il riquadro 6).

Per quanto concerne le spinte inflazionistiche di fondo, il recente calo dei prezzi petroliferi dovrebbe avere solo un lieve influsso moderatore, considerando il ritardo con cui gli effetti indiretti si trasmettono alla catena produttiva. Inoltre, sia alla produzione sia al consumo si registrano segnali di spinte al rialzo riconducibili agli effetti indiretti degli scorsi rincari della materie prime petrolifere e non petrolifere. Le altre pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro, in particolare quelle derivanti dal costo del lavoro, dovrebbero aumentare solo lentamente, in ragione delle aspettative sul protrarsi della moderazione salariale.

Queste prospettive rimangono caratterizzate da diversi rischi, chiaramente al rialzo, inclusa una trasmissione degli scorsi rincari del petrolio ai prezzi al consumo più ampia di quanto si valuti attualmente. Inoltre, l'andamento dei prezzi amministrati e delle imposte indirette continua a essere fonte di rischi al rialzo, né si possono escludere ulteriori rincari del petrolio. Cosa più importante, tenuto conto del favorevole andamento della crescita economica e della migliore situazione del mercato del lavoro, una dinamica salariale più vigorosa di quanto si preveda al momento porrebbe significativi rischi al rialzo per l'andamento dei prezzi.

Riquadro 6

I RISULTATI DELLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE PER IL QUARTO TRIMESTRE DEL 2006

Questo riquadro presenta i risultati della Survey of Professional Forecasters (SPF) per il quarto trimestre del 2006, condotta dalla BCE tra il 17 e il 23 ottobre 2006. L'SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sulla crescita del PIL e sulla disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea. Le previsioni si riferiscono all'intera area dell'euro, inclusa la Slovenia a partire dal 2007. È importante tenere presente che, alla luce della diversità del campione di partecipanti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive.

Risultati della Survey of Professional Forecasters, di Consensus Economics e dell'Euro Zone Barometer

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Orizzonte di previsione					
	2006	settembre 2007	2007	settembre 2008	2008	A più lungo termine ²⁾
IAPC complessivo						
SPF, 4° trim. 2006	2,2	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9
Precedente SPF, 3° trim. 2006	2,3	-	2,1	-	1,9	1,9
Consensus Economics (ottobre 2006)	2,3	-	2,2	-	1,9	1,9
Euro Zone Barometer (ottobre 2006)	2,2	-	2,2	-	1,9	1,9
Crescita del PIL in termini reali						
SPF, 4° trim. 2006	2,6	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Precedente SPF, 3° trim. 2006	2,2	-	1,8	-	2,0	2,1
Consensus Economics (ottobre 2006)	2,6	-	1,9	-	1,9	1,9
Euro Zone Barometer (ottobre 2006)	2,5	-	1,8	-	1,9	1,9
Tasso di disoccupazione¹⁾						
SPF, 4° trim. 2006	7,9	7,6	7,6	7,4	7,4	7,0
Precedente SPF, 3° trim. 2006	7,9	-	7,7	-	7,5	7,0
Consensus Economics (ottobre 2006)	7,9	-	7,6	-	-	-
Euro Zone Barometer (ottobre 2006)	7,9	-	7,7	-	7,6	7,1

1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine nella presente SPF si riferiscono al 2011. Nell'Euro Zone Barometer si riferiscono al 2010 e al periodo 2012-2016 nelle previsioni di Consensus Economics.

Aspettative di inflazione per il 2006, il 2007 e il 2008

Nel complesso, le attese sull'inflazione per il 2006 sono state riviste lievemente al ribasso. Attualmente si prevede che l'inflazione misurata sullo IAPC si collochi al 2,2 per cento nel 2006, con una correzione al ribasso di 0,1 punti percentuali rispetto alla precedente indagine per il terzo trimestre del 2006 (cfr. tavola)¹⁾. Questa correzione è dovuta principalmente alla forte flessione dei corsi petroliferi in agosto e settembre, che a sua volta ha determinato un tasso di inflazione inferiore alle attese negli ultimi mesi. Nonostante il recente calo dei prezzi del greggio, la media delle attese di inflazione per il 2007 è rimasta invariata, al 2,1 per cento. Ciò sembra rispecchiare aspettative di una maggiore crescita, ma anche valori di inflazione attesa che, nella precedente indagine, risultavano più bassi rispetto ad altre previsioni disponibili. La previsione dell'SPF per il 2007 rimane 0,1 punti percentuali al di sotto di quelle formulate di recente da Consensus Economics ed Euro Zone Barometer. I partecipanti all'SPF prevedono che nel 2008 l'inflazione scenderà all'1,9 per cento in media, invariata rispetto alla precedente indagine e in linea con i dati più recenti di Consensus Economics ed Euro Zone Barometer. Come per il 2007, si stima che una vigorosa domanda interna possa causare spinte al rialzo, che tuttavia potrebbero essere compensate dal rallentamento dell'economia mondiale.

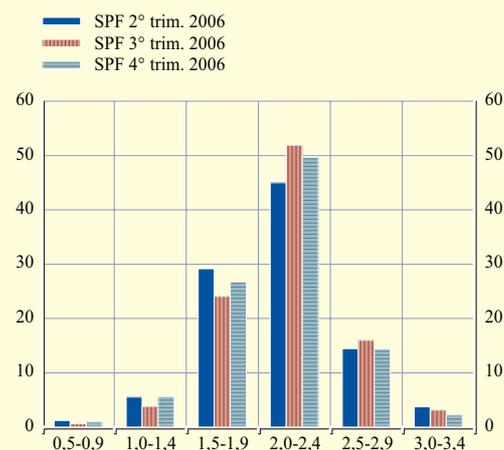
Ai partecipanti inoltre è stato chiesto di assegnare una distribuzione di probabilità alle loro previsioni. Questa distribuzione fornisce informazioni sulle probabilità che i risultati futuri si collochino all'interno di un determinato intervallo. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte permette inoltre di desumere il modo in cui i partecipanti valutano, in media, il rischio che il risultato effettivo si collochi al di sopra o al di sotto dell'in-

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

tervallo più probabile. La figura A, che riporta le distribuzioni aggregate di probabilità relative alle ultime tre inchieste per il tasso medio annuo d'inflazione armonizzata nel 2007, mostra un lieve spostamento della distribuzione di probabilità verso valori più bassi rispetto alla precedente indagine. Vi sarebbero anche alcuni rischi al ribasso, dato che gran parte della distribuzione rientra in un intervallo al di sotto di quello più probabile. Tuttavia, i partecipanti, allorché esplicitano le loro valutazioni dei rischi, indicano prevalentemente quelli al rialzo, particolarmente in relazione al futuro andamento dei corsi petroliferi e a provvedimenti governativi che incidono sull'inflazione. La dinamica salariale dovrebbe rimanere in larga misura sotto controllo, in quanto si stima che la globalizzazione possa contribuire a contenere la crescita dei salari. Tuttavia, in un contesto caratterizzato da una crescita vigorosa, alcuni partecipanti prevedono un rischio di incrementi salariali riconducibile a effetti di secondo impatto. Si stima che le prospettive per l'inflazione nel 2008 siano caratterizzate da evidenti rischi al rialzo.

Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione nel 2007 (Survey of Professional Forecasters, ultime tre inchieste ¹⁾)

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

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

Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

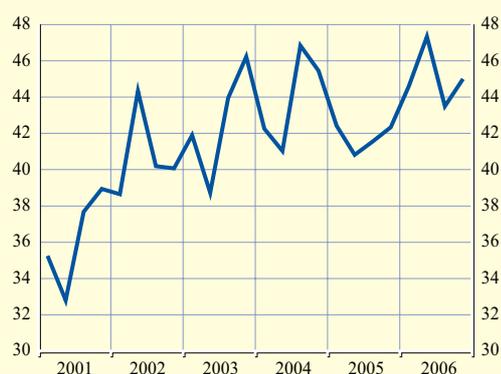
Le aspettative di inflazione a più lungo termine (cinque anni) sono rimaste invariate per la ventesima SPF consecutiva, all'1,9 per cento, risultando in linea con le stime fornite in ottobre da Consensus Economics per l'orizzonte da sei a dieci anni, nonché con quelle per il 2010 di Euro Zone Barometer. Tuttavia, come attesta la figura B, la probabilità che l'inflazione a più lungo termine possa essere pari o superiore al 2,0 per cento è di nuovo leggermente aumentata, indicando un lieve incremento nella percezione di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Nondimeno, tale probabilità è rimasta al di sotto del valore massimo osservato nel secondo trimestre del 2006.

I risultati dell'SPF inoltre possono essere raffrontati con il tasso di inflazione di pareggio, un indicatore delle aspettative di inflazione a più lungo termine degli operatori di mercato misurate dal differenziale di rendimento fra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione²⁾. I tassi di inflazione di pareggio a dieci anni, desunti dai titoli di Stato indicizzati francesi (collegati allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei tabacchi) con scadenza nel 2015, sono calati dall'agosto di quest'anno (cfr. figura C). Analogamente, il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni ha seguito complessivamente un andamento al ribasso dalla metà del 2006. Tuttavia, non bisognerebbe interpretare i tassi di inflazione di pareggio come misure dirette delle aspettative di inflazione, in ragione del fatto che possono incorporare diversi premi per il rischio (come, ad esempio, un premio per l'incertezza sull'inflazione e un premio per la liquidità). Di conseguenza, l'evoluzione dei tassi di pareggio può in parte riflettere

2) Cfr. anche l'articolo *Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.

Figura B Probabilità che l'inflazione si collochi su un valore uguale o superiore al 2 per cento dopo cinque anni

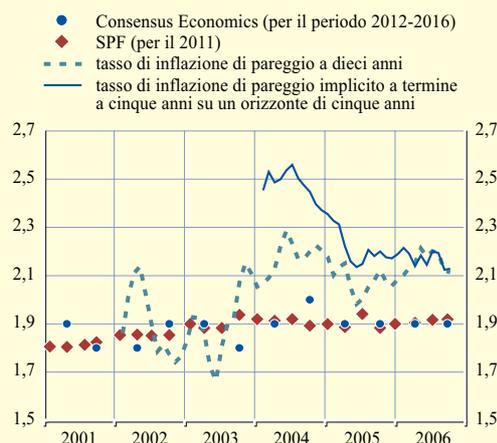
(valori percentuali)



Fonte: BCE.

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Consensus Economics, BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE. Nota: il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni è derivato su obbligazioni con scadenza nel 2012 fino a marzo 2005 e, successivamente a tale data, su obbligazioni con scadenza nel 2015.

un maggiore livello di incertezza tra gli investitori circa l'inflazione futura e, quindi, la propensione degli stessi a pagare un premio per tutelarsi dal relativo rischio.

Aspettative per la crescita del PIL in termini reali

Rispetto alla precedente indagine, le aspettative per la crescita del PIL in termini reali nel 2006 sono state riviste al rialzo di 0,4 punti percentuali e attualmente si collocano al 2,6 per cento. Questa revisione al rialzo riflette principalmente un rafforzamento della crescita più vigoroso del previsto nella prima metà del 2006, nonché valori attesi più elevati per la domanda interna (soprattutto consumi privati e investimenti). In aggiunta, anche le aspettative sulla domanda esterna sono state riviste al rialzo, riflettendo in larga misura il protrarsi della vigorosa espansione dell'economia mondiale. Nel 2007 e nel 2008 quindi la crescita del PIL in termini reali dovrebbe scendere intorno al 2,0 per cento, riflettendo principalmente un rallentamento dell'economia mondiale. Si stima che nei tre anni in esame i rischi per le prospettive di crescita siano prevalentemente verso il basso. Le attese di crescita per il 2006, il 2007 e il 2008 contenute nell'SPF sono sostanzialmente in linea con quelle di Consensus Economics e di Euro Zone Barometer. Le aspettative per la crescita a più lungo termine (per il 2011) sono state riviste al ribasso di 0,1 punti percentuali e ora si collocano al 2,0 per cento. Stando alla maggior parte degli esperti, le prospettive di crescita a più lungo termine dipendono in larga misura da ulteriori riforme strutturali del mercato del lavoro e dei sistemi previdenziali. In genere si pone in risalto che mercati più flessibili ed efficienti condurranno a una maggiore produttività del lavoro e a una crescita più sostenuta.

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

Il tasso di disoccupazione per il 2006 è rimasto invariato al 7,9 per cento, mentre per il 2007 e il 2008 è stato rivisto al ribasso di 0,1 punti percentuali, collocandosi attualmente al 7,6 e al 7,4

per cento rispettivamente. Secondo i partecipanti all'SPF, nell'orizzonte dell'indagine il livello di disoccupazione dovrebbe migliorare per effetto della vigorosa ripresa economica e a seguito delle riforme introdotte nel mercato del lavoro. Si stima che i rischi siano orientati verso il basso nel 2006, ma più che altro verso l'alto per il 2007 e il 2008. In base alle spiegazioni di ordine qualitativo fornite dagli intervistati, i rischi al rialzo che caratterizzano le previsioni sul tasso di disoccupazione nel 2007 e nel 2008 sono principalmente connessi a quelli al ribasso per il ritmo di crescita economica e alla possibilità che si intensifichi il processo di delocalizzazione delle imprese dell'area in paesi con costi inferiori. Il tasso di disoccupazione atteso per il 2011 si colloca al 7,0 per cento, invariato rispetto alla precedente indagine. I rischi desunti dalla distribuzione aggregata delle probabilità appaiono nettamente orientati verso l'alto. Gli intervistati danno particolare importanza al fatto che la flessione del tasso di disoccupazione nell'orizzonte a più lungo termine sia in larga misura subordinata a ulteriori riforme del mercato del lavoro e a fattori demografici.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La seconda stima dell'Eurostat relativa alla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel secondo trimestre ha confermato i ritmi sostenuti di espansione dell'economia dell'area nella prima metà dell'anno. Inoltre, la scomposizione settoriale dell'occupazione e dell'attività mostra che lo slancio dell'attività economica è stato generalizzato. La crescita è trainata principalmente dalla domanda interna, in particolare dagli investimenti, e sostenuta dal miglioramento delle condizioni dei mercati del lavoro. Gli ultimi indicatori congiunturali disponibili, inclusi la produzione industriale e i dati delle indagini, suggeriscono che l'espansione è rimasta robusta nel terzo trimestre, sebbene leggermente inferiore ai tassi osservati nella prima metà dell'anno, grazie al supporto di fattori sia interni sia esterni. I rischi per tale scenario permangono sostanzialmente bilanciati nel breve termine. Su un orizzonte temporale più lungo, vi sono rischi verso il basso connessi a un disordinato riassorbimento degli squilibri mondiali, alle pressioni protezionistiche e alla possibilità di nuovi aumenti dei corsi petroliferi.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

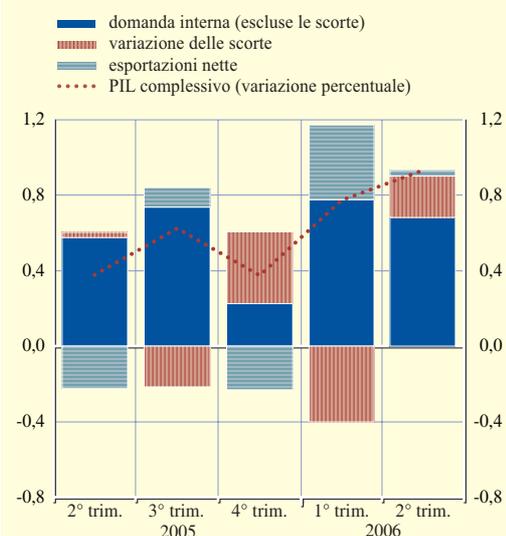
La seconda stima dei dati di contabilità nazionale diffusa dall'Eurostat ha confermato che il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,9 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre, dallo 0,8 del primo trimestre (cfr. figura 22). Rispetto a un anno prima, nel secondo trimestre il PIL dell'area è aumentato del 2,7 per cento, a seguito di una revisione al rialzo di 0,1 punti percentuali dalla prima stima. La seconda stima, che comprende alcune lievi correzioni delle componenti della spesa, conferma che la principale determinante dell'attività economica nel secondo trimestre è stata la domanda interna al netto delle scorte. Questa ha concorso per 0,7 punti percentuali alla crescita del PIL, dato invariato rispetto alla prima stima.

Gli investimenti hanno evidenziato una dinamica vivace nel secondo trimestre, raggiungendo un tasso di crescita trimestrale del 2,1 per cento. Come menzionato nel riquadro 7, la relativa scomposizione settoriale mostra che il vigore degli investimenti è risultato generalizzato all'intera area dell'euro. Nel contempo, la crescita dei consumi privati e di quelli collettivi è scesa rispettivamente allo 0,3 e allo 0,5 per cento sul trimestre precedente. I dati relativi ai consumi collettivi sono stati rivisti lievemente al rialzo (di 0,1 punti percentuali) nella seconda stima sia per il primo che per il secondo trimestre.

Il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL è stato quasi neutrale nel secondo trimestre, dopo l'apporto positivo di 0,4 punti percentuali nel primo trimestre. Tale andamento risulta ascrivibile al fatto che le esportazioni hanno segnato una decelerazione più accentuata delle importazioni. Rispetto alla prima stima, il contributo delle esportazioni nette è stato rivisto al ribasso di 0,1 punti percentuali nel secondo trimestre, mentre l'apporto delle scorte è stato corretto al rialzo in misura equivalente.

Figura 22 Crescita del PIL a prezzi costanti e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

ANDAMENTI RECENTI DEGLI INVESTIMENTI NELL'AREA DELL'EURO

Nella prima metà del 2006 gli investimenti nell'area dell'euro sono aumentati del 2,2 per cento rispetto al secondo semestre dell'anno precedente, dopo l'incremento del 2,0 per cento osservato nella seconda metà del 2005. Tale andamento corrisponde al maggiore tasso di espansione sul semestre precedente registrato dalla seconda metà del 2000, quando era stato pari al 3,0 per cento. Gli investimenti sono stati pertanto una delle principali determinanti alla base della favorevole dinamica complessiva dell'attività economica nell'area dell'euro nella prima metà del 2006. Questo riquadro illustra in maggior dettaglio gli andamenti degli investimenti nell'area dell'euro fino al secondo trimestre di quest'anno.

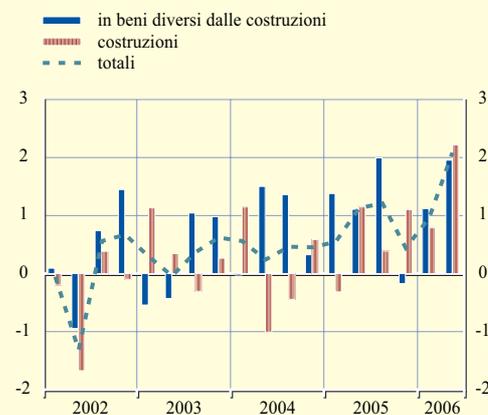
L'accelerazione degli investimenti nella prima metà del 2006 è stata generalizzata, riflettendo elevati tassi di crescita sia degli investimenti in costruzioni sia degli investimenti di altro tipo, che rappresentano ciascuno circa la metà degli investimenti totali (cfr. figura A). Il tasso di incremento sul semestre precedente si è collocato rispettivamente al 2,5 e al 2,0 per cento, con un aumento di 1,0 punti percentuali rispetto al tasso di crescita del secondo semestre del 2005 per il settore delle costruzioni e un calo di 0,5 punti percentuali per quello degli altri investimenti. La vigorosa dinamica degli investimenti nella prima metà del 2006 ha inoltre riguardato tutti i paesi.

Investimenti in beni diversi dalle costruzioni

Il modesto rallentamento degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni nella prima metà di quest'anno è principalmente riconducibile alla diminuzione, di 1,2 punti percentuali all'1,7 per cento, della crescita sul semestre precedente degli investimenti in prodotti in metallo e macchinari (che rappresentano il 60 per cento di questa categoria d'investimenti), nonché all'andamento della crescita sul semestre precedente degli investimenti in "altri prodotti" (corrispondenti al 20 per cento del totale della categoria), che è diminuita di 1,3 punti percentuali allo 0,8 per

Figura A Investimenti totali, investimenti in costruzioni e in beni diversi dalle costruzioni

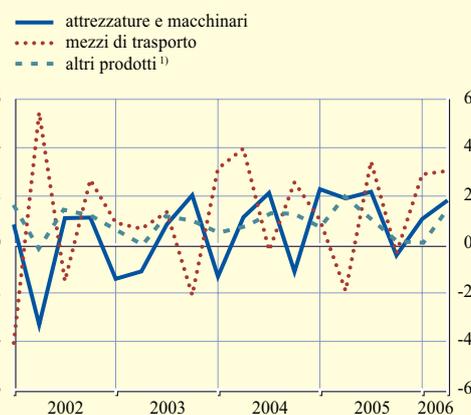
(variazioni sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Figura B Scomposizione degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni

(variazioni sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.
1) Include i prodotti agricoli.

cento. Per contro, gli investimenti in mezzi di trasporto (pari a un ulteriore 20 per cento degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni) hanno segnato un forte aumento, del 4,3 per cento, superiore di 2,1 punti percentuali a quello del secondo semestre del 2005. Tutte e tre le componenti degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono state influenzate fortemente dagli andamenti positivi in Germania, dove si è invertita la tendenza negativa osservata fino al 2004.

Investimenti in costruzioni

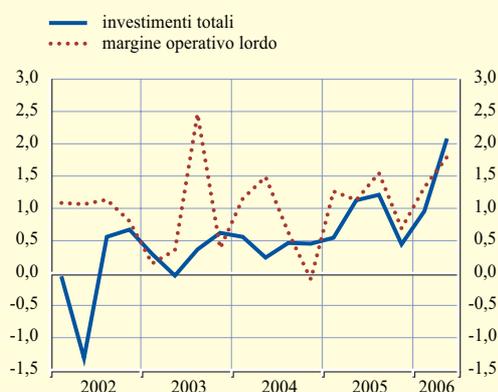
L'aumento della crescita degli investimenti in costruzioni nell'area dell'euro al 2,5 per cento nella prima metà del 2006 rappresenta il tasso di variazione più elevato degli ultimi cinque anni circa. La dinamica nell'insieme del primo semestre è stata sostanzialmente simile sia per gli investimenti in costruzioni residenziali sia per quelli in costruzioni non residenziali (che rappresentano ciascuno la metà degli investimenti totali in costruzioni), pari rispettivamente al 2,1 e 2,9 per cento. I due paesi che hanno contribuito maggiormente all'espansione degli investimenti in costruzioni nella prima metà del 2006 sono stati la Spagna (circa 0,6 punti percentuali) e la Francia (circa 0,4 punti percentuali). Degna di nota è anche la dinamica osservata in Germania, dove gli investimenti in costruzioni sono diminuiti del 2,9 per cento nel primo trimestre del 2006, per poi aumentare del 4,6 per cento nel secondo, fornendo un apporto positivo relativamente modesto di 0,1 punti percentuali alla crescita semestrale degli investimenti in costruzioni.

Con riferimento agli investimenti in costruzioni residenziali, la crescita in atto è in linea con le condizioni generalmente positive, che comprendono anche gli aumenti dei prezzi delle abitazioni, prevalenti in vari mercati degli immobili residenziali nell'area dell'euro. Inoltre, gli investimenti in costruzioni, residenziali e non, hanno tratto vantaggio dal vigore degli utili societari, dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dalle attese elevate circa l'espansione economica e la domanda future. Il margine operativo lordo, un indicatore della crescita degli utili societari nell'area dell'euro e un'importante fonte di finanziamento interno per gli investimenti aziendali, è aumentato nel primo e nel secondo trimestre del 2006 rispettivamente dell'1,3 e dell'1,8 per cento sul periodo precedente (cfr. figura C), facendo registrare i due maggiori tassi di incremento trimestrale consecutivi dalla seconda metà del 2001. La crescita degli utili, il cui andamento ha seguito da vicino quello degli investimenti in termini reali nel 2005 e nella prima metà del 2006, è sorretta dalla contenuta dinamica salariale e dal perdurante aumento della domanda. Nonostante le forti pressioni esogene sui prezzi e sui costi, questa combinazione di fattori, congiuntamente alle condizioni di finanziamento molto favorevoli, ha consentito alle imprese dell'area dell'euro di investire. In prospettiva, tali fattori dovrebbero continuare a fornire sostegno agli investimenti complessivi dell'area dell'euro.

L'indagine sul credito bancario per il terzo trimestre del 2006 rivela che le banche segnalano una forte domanda positiva netta di prestiti da

Figura C Investimenti totali e margine operativo lordo

(variazioni sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Nota: il margine operativo lordo è definito come il PIL meno i redditi da lavoro dipendente meno le tasse (al netto dei sussidi) sulla produzione.

parte delle imprese, di cui gli investimenti fissi sono stati una delle principali determinanti. Tale domanda di prestiti potrebbe costituire un'ulteriore indicazione positiva per la crescita degli investimenti nella seconda metà del 2006¹⁾. Inoltre, le indagini condotte dalla Commissione europea presso il settore industriale sul corrente grado di utilizzo della capacità e sulla valutazione dell'attuale capacità produttiva, che hanno un elevato grado di correlazione con la crescita sul periodo corrispondente degli investimenti, indicano un ulteriore rafforzamento della crescita degli investimenti nel terzo trimestre del 2006.

1) Per un'analisi dettagliata dei risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, cfr. il riquadro 2 in questo numero del Bollettino.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

La composizione settoriale dell'attività economica rivela che la crescita nella prima metà di quest'anno ha interessato tutti i settori. Il valore aggiunto nel settore dei servizi ha accelerato ulteriormente nel secondo trimestre, riflettendo soprattutto la forte dinamica dei servizi di mercato. Inoltre, la crescita del valore aggiunto nell'industria al netto delle costruzioni è rimasta vigorosa, con tassi che non si registravano nel settore dalla metà del 2000. Infine, il valore aggiunto nelle costruzioni è salito significativamente nel secondo trimestre, rispecchiando in parte una ripresa dopo l'andamento moderato che aveva caratterizzato il primo trimestre per effetto delle condizioni meteorologiche insolitamente rigide.

La produzione industriale al netto delle costruzioni è aumentata dell'1,8 per cento in agosto, dopo un calo dello 0,5 per cento in luglio. Sulla base delle medie mobili a tre mesi essa, pur decelerando lievemente, è cresciuta dell'1,4 per cento tra giugno e agosto rispetto al periodo precedente (cfr. figura 23). L'incremento della produzione in agosto ha riguardato tutti i settori ad eccezione di quello dell'energia, caratterizzato da una flessione della produzione. Il maggiore aumento è stato registrato nel settore dei beni intermedi, seguito da quelli dei beni di investimento e dei beni di consumo. La crescita in quest'ultimo settore ha rispecchiato quella significativa dei beni durevoli e, in misura minore, quella dei beni non durevoli.

Anche i nuovi ordini industriali indicano una dinamica positiva nel settore industriale. Sulla base delle medie mobili a tre mesi, i nuovi ordini industriali di manufatti sono aumentati del 2,0 per cento in agosto, dopo un incremento dell'1,4 per cento in luglio. Tale aumento è confermato anche al netto della categoria degli altri mezzi di trasporto - quali navi e mezzi ferroviari e aerospaziali - che rappresenta una componente particolarmente volatile nei dati relativi ai nuovi ordini.

Figura 23 Crescita della produzione industriale e contributi

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



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

Nel complesso, gli andamenti di agosto tendono a offrire supporto alla valutazione secondo cui l'attività nel settore industriale ha continuato a essere robusta nel terzo trimestre.

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

L'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali della Commissione europea è aumentato lievemente in ottobre 2006, mentre l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero, che è disponibile solo fino a settembre, è rimasto invariato (cfr. figura 24). Entrambi gli indicatori si sono mantenuti, in media, sostanzialmente immutati nel terzo trimestre, a fronte dei livelli storicamente alti registrati nel secondo. L'aumento dell'indicatore del clima di fiducia delle imprese della Commissione europea in ottobre ha rispecchiato miglioramenti nella valutazione degli ordini e delle aspettative di produzione. Nel contempo, la valutazione delle scorte è rimasta invariata rispetto al mese precedente.

Per quanto concerne il settore dei servizi, l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea è aumentato in ottobre, compensando completamente il calo di settembre. Nel complesso del terzo trimestre, la fiducia nel settore dei servizi è cresciuta rispetto al periodo precedente. L'ultimo aumento è stato rispecchiato da tutte e tre le componenti, con miglioramenti nella valutazione della domanda recente e attesa nonché in quella del clima di fiducia delle imprese. L'indice di attività del PMI per il settore dei servizi è sceso ulteriormente in settembre e anche nel complesso del terzo trimestre, seppure da un livello molto elevato. La recente dinamica dell'indice continua a confermare la valutazione di una perdurante robusta crescita nel settore dei servizi dell'area dell'euro.

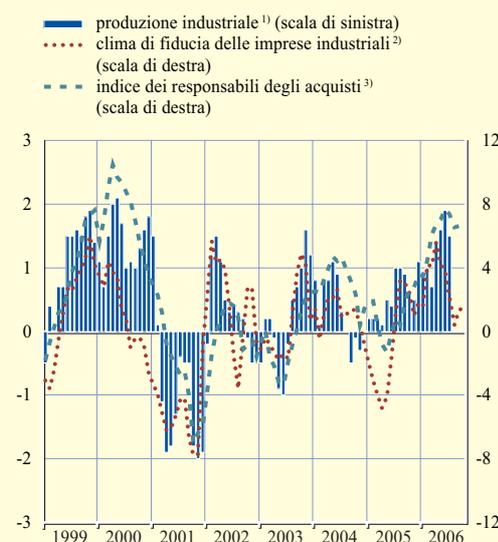
INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Nel secondo trimestre i consumi privati sono aumentati dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,7 per cento del primo trimestre, riflettendo la diminuzione del contributo delle componenti della spesa relative alle vendite non al dettaglio. In agosto il volume delle vendite al dettaglio è salito dello 0,7 per cento sul mese precedente, dopo un incremento dello 0,3 per cento in luglio. Pertanto, in termini di medie mobili centrate a tre mesi, l'incremento delle vendite al dettaglio è salito all'1,0 per cento in luglio. Le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate in agosto e settembre, dopo un calo significativo in luglio. Nel complesso del terzo trimestre esse sono diminuite del 2,3 per cento, dopo una crescita dell'1,2 per cento nel periodo precedente.

La fiducia dei consumatori è rimasta invariata in ottobre, dopo essere aumentata lievemente in settembre (cfr. figura 25). I miglioramenti della valutazione relativa alla situazione economica generale futura e alla disoccupazione sono stati compensati da un calo delle attese sul livello di risparmio. La valutazione delle aspettative sulla situazione finanziaria è rimasta invariata.

Figura 24 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili destagionalizzati)

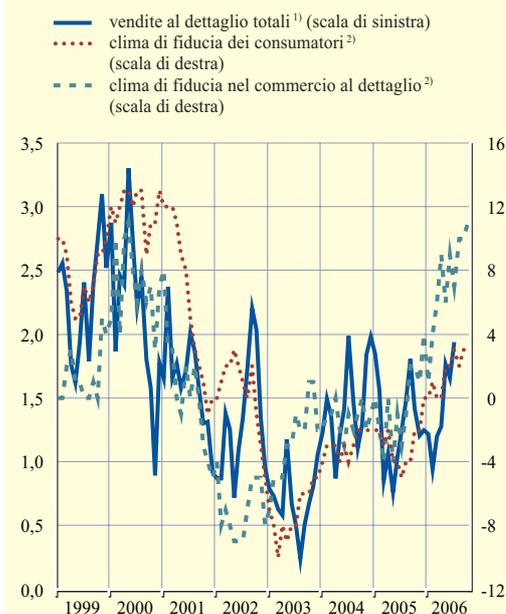


Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, NTC Economics ed elaborazioni della BCE.

- 1) Settore manifatturiero; variazioni percentuali della media mobile a tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi.
- 2) Saldi percentuali; variazioni rispetto a tre mesi prima.
- 3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

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

(dati mensili)

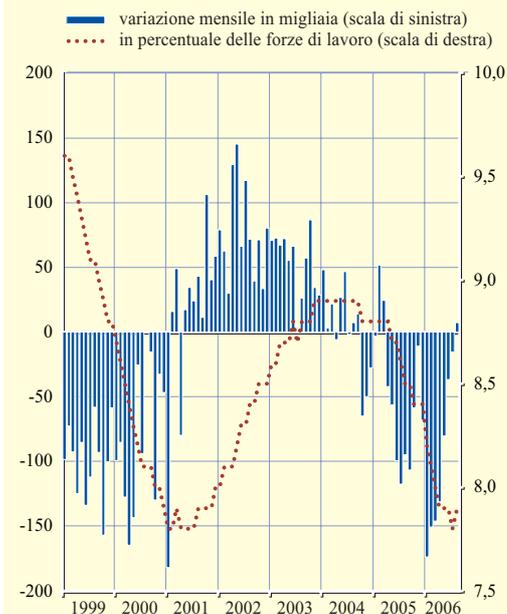


Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.
2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media. I dati sul clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro a partire dal gennaio 2004 non sono pienamente confrontabili con quelli precedenti per effetto di alcune modifiche introdotte nel questionario utilizzato per l'indagine relativa alla Francia.

Figura 26 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Nel complesso, gli ultimi dati sulle vendite al dettaglio, insieme alle immatricolazioni di nuove autovetture e ad altre indagini sulla fiducia dei consumatori, forniscono un segnale positivo riguardo alla crescita dei consumi privati nel terzo trimestre.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

Le ultime informazioni disponibili confermano un miglioramento delle condizioni dei mercati del lavoro dell'area dell'euro nel corso del 2006. In particolare, la crescita dell'occupazione si è rafforzata nel secondo trimestre in tutti i settori. Anche le attese di occupazione, nonostante recenti segnali contrastanti, sono coerenti con il quadro di un perdurare dell'aumento dell'occupazione nel breve termine.

DISOCCUPAZIONE

In agosto 2006, il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro è aumentato lievemente al 7,9 per cento, rispetto al 7,8 di luglio (cfr. figura 26). Mentre il tasso di disoccupazione rimane al di sotto di quello registrato nella prima metà dell'anno, la diminuzione mensile del numero di disoccupati si è progressivamente stabilizzata negli ultimi mesi.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2004	2005	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.
Totale economia	0,7	0,8	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-1,7	-1,7	0,1	0,0	0,1	-0,6	0,9
Industria	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,0	0,2
Escluse le costruzioni	-1,4	-1,2	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	0,0
Costruzioni	1,4	2,5	0,6	0,0	1,1	0,6	0,7
Servizi	1,4	1,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5
Commercio e trasporti	0,9	0,8	-0,1	0,0	0,4	0,3	0,4
Finanziari e alle imprese	1,9	2,1	0,4	0,7	1,1	0,6	1,0
Amministrazione pubblica	1,5	1,2	0,4	0,4	0,1	0,6	0,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

OCUPAZIONE

Gli ultimi dati disponibili hanno confermato il graduale rafforzamento della dinamica dell'occupazione registrata dall'inizio del 2005, da una crescita dello 0,1 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2005 a una dello 0,4 per cento nel secondo trimestre (cfr. tavola 7). La scomposizione settoriale resa disponibile nel corso di ottobre mostra che l'incremento dell'occupazione nel secondo trimestre è stato generalizzato. L'occupazione è salita nel settore dei servizi, con il tasso di crescita maggiore osservato in quelli finanziari e alle imprese, così come era accaduto nei trimestri precedenti (cfr. il riquadro 8 per un'analisi delle determinanti della quota di occupazione nel settore dei servizi nell'area dell'euro). L'occupazione è cresciuta anche nel settore delle costruzioni e è rimasta stabile nell'industria al netto delle costruzioni, comparto in cui era andata calando dalla metà del 2001.

La crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro è aumentata ulteriormente nel secondo trimestre, portandosi all'1,4 per cento dall'1,2 del primo trimestre, e ha raggiunto un tasso superiore alla media dal 1992. Ciò ha rispecchiato un'accelerazione della produttività nell'industria al netto delle costruzioni, nelle costruzioni e nell'agricoltura e una flessione nei servizi.

Nel terzo trimestre le attese di occupazione rilevate dalle indagini presso le imprese condotte dalla Commissione europea sono aumentate nell'industria ma diminuite in certa misura nei servizi; nel contempo, le aspettative di occupazione derivate dal PMI hanno registrato una lieve contrazione sia per il settore manifatturiero sia per quello dei servizi. In ottobre le attese di occupazione risultanti dalle indagini della Commissione europea presso le imprese sono rimaste invariate nell'industria mentre si sono accresciute lievemente nei servizi. Nel complesso, le aspettative di occupazione si mantengono su livelli elevati e sono in linea con la valutazione secondo cui le condizioni dei mercati del lavoro dell'area dell'euro stanno migliorando gradualmente in parallelo al rafforzamento dell'attività economica.

Riquadro 8

LE DETERMINANTI DELLA QUOTA DI OCCUPAZIONE NEI SERVIZI NELL'AREA DELL'EURO

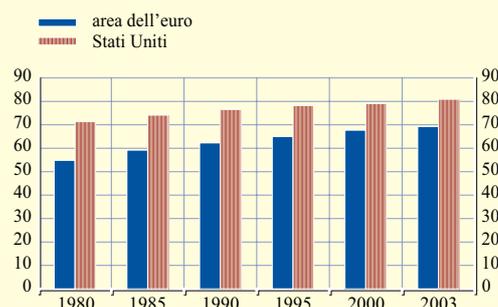
Nel corso degli ultimi vent'anni nei paesi dell'area dell'euro si è riscontrato un significativo mutamento nella struttura dell'occupazione: l'aumento delle dimensioni del settore dei servizi

rispetto al quello industriale¹⁾. La quota relativa ai servizi nell'occupazione totale dell'area è aumentata di circa 14 punti percentuali tra il 1980 e il 2003²⁾, salendo al 69 per cento. Negli Stati Uniti, si è collocata su livelli superiori nell'intero periodo, aumentando di 10 punti percentuali all'81 per cento (cfr. la figura).

La crescita della quota di occupazione nei servizi nell'area dell'euro è principalmente riconducibile a incrementi dei servizi finanziari, assicurativi, immobiliari e alle imprese, oltre che dei servizi per la comunità, personali e sociali (cfr. la tavola). La situazione è molto diversificata a livello di singoli paesi: la quota di occupazione relativa al totale dei servizi nel 2003 varia dal 60 per cento del Portogallo al 78 per cento dei Paesi Bassi. La comprensione delle principali determinanti del divario esistente nella quota di occupati nei servizi fra area dell'euro e Stati Uniti nonché delle differenze fra paesi dell'area può contribuire in misura significativa a individuare i principali adeguamenti di politica economica necessari a conseguire un aumento dei livelli di occupazione nell'area dell'euro.

Quote di occupazione nel settore dei servizi

(percentuali sul totale dell'occupazione)



Fonte: banca dati STAN (*Structural Analysis Database*) dell'OCSE.

Quote di occupazione nel settore dei servizi: intero settore e sottosettori

(percentuali sul totale dell'occupazione)

	Totale dei servizi		Commercio all'ingrosso e al dettaglio; alberghi e ristoranti		Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni		Servizi finanziari, assicurativi, immobiliari e alle imprese		Servizi comunitari, personali e sociali	
	1980	2003	1980	2003	1980	2003	1980	2003	1980	2003
Belgio	64	77	19	18	7	6	10	17	28	35
Germania ¹⁾	54	70	18	20	6	5	8	16	22	29
Grecia ²⁾	56	61	20	22	7	7	7	9	22	23
Spagna	49	65	18	21	6	6	6	10	19	28
Francia ³⁾	58	74	16	17	6	6	10	17	26	34
Irlanda	50	66	16	21	6	6	6	13	21	26
Italia	49	67	17	20	5	5	5	14	21	28
Lussemburgo ⁴⁾	63	77	22	19	7	8	12	28	22	22
Paesi bassi	66	78	18	20	6	6	11	19	31	33
Austria	49	64	17	20	6	6	7	14	18	25
Portogallo	43	60	17	21	4	3	4	9	18	27
Finlandia	53	69	16	16	7	7	6	12	24	34
Area dell'euro	55	69	17	20	6	6	8	14	24	29
Stati Uniti	71	81	22	22	5	5	13	18	32	35

Fonte: elaborazioni della BCE sulla banca dati STAN (*Structural Analysis Database*) dell'OCSE.

- 1) Germania: i dati fino al 1990 si riferiscono solo alla Germania Ovest.
 2) Grecia: i dati nella colonna con intestazione "1980" si riferiscono al 1995.
 3) Francia: i dati nella colonna con intestazione "2003" si riferiscono al 2002.
 4) Lussemburgo: i dati nella colonna con intestazione "1980" si riferiscono al 1985.

- 1) Cfr. anche *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, Occasional Paper della BCE n. 44, aprile 2006 e il riquadro *Produttività del lavoro e andamento dei prezzi nel settore dei servizi dell'area dell'euro: il ruolo della concorrenza* nel numero di aprile di questo Bollettino.
 2) I dati della *Structural Analysis Database* dell'OCSE sono attualmente disponibili solo fino al 2003.

La letteratura economica ha avanzato diverse ipotesi per spiegare l'aumento tendenziale della quota di occupazione nei servizi. Fra queste figurano: l'aumento della domanda di servizi riconducibile all'incremento dei livelli di reddito pro capite e alla ricomposizione della struttura dei consumi a favore dei servizi e a discapito delle necessità materiali di base; l'incremento della quota di addetti incanalata verso il terziario imputabile alla più lenta crescita della produttività del lavoro in tale settore rispetto all'industria; l'aumento del tasso di partecipazione femminile (che induce, per esempio, la sostituzione del lavoro casalingo non remunerato con servizi remunerati) e dell'occupazione femminile nel settore; incrementi della domanda riconducibili alla transizione demografica (i consumi di servizi degli anziani tendono ad essere, in proporzione, superiori a quelli delle coorti di età inferiore) e al processo di urbanizzazione (la popolazione urbana tende a consumare più servizi rispetto alle popolazioni rurali, in termini relativi)³⁾.

Parallelamente, alcuni sostengono che il diverso peso dell'occupazione nei servizi in paesi caratterizzati da una fase di sviluppo economico simile può anche riflettere differenze istituzionali che influiscono sul grado di flessibilità dei mercati del lavoro e dei beni. Da alcuni studi che esplorano tale ipotesi per un campione di paesi OCSE emerge che la rigidità della legislazione per la tutela del posto di lavoro, il grado di sindacalizzazione e di centralizzazione delle contrattazioni salariali e gli oneri amministrativi associati alla creazione di nuove imprese esercitano un'influenza significativa al riguardo⁴⁾.

Uno studio più recente trova evidenze a sostegno dell'ipotesi secondo cui gli impedimenti all'aggiustamento dei mercati del lavoro nella UE potrebbero aver ostacolato il processo in atto di riallocazione settoriale delle forze di lavoro dall'industria ai servizi⁵⁾. Basandosi su un campione di tredici paesi dell'UE nel periodo dal 1970 al 2001, lo studio rivela che l'andamento della quota dell'occupazione nei servizi è riconducibile a un insieme di indicatori che colgono diverse dimensioni della flessibilità del mercato del lavoro. In particolare, tale quota diminuisce all'aumentare del livello di rigidità strutturale. Lo studio conferma inoltre l'ipotesi secondo cui la capacità relativamente contenuta dei paesi UE di favorire l'adeguamento delle qualifiche dei lavoratori – in termini di competenze e grado di istruzione – all'evoluzione dei requisiti posti dalla domanda ha ostacolato la transizione ai servizi e potrebbe aver impedito un'ulteriore riduzione del divario rispetto agli Stati Uniti.

Le politiche dell'istruzione e del mercato del lavoro attuate nell'ultimo decennio dai singoli paesi nel quadro della Strategia europea per l'occupazione hanno contribuito ad un aumento dell'occupazione, totale e nei servizi, nell'area dell'euro. Nonostante tali sforzi, permane la necessità di raggiungere livelli di utilizzo del lavoro ancora superiori e di rafforzare il grado di flessibilità del mercato del lavoro, al fine di preparare i paesi dell'area alle sfide poste dall'evoluzione tecnologica, dall'invecchiamento della popolazione e dalla globalizzazione. Inoltre, ulteriori riforme strutturali per far fronte a tali problemi aiuterebbero i mercati del lavoro dell'area a rispondere a shock locali, favorendo un incontro più efficiente fra l'offerta e la domanda di lavoro nonché il riassorbimento dei lavoratori che hanno perso il lavoro a causa di aggiustamenti strutturali.

3) Per riferimenti e una rassegna della letteratura, cfr. R. Schettkat e L. Yocarini, *The shift to services, a review of the literature*, IZA discussion paper n. 964, 2003.

4) *Employment in the service economy: a reassessment*, Employment Outlook 2000 dell'OCSE, capitolo 3, 2000; J. Messina, *Institutions and service employment: a panel study for OECD countries*, Working Paper della BCE n. 320, 2004.

5) A. D'Agostino, R. Serafini e M. Ward-Warmedinger, *Sectoral explanations of employment in Europe: the role of services*, Working Paper della BCE n. 625, 2006.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli ultimi indicatori sull'andamento recente dell'attività nell'area dell'euro forniscono un'ulteriore evidenza del fatto che la crescita economica è maggiormente basata sulla domanda interna e più diffusa in tutti i settori. Nel complesso, le ultime informazioni e indagini disponibili suggeriscono che l'espansione economica dovrebbe rimanere robusta nella seconda metà del 2006, seppure lievemente inferiore ai tassi osservati nella prima metà. Tale analisi è confermata anche dai risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE per la crescita del PIL in termini reali, che indica un miglioramento delle attese relative alla domanda interna (cfr. riquadro 6). Sul versante interno, l'aumento continuo della fiducia delle imprese e la forte dinamica dei prestiti alle società non finanziarie segnalano che le prospettive a breve termine degli investimenti rimangono positive. Inoltre, si prevede che i consumi crescano nei prossimi trimestri in linea con il miglioramento delle condizioni dei mercati del lavoro e con l'aumento della fiducia dei consumatori. Si ritiene che tale scenario sia soggetto a rischi bilanciati nel breve termine. Nel lungo periodo, vi sono rischi verso il basso principalmente connessi a un disordinato riassorbimento degli squilibri mondiali, a pressioni protezionistiche e a nuovi rincari petroliferi.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Dopo un periodo di relativa stabilità, in ottobre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro ha evidenziato una lieve tendenza discendente ed è risultato inferiore di poco più di mezzo punto percentuale rispetto al livello di fine luglio. Negli ultimi tre mesi la moneta unica si è leggermente indebolita nei confronti di gran parte delle valute principali, con la significativa eccezione dello yen giapponese che ha continuato a registrare un deprezzamento generalizzato.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

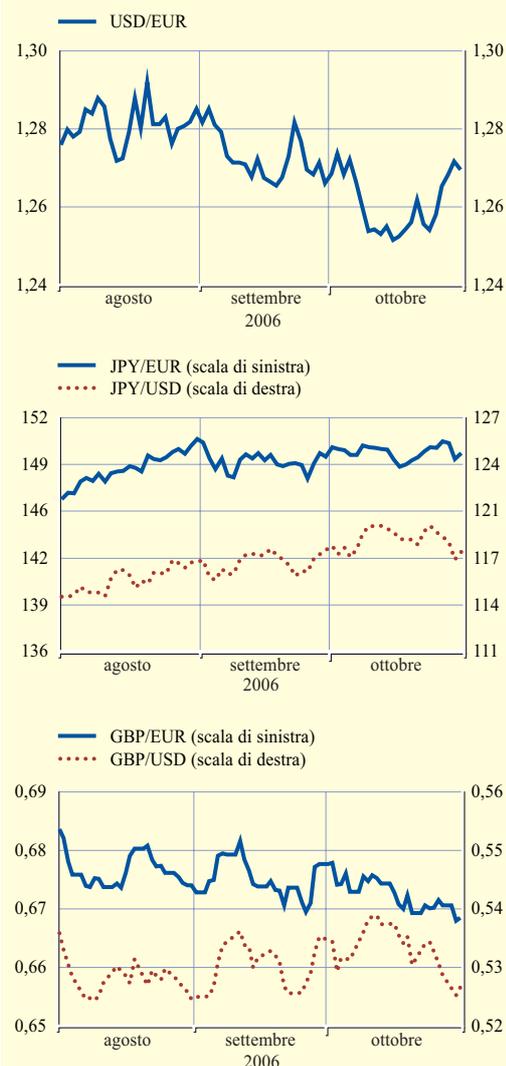
Dopo aver raggiunto un massimo a 1,29 dollari il 21 agosto, l'euro ha attraversato una fase di graduale indebolimento rispetto al dollaro statunitense che si è solo parzialmente invertita alla fine di ottobre (cfr. figura 27). L'allentamento delle tensioni sui prezzi del petrolio a settembre pare essere stato alla base del rafforzamento del dollaro sull'euro in quanto ha probabilmente contribuito ad alleviare i timori degli operatori sulle prospettive dell'economia statunitense. Il vigore del dollaro potrebbe essere stato corroborato in ottobre da una serie di dati positivi sull'economia degli Stati Uniti che hanno portato gli operatori a rivedere al ribasso la loro valutazione circa la probabilità di un mercato rallentamento dell'economia statunitense nel corso del 2007. È tuttavia possibile che la pubblicazione verso la fine del mese di statistiche che segnalavano una crescita del PIL statunitense inferiore al previsto nel terzo trimestre abbia successivamente gravato sul dollaro. Il 31 ottobre l'euro era scambiato a 1,27 dollari, un livello inferiore dello 0,6 per cento a quello di fine luglio e superiore del 2,1 per cento alla media del 2005 (figura 27).

YEN GIAPPONESE/EURO

Negli ultimi tre mesi l'euro si è apprezzato in misura relativamente significativa rispetto allo yen giapponese, sullo sfondo della persistente debolezza generalizzata di quest'ultima divisa. L'apprezzamento è stato particolarmente sensibile in agosto, portando il 1° settembre l'euro a un massimo storico di 150,6 yen per poi stabilizzarsi su livelli di poco inferiori. L'indebolimento dello yen sull'euro registrato in agosto potrebbe essere connesso con la percezione di un inasprimento monetario più lento del previsto in

Figura 27 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Giappone. La successiva fase di stabilizzazione del cambio sembra in linea con l'assenza di variazioni significative nelle prospettive di crescita a breve per entrambe le aree economiche. Il 31 ottobre l'euro era quotato a 150 yen, un valore superiore del 2,6 per cento a quello di fine luglio e del 9,3 per cento alla media del 2005 (cfr. figura 27).

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Nella maggior parte dei casi, dalla fine di luglio le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute stabili sui livelli corrispondenti o prossimi alle rispettive parità centrali (cfr. figura 28). La corona slovacca, che a luglio aveva attraversato una fase di debolezza, si è rafforzata in ottobre e il giorno 31 era scambiata a un livello superiore del 5,5 per cento alla parità centrale prevista dagli AEC II. Per quanto riguarda le valute degli altri Stati membri dell'UE, l'euro si è deprezzato sulla sterlina britannica (il 31 ottobre era quotato a 0,67 sterline, un valore inferiore del 2,3 per cento a quello di fine luglio e del 2,2 per cento alla media del 2005) mentre si è mantenuto sostanzialmente stabile nei confronti della corona svedese. La debolezza dell'euro rispetto alla sterlina britannica potrebbe riflettere l'evoluzione favorevole dei dati economici e dei risultati delle indagini nel Regno Unito, che ha indotto gli operatori a rivedere al rialzo le valutazioni sulle prospettive economiche del paese. L'euro si è anche deprezzato sulla corona ceca (1,1 per cento), sullo zloty polacco (1,6 per cento) e – in misura più significativa – sul fiorino ungherese (4,4 per cento), nonostante le tensioni politiche e le prospettive economiche negative delineate per l'Ungheria in settembre da un'agenzia di *rating*. Varie divise dei nuovi Stati membri dell'UE potrebbero avere tratto vigore dall'inasprimento monetario nei rispettivi paesi.

ALTRE VALUTE

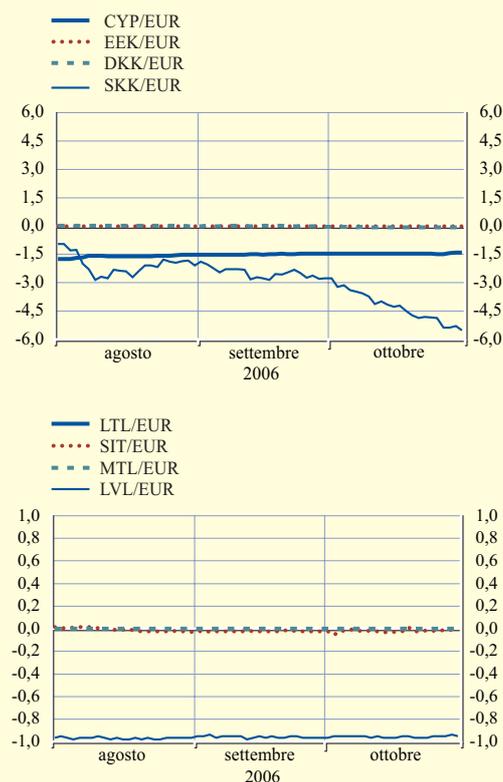
Tra la fine di luglio e il 31 ottobre l'euro si è deprezzato sul renminbi cinese (1,7 per cento) e su gran parte delle monete asiatiche agganciate al dollaro statunitense, mentre è rimasto stabile nei confronti del dollaro canadese. Per contro, si è apprezzato lievemente sul franco svizzero (1,1 per cento) e in misura più consistente sulla corona norvegese (6 per cento), la quale potrebbe aver risentito del calo dei corsi petroliferi.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Alla luce dei suddetti andamenti dei cambi bilaterali dell'euro, il 31 ottobre il tasso di cambio effettivo nominale – misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area – è risultato inferiore di circa mezzo punto percentuale al livello di fine luglio e vicino alla media del 2005 (cfr. figura 29).

Figura 28 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

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

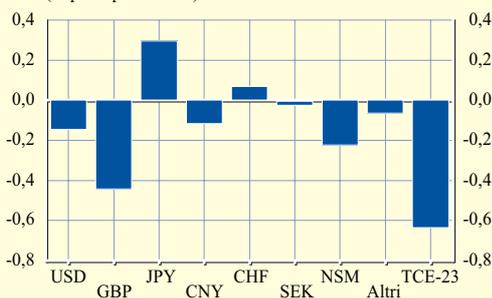
Figura 29 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 31 luglio al 31 ottobre 2006
(in punti percentuali)



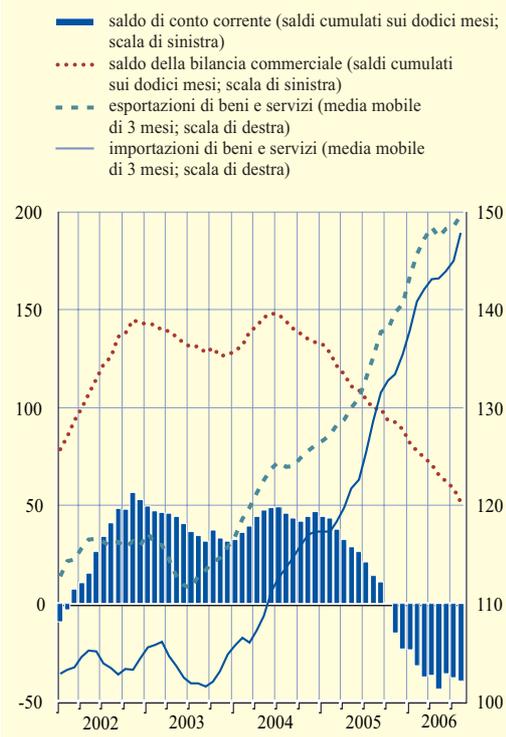
Fonte: BCE.

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

2) I contributi alle variazioni del TCE-23 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "NSM" si riferisce al contributo aggregato delle valute dei dieci nuovi Stati membri che sono entrati a far parte dell'UE il 1° maggio 2004. La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sette partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-23. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-23.

Figura 30 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

I più recenti dati di bilancia dei pagamenti, aggiornati ad agosto, mostrano che negli ultimi mesi le esportazioni hanno continuato a crescere a un ritmo moderato, mentre le importazioni si sono rafforzate. Ad agosto il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un disavanzo pari allo 0,5 per cento del PIL, a fronte di un avanzo un anno prima. Questa variazione è riconducibile prevalentemente all'aumento dei prezzi all'importazione del petrolio e di altre materie prime. Nei dodici mesi fino ad agosto gli afflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme una riduzione di 84 miliardi di euro rispetto all'anno precedente, per lo più ascrivibile all'inversione di segno – da afflussi a deflussi netti – dei titoli di debito.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

I più recenti dati di bilancia dei pagamenti mostrano che negli ultimi mesi le esportazioni hanno continuato a crescere a un ritmo moderato e le importazioni si sono rafforzate. In agosto la media mobile a tre mesi del valore delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi è salita rispettivamente dell'1,5 e del 3,3 per cento, mentre i tassi di incremento relativi alla sola componente dei beni sono stati rispettivamente pari a 1,8 e 3,6 per cento (cfr. tavola 8 e figura 30).

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi (disponibile fino a luglio) mostra che da aprile la crescita delle esportazioni – sia in termini di prezzi che di volumi – è andata moderandosi rispetto ai tassi elevati del primo trimestre. L'andamento delle esportazioni in volume potrebbe essere in parte spiegato dalla crescita della domanda estera, che pare essersi lievemente moderata dopo i livelli elevati raggiunti in precedenza nell'anno.

L'aumento delle importazioni in valore in luglio e agosto sarebbe in parte ascrivibile alle spinte al rialzo sui prezzi all'importazione provenienti dal rincaro del petrolio e delle materie prime non petrolifere. Tuttavia, in prospettiva, tali spinte potrebbero rivelarsi transitorie, alla luce del calo significativo delle quotazioni petrolifere nei mesi successivi. La crescita in volume delle impor-

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di tre mesi terminanti a				Dati cumulati su un periodo di 12 mesi terminante a	
	2006 lug.	2006 ago.	2005 nov.	2006 feb.	2006 mag.	2006 ago.	2005 ago.	2006 ago.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente (saldo)	-3,9	-6,9	-6,8	-2,3	-3,5	-0,6	14,3	-39,6
Beni (saldo)	-1,6	-3,5	2,9	1,2	1,5	-0,6	69,1	15,0
Esportazioni	114,2	115,2	105,1	110,3	112,5	114,5	1.172,8	1.327,2
Importazioni	115,9	118,7	102,2	109,0	111,0	115,1	1.103,7	1.312,2
Servizi (saldo)	3,7	0,5	3,4	3,7	2,8	2,4	30,6	36,7
Esportazioni	35,0	34,8	34,6	35,4	34,9	35,2	380,9	420,5
Importazioni	31,3	34,2	31,2	31,8	32,2	32,8	350,3	383,7
Redditi (saldo)	0,3	2,4	-7,2	-1,3	-1,5	2,6	-25,7	-22,2
Trasferimenti correnti (saldo)	-6,2	-6,4	-5,9	-5,9	-6,2	-5,1	-59,7	-69,1
Conto finanziario (saldo)¹⁾	12,3	-3,9	7,5	1,0	35,5	0,8	73,7	134,6
Investimenti diretti e di portafoglio	-8,4	-18,3	-10,6	-19,6	26,8	6,0	91,6	7,5
Investimenti diretti	-9,4	-2,8	-4,1	-13,4	1,3	-9,4	-156,6	-76,6
Investimenti di portafoglio	1,0	-15,5	-6,5	-6,2	25,4	15,3	248,1	84,2
Azioni	39,6	-12,6	-6,4	10,9	5,7	29,3	206,4	118,7
Strumenti di debito	-38,6	-2,9	-0,2	-17,1	19,7	-13,9	41,8	-34,5
Obbligazioni e notes	-13,6	-9,5	-6,7	-16,7	25,5	-3,1	21,0	-3,0
Strumenti del mercato monetario	-24,9	6,7	6,5	-0,4	-5,8	-10,8	20,8	-31,5
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	-0,5	0,5	3,4	4,3	1,2	1,5	7,9	12,5
Importazioni	2,5	4,0	3,7	5,6	1,7	3,3	12,3	16,6
Beni								
Esportazioni	0,2	0,9	3,1	4,9	2,0	1,8	7,6	13,2
Importazioni	4,7	2,5	4,2	6,7	1,8	3,6	13,5	18,9
Servizi								
Esportazioni	-2,5	-0,7	4,2	2,5	-1,5	0,8	8,9	10,4
Importazioni	-4,9	9,5	2,2	1,9	1,3	1,9	8,5	9,5

Fonte: BCE.

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

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

tazioni sembra intensificarsi, di riflesso alla dinamica persistentemente vivace dell'attività interna all'area dell'euro in un contesto in cui l'apprezzamento della moneta unica nella prima metà del 2006 potrebbe aver stimolato la domanda di importazioni. Le importazioni dai paesi con ridotti costi di produzione – e soprattutto dalla Cina, dalle altre economie asiatiche emergenti e dai nuovi Stati membri dell'UE – continuano a espandersi rapidamente.

In una prospettiva di più lungo termine, ad agosto il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un disavanzo di 39,6 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,5 per cento del PIL). L'inversione di segno del saldo corrente, da un avanzo di 14,3 miliardi un anno prima, è riconducibile alla sensibile riduzione dell'avanzo nel conto dei beni, che nel confronto con l'anno precedente è sceso di 54,1 miliardi per motivi riconducibili soprattutto ai maggiori prezzi all'importazione dei prodotti energetici e di altre materie prime. Le informazioni più recenti sulla scomposizione geografica del conto corrente dell'area dell'euro, disponibili fino al secondo trimestre, confermano il ruolo fondamentale dei più elevati costi all'importazione dell'energia nella definizione degli andamenti di tale conto. Rispetto all'anno precedente, il disavanzo corrente dell'area nei confronti del gruppo degli "altri paesi" che comprende le economie esportatrici di petrolio ¹⁾ è aumentato di 59,5 miliardi di euro su base cumulata su dodici mesi.

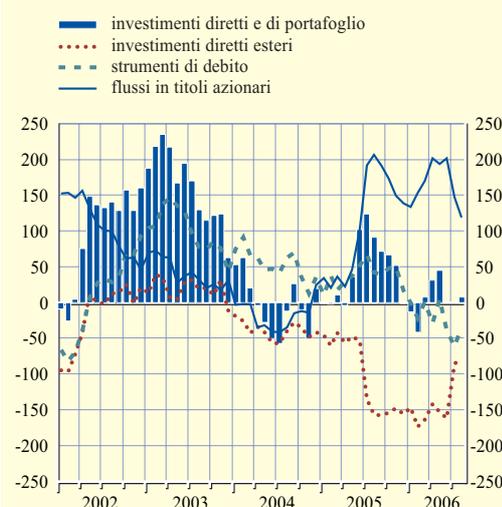
CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino ad agosto gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti medi mensili per 6,0 miliardi di euro (cfr. tavola 8). I flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (15,3 miliardi), per lo più riconducibili agli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti, sono stati in parte compensati dai flussi netti in uscita per investimenti diretti (9,4 miliardi).

Nei dodici mesi fino ad agosto gli afflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio hanno subito nel loro insieme una contrazione di 84 miliardi di euro rispetto a un anno prima (cfr. figura 31), ascrivibile a un calo degli afflussi netti per investimenti di portafoglio (da 248 a 84 miliardi) che è stato solo in parte compensato dalla diminuzione dei deflussi netti per investimenti diretti (da 157 a 77 miliardi). Queste riduzioni includono una flessione considerevole e di pari entità degli afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari e dei deflussi netti per investimenti diretti, riconducibile agli effetti di un'operazione di entità straordinaria che li aveva sospinti verso l'alto l'anno precedente. Il calo registrato dall'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio nei dodici mesi fino ad agosto è quindi dovuto soprattutto alla diminuzione degli investimenti di portafoglio derivante dall'inversione di segno per i titoli di debito che, principalmente a causa dei minori acquisti netti

Figura 31 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro

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



Fonte: BCE.

1) La categoria degli "altri paesi" comprende tutti i partner commerciali dell'area non appartenenti all'UE o al G7 e esclude la Svizzera.

di strumenti di debito dell'area da parte di non residenti, sono passati da afflussi netti (per 41,8 miliardi) a deflussi netti (per 34,5 miliardi). I flussi netti in entrata per titoli azionari sono rimasti invece consistenti (a 118,7 miliardi di euro), in linea con il costante miglioramento della redditività delle imprese dell'area rispetto a quella delle imprese statunitensi nel corso del 2006.

La scomposizione geografica dei deflussi netti cumulati su dodici mesi nel conto degli investimenti diretti fino al secondo trimestre evidenzia come essi siano principalmente riconducibili agli investimenti diretti dell'area nel Regno Unito, nei dieci nuovi Stati membri dell'UE, negli Stati Uniti e nella categoria degli "altri paesi"²⁾. Dal lato delle attività del conto degli investimenti di portafoglio, gli acquisti netti più consistenti di attività estere da parte di residenti dell'area sono stati effettuati nei confronti del Regno Unito, degli Stati Uniti, dei centri finanziari *offshore* e del gruppo degli "altri paesi". La posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro registrava passività nette per 955,0 miliardi di euro (pari a circa il 12 per cento del PIL) alla fine del secondo trimestre, in lieve calo rispetto ai 960,3 miliardi della fine del primo trimestre. Ciò va ricondotto principalmente alle rivalutazioni conseguenti ai movimenti del cambio e dei prezzi delle attività, che hanno influito soprattutto sugli investimenti di portafoglio in titoli azionari e sulla categoria degli "altri investimenti".

2) Occorre rilevare che fino a giugno 2006 i dati cumulati su dodici mesi relativi agli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro rispetto al Regno Unito risentono di un'operazione finanziaria straordinaria realizzata nel giugno 2005, la quale non ha tuttavia influito sui dati relativi all'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio dell'area. Per ulteriori informazioni, si veda il numero di ottobre di questo Bollettino a pagina 49.

“ATTIVISMO” DELLA POLITICA MONETARIA

Benché non vi sia una nozione comunemente accettata di “attivismo” della politica monetaria, per essere significativa, una valutazione di tale “attivismo” dovrebbe basarsi sia sulla determinazione con cui una banca centrale persegue il suo obiettivo statutario nella conduzione quotidiana della politica monetaria, sia sulle caratteristiche del contesto macroeconomico in cui la banca centrale opera. In effetti, la complessità del contesto macroeconomico e l'incertezza relativa alle prospettive economiche interagiscono con il mandato di politica monetaria e con la determinazione con cui la banca centrale vi adempie. Di conseguenza, è possibile che banche centrali ugualmente impegnate e determinate a perseguire il proprio obiettivo si comportino diversamente nell'arco del ciclo economico. Coerentemente con questa tesi, in questo articolo si afferma che il solido ancoraggio delle aspettative inflazionistiche e il grado di rigidità dell'economia dell'area dell'euro, nonché la combinazione sfavorevole degli shock macroeconomici che l'hanno colpita, sono fondamentali per comprendere la conduzione della politica monetaria da parte della BCE negli ultimi otto anni.

I INTRODUZIONE

Le banche centrali devono costantemente calibrare le decisioni di politica monetaria in base alla loro valutazione dello stato dell'economia e dell'impatto atteso degli impulsi precedentemente impartiti. Allo stesso tempo, gli osservatori esterni formulano continuamente giudizi sull'adeguatezza dell'orientamento adottato dall'autorità monetaria e, in particolare, sulla tempestività delle sue decisioni. Al riguardo, il vigore e la rapidità, ovvero la determinazione, con cui la banca centrale agisce sia nei fatti sia agli occhi degli osservatori sono correlati con i risultati da essa conseguiti nel perseguimento del suo obiettivo, pur non dipendendo completamente da essi, quantomeno nel caso delle percezioni degli osservatori. Ad esempio, benché la BCE sia in generale riuscita a mantenere l'inflazione sostanzialmente in linea con il suo obiettivo di medio termine, il grado di “attivismo” della sua politica monetaria è stato a tratti messo in discussione, specie durante il prolungato periodo di stabilità dei tassi di riferimento fra il giugno 2003 e il dicembre 2005.

Tale dibattito riflette in parte le divergenze di opinione riguardo allo stato dell'economia e alle azioni di politica monetaria ritenute opportune, ma sembra altresì scaturire dalla mancanza di una definizione comunemente accettata di “attivismo” e dai concetti eccessivamente semplicistici talvolta adottati per la sua valutazione. In questo articolo si passano in rassegna alcune nozioni di “attivismo”, affermando che, per essere

significativa, una valutazione del grado di “attivismo” di una banca centrale dovrebbe come minimo fare riferimento sia alla determinazione con cui essa cerca di conseguire il suo obiettivo statutario, sia alle caratteristiche del contesto macroeconomico in cui opera.

Nella sezione seguente vengono presentate alcune nozioni di “attivismo” e viene illustrato come le definizioni più semplici, basate sulla frequenza e sull'entità delle modifiche apportate alla politica monetaria in un dato periodo, non tengano in opportuna considerazione differenze nella natura degli shock economici e nella struttura dell'economia. Segue una trattazione di alcune delle problematiche relative alla valutazione del grado di “attivismo” di una banca centrale, valutazione basata sulla stima empirica delle funzioni di reazione o “regole di politica monetaria”. Nella quarta sezione si illustra come la flessibilità ovvero la vischiosità dei prezzi e la persistenza dell'inflazione possano combinarsi fra loro e interagire con la credibilità della banca centrale e con la conduzione stessa della politica monetaria, influenzandone altresì l'evoluzione. La sezione 5 fornisce evidenza relativa all'area dell'euro: l'ancoraggio delle aspettative di inflazione, la rigidità dei prezzi e la combinazione sfavorevole degli shock che hanno colpito l'area risultano fondamentali per comprendere le scelte di politica monetaria della BCE. Il contributo fornito dalla politica monetaria della BCE al mantenimento della stabilità dei prezzi in queste condizioni viene analizzato nella parte finale della sezione, prima di presentare alcune osservazioni conclusive.

2 NOZIONI DI “ATTIVISMO”

Non esiste una definizione comunemente accettata di “attivismo”, come emerge chiaramente quando si confrontano i modi differenti con cui le banche centrali attuano la politica monetaria. Una delle modalità di misurazione dell’“attivismo” che, per quanto eccessivamente semplicistica, viene spesso presa a riferimento consiste nel comparare la frequenza e l’ampiezza delle mosse di politica monetaria nell’arco di un certo periodo basandosi ad esempio sulla volatilità del tasso ufficiale. In base a questo approccio, una banca centrale è considerata tanto più “attiva” quanto più frequenti e ampie sono le variazioni del suo strumento di politica monetaria. Ad esempio, la BCE ha modificato il proprio tasso di riferimento (ossia il tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali) 22 volte dal 1999. Il ciclo di allentamento della politica monetaria avviato nel 2001 ha portato a una riduzione cumulata del tasso di 275 punti base, realizzata con una sequenza di sette interventi. Nel dicembre 2005 la BCE ha iniziato a invertire tale ciclo, modificando da allora il tasso di riferimento in cinque occasioni. In altre aree economiche, come negli Stati Uniti, si sono registrate nello stesso periodo azioni di politica monetaria più vigorose, in termini di frequenza e intensità degli interventi, sia nei cicli di allentamento che in quelli di inasprimento (cfr. figura 1).

Tale evidenza indicherebbe forse che, rispetto ad altre banche centrali, la BCE non è stata sufficientemente “attiva”, nel senso di efficace o efficiente, nel perseguire il proprio mandato? La risposta a questa domanda è negativa. Infatti, per poter essere significativa, una valutazione del grado di “attivismo” della politica monetaria dovrebbe quantomeno contemplare altri due elementi, di seguito illustrati.

Anzitutto, tale valutazione dovrebbe basarsi sul vigore e sulla tempestività delle decisioni con cui la banca centrale persegue il proprio obiettivo statutario foggiando nel quotidiano il corso della politica monetaria. La valenza giuridica, la chiarezza e la completezza dello statuto della banca centrale e la sua strategia di politica mo-

Figura 1 Tassi di interesse di riferimento nell’area dell’euro e negli Stati Uniti

(valori percentuali in ragione d’anno)



Fonti: BCE e Federal Reserve System.

Nota: il tasso di interesse di riferimento nell’area dell’euro è il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali fino al 28 giugno 2000 e il tasso minimo di offerta sulle stesse operazioni nel periodo successivo. Con riferimento agli Stati Uniti viene mostrato il tasso sui Fed Funds. Dati aggiornati all’11 ottobre 2006.

netaria costituiscono le principali determinanti del grado di risolutezza con cui essa si impegna a conseguire il proprio obiettivo.

Negli ultimi decenni si è assistito a una convergenza degli statuti e degli obiettivi delle banche centrali di vari paesi. A seguito di un’ ondata di riforme su scala mondiale, in molti paesi sono stati conferiti alle autorità monetarie l’indipendenza e il chiaro compito di fornire un ancoraggio nominale all’economia mantenendo l’inflazione su livelli bassi e stabili. Sempre più spesso, inoltre, l’obiettivo della banca centrale è stato articolato in una strategia di politica monetaria ben definita ed esplicitamente comunicata dalla banca centrale stessa. Per questi motivi, le determinanti della politica monetaria derivanti dai mandati e dalle strategie delle autorità monetarie tendono a presentare sostanziali analogie

in molti paesi. Malgrado questa convergenza, tuttavia, l'evoluzione della politica monetaria delle varie banche centrali continua a essere alquanto diversa, e anche nell'arco di uno stesso ciclo non risulta necessariamente simile. Quali sono le ragioni all'origine delle differenze tuttora riscontrabili?

Per rispondere a questa domanda è necessario fare riferimento al secondo elemento da considerarsi nella valutazione dell'“attivismo”, ovvero le caratteristiche del contesto macroeconomico. In presenza di forze esogene che modificano le prospettive economiche la frequenza delle variazioni dei tassi di riferimento non è sufficiente per valutare l'adeguatezza del grado di “attivismo” di una banca centrale. A parità di altre condizioni, un'economia dove inflazione e attività economica si muovono rapidamente perché gli shock esogeni risultano più potenti e si propagano più facilmente potrebbe richiedere interventi maggiori da parte della banca centrale.

Rispetto al mero confronto dell'evoluzione delle politiche monetarie basato sulla frequenza e sull'entità delle modifiche dei tassi di interesse, le misure più evolute dell'“attivismo” si situano quantomeno a uno stadio di avanzamento successivo. Le più elementari stimano ad esempio la forza della correlazione statistica fra lo strumento di politica monetaria e un dato insieme di importanti variabili macroeconomiche. In questo caso, il riferimento preso dagli osservatori esterni per valutare il grado di “attivismo” della politica monetaria è quindi spesso la dimensione dei parametri di risposta nelle funzioni stimate di reazione della politica monetaria¹⁾.

Una formulazione convenzionale di una siffatta reazione è la “regola di Taylor”²⁾ nella forma seguente:

$$i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho) \{ r^* + \pi^* + \beta E_t (\pi_{t+h} - \pi^*) + \gamma (y_t - y_t^*) \} + \varepsilon_t \quad (1)$$

dove i_t è il tasso di interesse nominale corrente a breve termine. L'evoluzione nel tempo del tasso di interesse è spiegata in relazione a tre termini.

- Il primo è un termine inerziale, per cui si postula che il tasso di interesse corrente sia influenzato dal suo valore ritardato i_{t-1} , mentre il parametro ρ corrisponde al grado in cui il tasso corrente dipende dai valori pregressi. Nel riquadro sono illustrate in maggiore dettaglio varie possibili spiegazioni del considerevole livello di inerzia spesso riscontrato nelle stime empiriche delle funzioni di reazione della politica monetaria.
- Il secondo termine è dato dagli elementi inclusi fra parentesi graffe e rappresenta il livello del tasso di interesse a breve termine verso il quale la banca centrale, in base all'equazione 1, porterà il tasso effettivo nel lungo periodo in risposta alle condizioni economiche correnti. Questo termine composito è costituito dalla somma del valore di equilibrio di lungo periodo del tasso di interesse reale a breve termine, r^* , dall'obiettivo di inflazione di lungo termine della banca centrale, π^* , e dagli indicatori delle pressioni inflazionistiche $(\pi_{t+h} - \pi^*)$ e $(y_t - y_t^*)$. In assenza di shock con implicazioni per l'inflazione e il prodotto, $r^* + \pi^*$ rappresenta il tasso nominale di equilibrio verso il quale convergerà nel tempo il tasso di riferimento della banca centrale. In presenza di shock, tuttavia, il tasso a breve termine dovrà essere orientato verso valori superiori o inferiori a $r^* + \pi^*$, a seconda della reazione della banca centrale di fronte agli scostamenti dell'inflazione attesa tra un certo numero di periodi futuri π_{t+h} dall'obiettivo π^* e di quelli del prodotto corrente y_t dal livello potenziale y_t^* . I parametri β e γ , rispettivamente, misurano il vigore di tale reazione.
- Infine, il termine ε_t rappresenta la differenza fra il tasso di interesse a breve termine effettivo e l'evoluzione sistematica della conduzione della politica monetaria prodotta dagli altri due termini della regola.

- 1) Per una trattazione più dettagliata delle regole di politica monetaria, ivi compreso delle funzioni di reazione, cfr. l'articolo *Alcune questioni riguardanti le regole di politica monetaria* nel numero di ottobre 2001 di questo Bollettino.
- 2) Questo termine è tratto dall'influente scritto di John Taylor (1993), *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, pagg. 195-214.

Secondo quanti considerano che queste funzioni di reazione forniscano una rappresentazione attendibile dell'evoluzione della politica della banca centrale nel perseguimento del suo obiettivo, e che pertanto il termine ε_t sia sempre trascurabile o semplicemente *white noise*, una banca centrale risulterebbe relativamente più "attiva" qualora la funzione di reazione stimata in base al corso pregresso della politica monetaria presentasse: 1) coefficienti di reazione relativamente elevati per $(\pi_{t+h}-\pi^*)$ e $(y_t-y_t^*)$, nonché 2) un coefficiente inerziale relativamente più modesto per il valore ritardato del tasso di interesse, che si traduce in un processo di aggiustamento più spedito del tasso nominale effettivo i_t verso il livello desiderato di più lungo periodo.

Benché, per le ragioni che verranno espone in seguito, possa essere prematuro giungere alla predetta conclusione, l'approccio basato sulla "funzione di reazione" all'analisi dell'"attivismo" della politica monetaria è nondimeno utile per evidenziare gli errori in cui possono indurre i confronti fra banche centrali effettuati nel modo più elementare, ossia in base alla frequenza e all'ampiezza delle variazioni dei tassi di interesse. A illustrazione di ciò, si consideri il caso ipotetico di due banche centrali con funzioni di reazione identiche operanti in economie con strutture simili, ma confrontate a shock economici molto diversi. In base alla funzione di reazione, la banca centrale dovrebbe operare aggiustamenti frequenti e vigorosi del tasso di riferimento laddove si trovasse di fronte prevalentemente a "shock di domanda", ossia a shock che risultino in scostamenti per-

sistenti dalla crescita tendenziale e producano effetti simmetrici e durevoli dello stesso segno sul prodotto e sull'inflazione. Per contro, la stessa funzione di reazione richiederebbe un intervento diverso in un'economia interessata da frequenti "shock di offerta", ossia da shock che comportino oscillazioni brusche ma transitorie dell'inflazione, seguite – in assenza di un'azione di contrasto della politica monetaria – da effetti più ridotti "di secondo impatto" e da variazioni concomitanti dell'attività reale in direzione opposta dell'inflazione. In questi casi, a causa della natura transitoria dell'iniziale reazione dell'inflazione, la banca centrale "tralascerebbe" gli inconvenienti immediati, modificando la politica solo nella misura necessaria a controbilanciare gli effetti duraturi che si prevede lo shock produrrà sull'inflazione nei trimestri successivi

In conclusione, pur essendo sistematicamente inclini a reagire nello stesso modo alle stesse condizioni macroeconomiche – e quindi pur essendo ugualmente "attive" – le due banche centrali ipotizzate in questo semplice esempio modificherebbero i tassi di riferimento in misura e a ritmi diversi. In particolare, in presenza di un solido ancoraggio delle aspettative di inflazione, il corso della politica monetaria prescelto dalla banca centrale confrontata prevalentemente a shock "dal lato dell'offerta" sarebbe più ordinato e meno volatile. Ciò non dipenderebbe dalle strategie adottate dalle banche centrali, né dal vigore o dalla tempestività delle loro decisioni, ma piuttosto dai diversi contesti macroeconomici.

Riquadro

ARGOMENTAZIONI TEORICHE A FAVORE DI UNA VARIAZIONE GRADUALE DEL TASSO DI INTERESSE DA PARTE DELLE BANCHE CENTRALI

Le banche centrali ricevono costantemente nuove informazioni che incidono sulla loro valutazione delle condizioni correnti e prospettive dell'economia. Per molte banche centrali, tuttavia, ciò non significa che l'andamento del tasso ufficiale sia caratterizzato da ampie oscillazioni o frequenti inversioni di direzione. Spesso, anzi, i tassi di riferimento sono modificati poco per volta, e in base agli studi empirici vi è considerevole evidenza della presenza di elementi inerziali nel processo di aggiustamento. Gli economisti hanno cercato di formulare teorie che per-

mettano di spiegare l'apparente volontà delle banche centrali di modulare l'andamento del tasso di riferimento. Le interpretazioni più note vengono presentate in questo riquadro.

1. Processo di apprendimento

Secondo l'interpretazione classica di Brainard (1967), l'incertezza riguardo ai reali valori dei parametri dell'economia modello dovrebbe avere l'effetto di attenuare la risposta dello strumento di politica monetaria agli shock, poiché la banca centrale cerca di minimizzare la varianza degli esiti macroeconomici. Il legame tra incertezza macroeconomica e politica monetaria ottimale è stato analizzato anche da Sack (1998), sulla scia del risultato di attenuazione di Brainard. Nella modellizzazione di Sack, la banca centrale è incerta sugli effetti delle azioni di politica monetaria, per cui gli aggiustamenti ottimali del tasso di riferimento si ritrovano confinati in prossimità del livello di tasso per il quale la banca centrale nutre maggiore sicurezza sull'esito delle proprie decisioni. Le variazioni del tasso di riferimento forniscono nuove informazioni sui parametri del modello, inducendo nuovi aggiustamenti del tasso stesso e generando così una politica monetaria inerziale¹⁾.

2. Perdita di credibilità

Strettamente collegata con l'argomentazione precedente, questa tradizionale spiegazione dell'inerzia osservata nella conduzione della politica monetaria è stata formalizzata da Ellis e Lowe (1997) nel contesto delle asimmetrie informative fra la banca centrale e il pubblico. Qualora la banca centrale abbia una conoscenza imperfetta dei dettagli del modello dell'economia e/o il pubblico ritenga che essa non sia perfettamente informata sugli andamenti economici correnti, alterazioni frequenti del corso dei tassi di riferimento rischierebbero di mettere in dubbio la capacità della banca centrale di comprendere il funzionamento dell'economia. Quest'argomentazione è stata avanzata anche da Williams (2003), il quale fa riferimento alla possibilità che l'autorità monetaria desideri evitare “inversioni di direzione” del tasso di riferimento, temendo che queste siano male interpretate come “errori” di politica monetaria, e che finiscano per compromettere la reputazione di professionalità della banca centrale²⁾.

3. Disordini nei mercati dei capitali

Cukierman (1989) osserva che gli ordinari contratti di prestito offerti dalle banche commerciali si caratterizzano per scadenze lunghe e tassi di interesse predeterminati, mentre quelli di deposito hanno scadenze brevi e, di conseguenza, reagiscono rapidamente alle variazioni dei tassi di interesse nominali e agli shock imprevedibili di domanda di credito o di moneta. Per questo motivo, l'inerzia di tasso di interesse protegge in qualche misura il sistema bancario dagli shock negativi riguardanti i flussi di cassa dal lato del passivo delle banche. Tale meccanismo limiterebbe il rischio di diffuse insolvenze bancarie e contribuirebbe a prevenire situazioni di evitabile tensione nei mercati finanziari indotte dalle decisioni di politica monetaria³⁾.

- 1) Brainard, W., (1967), *Uncertainty and the effectiveness of policy*, American Economic Review, Papers and Proceedings 57, pagg. 411-425. Sack, B., (1998), *Uncertainty, learning and gradual monetary policy*, FEDS Working Paper 1998-34. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- 2) Ellis, L. e P. Lowe (1997), “The smoothing of official interest rates”, in P. Lowe (ed.) *Monetary and inflation targeting*, Reserve Bank of Australia. Williams, J.C., (2003), *Simple rules for monetary policy*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, pagg. 1-12.
- 3) Cukierman, A., (1989), *Why does the Fed smooth interest rates?*, Economic Policy Conference 14, pagg. 111-157. Cfr. anche Blinder, A.S., (2000), “Critical issues for modern major central bankers”, in European Central Bank and Center for Financial Studies (ed.) *Modern monetary policy-making under uncertainty*, pagg. 64-74.

4. Superamento del *bias* di stabilizzazione

In base a questa interpretazione, avanzata da Woodford (2003), in prospettiva l'autorità monetaria potrebbe avere migliori probabilità di riuscire a stabilizzare l'economia impegnandosi ad aggiustare il tasso di riferimento in modo inerziale. Questo impegno rafforzerebbe la capacità della banca centrale di influire sulle aspettative circa i tassi di interesse futuri, e quindi di stabilizzare in modo più efficace l'inflazione e il prodotto. Si ipotizzi ad esempio che l'economia sia negativamente influenzata da uno shock inflazionistico. Se gli agenti economici prevedono che la banca centrale reagisca con un protratto aumento dei tassi di riferimento, le aspettative di un livello futuro persistentemente più elevato dei tassi a breve termine innalzerebbero i tassi di mercato applicati ai titoli a lungo termine, che possono essere approssimativamente considerati equivalenti alla media dei tassi a breve termine che si attende prevarranno fino alla scadenza dei titoli. Poiché si ritiene che i tassi a medio e lungo termine siano fra le determinanti più importanti delle condizioni a cui il settore privato può indebitarsi per finanziare la spesa (Goodfriend, 1991; Tinsley, 1999), è lecito attendersi che tale aumento dei tassi sugli strumenti a più lunga scadenza eserciti un impatto frenante sulla domanda aggregata. Di conseguenza, le aspettative di inflazione sarebbero anch'esse inibite e gli effetti inflazionistici della perturbazione iniziale risulterebbero mitigati dall'assenza di effetti di secondo impatto. In altre parole, la regola inerziale evita che si verifichi un incremento temporaneo dell'inflazione attraverso due canali: un aumento del tasso di riferimento corrente e una diminuzione delle aspettative di inflazione grazie al rialzo dei tassi di riferimento futuri attesi. Pertanto, una politica monetaria in grado di attuare un "grado ottimale" di inerzia conseguirebbe un migliore *trade-off* fra la stabilizzazione dell'inflazione e quella dell'*output gap*, poiché risulterebbe inferiore la necessità di operare aggiustamenti considerevoli del tasso di riferimento ⁴⁾.

5. La soglia zero dei tassi di interesse nominali

Rotemberg e Woodford (1999) sottolineano che, in prospettiva, la soglia zero dei tassi di interesse nominali genera incentivi addizionali per il mantenimento di una varianza contenuta dei tassi di riferimento, specie in un contesto di bassa inflazione. L'inerzia dei tassi di interesse nominali ridurrebbe la complessità del problema della soglia zero, poiché, come già accennato, una politica monetaria inerziale eliminerebbe la necessità di ampi movimenti dei tassi di riferimento laddove gli agenti economici fossero sufficientemente lungimiranti. Reifschneider e Williams (2000) e Wolman (2005) sviluppano ulteriormente questo concetto, riscontrando che, una volta raggiunta la soglia inferiore del tasso ufficiale, si potrebbe fare affidamento su una politica monetaria inerziale prolungata per esercitare pressioni al ribasso sui tassi a più lungo termine tramite la teoria delle aspettative della struttura per scadenze, e così attenuare in maniera decisiva gli effetti avversi della soglia zero del tasso nominale a breve termine ⁵⁾.

4) Woodford, M., (2003), *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*, Princeton University Press. Goodfriend, M.S., (1991), *Interest rates and the conduct of monetary policy*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 34, pagg. 7-30. Tinsley, P.A., (1999), *Short rate expectations, term premiums, and central bank use of derivatives to reduce policy uncertainty*, FEDS Working Paper 1999-14, Board of Governors of the Federal Reserve System.

5) Rotemberg, J.J. e M. Woodford (1999), "Interest-rate rules in an estimated sticky price model", in J.B. Taylor (ed.) *Monetary policy rules*, pagg. 57-119, University of Chicago Press. Reifschneider, D. e J.C. Williams (2000), *Three lessons for monetary policy in a low inflation era*, Journal of Money, Credit and Banking 32, pagg. 936-966. Wolman, A.L., (2005), *Real implications of the zero bound on nominal interest rates*, Journal of Money, Credit and Banking 37, pagg. 273-296.

3 LIMITI DELLE FUNZIONI DI REAZIONE QUALI MISURE EMPIRICHE DEL GRADO DI “ATTIVISMO”

Come già accennato nella sezione precedente, le funzioni di reazione stimate costituiscono, in linea di principio, un metodo più sofisticato per determinare il grado di “attivismo” con cui una banca centrale reagisce allo scostamento effettivo o atteso degli andamenti economici dal suo obiettivo. Esse presentano tuttavia tre principali limiti.

Il primo e più rilevante deriva dal fatto che la determinazione e la tempestività con cui una banca centrale agisce nel perseguimento del suo obiettivo di politica monetaria non possono di norma essere quantificate senza conoscere le forze strutturali e le relazioni economiche fondamentali alla base del funzionamento dell’economia in cui opera la banca centrale (cfr. anche la sezione 4). Le banche centrali calibrano le decisioni di politica monetaria in base alle caratteristiche strutturali che determinano il meccanismo di trasmissione dei disturbi esogeni e della stessa politica monetaria nel tempo. Di conseguenza, i coefficienti di reazione stimati in base alle passate regolarità della politica monetaria riflettono un insieme complesso prodotto dal grado ricercato di “attivismo” della banca centrale e dalle condizioni strutturali prevalenti nell’economia in cui la banca centrale si è trovata ad agire.

Il secondo limite, concomitante, è che qualunque funzione convenzionale di reazione – per quanto sufficientemente concisa da poter essere usata come strumento pedagogico per seguire l’evoluzione della politica monetaria e a fini di modellizzazione – rappresenta una descrizione incompleta e insoddisfacente del comportamento di una banca centrale. Nel caso della BCE, siffatti strumenti empirici non colgono l’essenza della strategia a due pilastri. Questa si fonda su una riconciliazione esauriente e aggiornata di una serie di indicatori, articolata in una duplice valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi condotta su orizzonti temporali diversi. Da un lato, l’analisi economica si incentra sul-

la valutazione dell’andamento dell’inflazione nel breve-medio periodo; dall’altro, l’analisi monetaria raffronta le indicazioni ottenute dall’analisi economica con le informazioni ricavate dalle variazioni a bassa frequenza degli indicatori monetari. Tale raffronto consente di evitare il rischio che la politica monetaria subisca il predominio degli influssi di breve periodo che scaturiscono da indicatori caratterizzati da eccessiva volatilità e insufficiente affidabilità. Si tratta di un aspetto strategico fondamentale alla base dell’orientamento di medio termine della BCE. Questo esercizio complesso ed esauriente non può essere ricondotto a una relazione funzionale stabile e meccanicistica fra il tasso di riferimento e alcuni indicatori macroeconomici. Come sottolineato a più riprese dalla BCE stessa nelle spiegazioni in tempo reale delle sue decisioni, la politica monetaria scaturisce da un processo di valutazione sintetica che prende in considerazione la congiuntura economica dell’area dell’euro e la natura mutevole delle relazioni economiche strutturali.

Il terzo limite consiste nel fatto che le stime dei coefficienti delle funzioni di reazione convenzionali sono circondate da un elevato grado di incertezza statistica. Le stime empiriche delle funzioni di reazione producono coefficienti con valori molto diversi a seconda dell’esatta specificazione adottata. Ad esempio, per le pressioni inflazionistiche si riportano in letteratura coefficienti che vanno da valori negativi o prossimi allo zero a valori piuttosto elevati³⁾. Questa incertezza è ulteriormente accentuata da quella relativa alla misurazione delle variabili macroeconomiche considerate nella funzione di reazione.

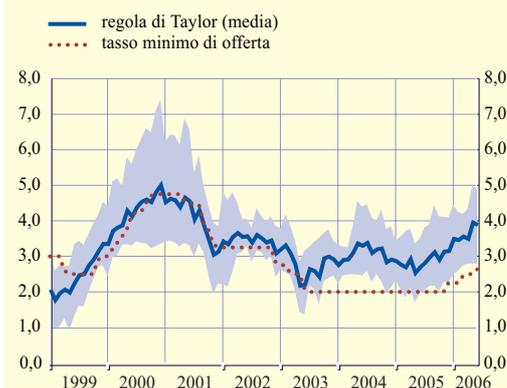
3) Per queste stime, cfr. ad esempio Carstensen, K. (2006), *Estimating the ECB policy reaction function*, German Economic Review 7, n. 1, pagg. 1-34; Gerdesmeier, D. e B. Roffia (2004), *Empirical estimates of reaction functions for the euro area*, Swiss Journal of Economics and Statistics 140, n. 1, pagg. 37-66; Hayo, B. e B. Hofmann (2006), *Comparing monetary policy reaction functions: ECB vs. Bundesbank*, Empirical Economics (di prossima pubblicazione); Heinemann, F. e F. Hüfner (2004), *Is the view from the Eurotower purely European? - National Divergence and ECB Interest Rate Policy*, Scottish Journal of Political Economy 51, n. 4, pagg. 544-558; Sauer, S. e J.-E. Sturm (2006), *Using Taylor rules to understand ECB monetary policy*, German Economic Review (di prossima pubblicazione).

A illustrazione di ciò, la figura 2 fornisce una rappresentazione grafica dell'incertezza riguardante le prescrizioni di politica monetaria che si potrebbero ricavare da una calibrazione standard di una "regola di Taylor" che attribuisca una ponderazione di 1,5 agli scostamenti dell'inflazione dall'obiettivo della banca centrale e di 0,5 a quelli del prodotto dal potenziale (*output gap*). Tale rappresentazione è ricavata variando gli indicatori statistici utilizzati per l'*output gap* e per l'inflazione, e raffigurando i valori del tasso di interesse nominale a breve termine così ottenuti sotto forma di un intervallo ombreggiato. Nell'analisi vengono impiegati quattro diversi indicatori per l'*output gap* e tre per l'inflazione o le aspettative inflazionistiche, tutti comunemente utilizzati nella letteratura economica⁴. Dal grafico si evince che la scelta dell'indicatore al quale si postula debba reagire la politica monetaria nell'ambito di una regola di Taylor incide notevolmente sul tasso di interesse implicito. Ad esempio, l'intervallo massimo dei tassi a breve termine previsti per il periodo campione raggiunge addirittura 400 punti base. Considerata questa ampiezza, non sorprende che al variare delle specificazioni vari significativamente anche la capacità del modello di fornire una rappresentazione adeguata della politica monetaria effettiva. In particolare, i tassi di interesse prescritti in base ad alcune specificazioni sono ragionevolmente prossimi a quello effettivo di riferimento della BCE fino a metà 2003. Successivamente, tuttavia, la politica monetaria è stata più accomodante di quanto comporterebbe in gran parte dei casi il valore dei tassi di interesse ricavati da una semplice regola di Taylor. Ciò indica che queste regole forniscono generalmente una descrizione inadeguata della politica monetaria: il termine ε_t nell'equazione 1 non può sempre considerarsi come trascurabile o semplicemente *white noise*, ma potrebbe anche riflettere, ad esempio, un'intenzione deliberata della banca centrale.

L'incertezza che caratterizza queste stime non è peculiare all'area dell'euro. Numerosi studi, basati su periodi più lunghi, sono stati condotti per il Federal Reserve System statunitense. Le stime puntuali dei parametri di risposta all'inflazione e all'*output gap* risultano tuttavia considerevol-

Figura 2 Tassi di interesse prescritti dalla regola di Taylor per l'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Nota: l'area ombreggiata indica il tasso di interesse nominale minimo e quello massimo impliciti nella regola di Taylor tra quelli ottenuti utilizzando diverse misure statistiche dell'*output gap* e dell'inflazione. La linea continua si riferisce alla media dei tassi. La derivazione dei tassi di Taylor è basata su valori standard dei parametri, pari a 1,5 per lo scostamento dell'inflazione dall'obiettivo della banca centrale e a 0,5 per l'*output gap*, come proposto nella formulazione originale di Taylor. I tassi di Taylor includono una costante pari al valore medio di quelle ottenute stimando una serie di regole di Taylor per il periodo gennaio 1999 - marzo 2006. Come indicato nel testo, questa misura soffre di limiti concettuali essendo il prodotto di una stima in forma ridotta della regola. I dati hanno frequenza mensile, quelli disponibili su base trimestrale sono stati interpolati utilizzando uno *spline* cubico. Dati aggiornati a marzo 2006.

mente diverse a seconda del periodo campione e degli indicatori economici adottati. Ad esempio, l'impiego di misure dell'*output gap* in tempo reale piuttosto che *ex post* conduce a interpretazioni notevolmente diverse dell'evoluzione della politica monetaria statunitense⁵.

4) Fra le misure dell'*output gap* figurano gli scostamenti della produzione industriale da un *trend* quadratico-lineare e da un *trend* ottenuto con filtro HP, lo scostamento del PIL da un *trend* ottenuto con filtro HP e l'*output gap* calcolato dall'OCSE. Le misure dell'inflazione sono l'inflazione effettiva e le aspettative di inflazione sull'orizzonte di un anno ricavate dalla Survey of Professional Forecasters della BCE e da Consensus Economics. I tassi di interesse sono calcolati per tutte le 12 combinazioni delle misure considerate dell'*output gap* e dell'inflazione.

5) Cfr. ad esempio English, W.B., W.R. Nelson e B.P. Sack (2003), *Interpreting the significance of the lagged interest rate in estimated monetary policy rules*, Contributions to Macroeconomics 3, articolo 5; Kozicki, S. (1999), *How useful are Taylor rules for monetary policy?*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review 2, pagg. 5-33; Orphanides, A. (2001), *Monetary policy rules based on real-time data*, American Economic Review 91, pagg. 964-985; Rudebusch, G.D. (2001), *Is the Fed too timid? Monetary policy in an uncertain world*, Review of Economics and Statistics 83, pagg. 203-217.

4 STRUTTURE ECONOMICHE E POLITICA MONETARIA

Uno degli aspetti strutturali fondamentali che risulta piuttosto rilevante per il grado di “attivismo” di una banca centrale è il livello di flessibilità o di vischiosità con cui i prezzi e i salari reagiscono agli shock. Gli operatori che determinano i prezzi e negoziano i salari potrebbero essere, a causa di varie resistenze, più o meno lenti nell’elaborare le notizie economiche, comprese quelle di cambiamenti nell’orientamento della politica monetaria, e nell’incorporarle nei prezzi e nei salari effettivi.

Due sono le conseguenze principali di un meccanismo di aggiustamento lento dei prezzi e dei salari. In primo luogo, nelle economie dove le rigidità nominali sono significative, prezzi e salari riflettono le variazioni delle grandezze fondamentali con sfasamenti temporali considerevoli. Ciò rende più probabile che l’onere dell’aggiustamento di fronte agli squilibri creati dai disturbi che colpiscono l’economia comporti oscillazioni indesiderate del prodotto e dell’occupazione. Un’economia più flessibile potrebbe al contrario favorire la resistenza complessiva di medio-lungo termine del sistema ai disturbi esterni, spostando una quota maggiore dell’aggiustamento su variazioni riequilibratrici dei prezzi e dei salari. In secondo luogo, e in conseguenza di ciò, a parità di altre condizioni le rigidità nominali possono incidere sul grado di persistenza dell’inflazione. Le variazioni delle condizioni di costo tendono a distribuirsi su un periodo di tempo esteso, poiché in un’economia rigida i prezzi reagiscono lentamente alle variazioni delle condizioni di fondo. Pertanto, le rigidità nominali possono al tempo stesso attutire e prolungare l’impatto di uno shock.

In conseguenza di questi due effetti, la vischiosità degli aggiustamenti di prezzo influisce fortemente sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria e sulla risposta appropriata da dare ai disturbi economici. Per quanto riguarda il meccanismo di trasmissione, una maggiore vischiosità dei prezzi comporta che una stessa variazione del tasso di riferimento nominale

abbia un impatto maggiore sul tasso in termini reali, il quale, in ultima istanza, è fra le determinanti della domanda aggregata. Ad esempio, in siffatto contesto una riduzione del tasso di riferimento nominale – operata in modo da non compromettere la stabilità dei prezzi nel medio termine – fornirà nel contempo un sostegno notevolmente maggiore all’attività economica reale rispetto a quanto accadrebbe in un’economia più flessibile.

Quanto alla risposta appropriata per i disturbi economici, laddove la banca centrale ha un’elevata credibilità e le aspettative di inflazione sono solidamente ancorate in prossimità della definizione quantitativa di stabilità dei prezzi – un aspetto che verrà trattato in seguito –, è probabilmente preferibile che la politica monetaria assuma un indirizzo stabile e guardi oltre gli andamenti di breve periodo dell’inflazione. La ragione di ciò risiede nel fatto che, in un’economia caratterizzata da rigidità nominali significative, l’inflazione sarebbe tendenzialmente meno reattiva agli shock poiché i responsabili dei prezzi impiegherebbero più tempo a incorporare le notizie economiche nelle proprie decisioni. Inoltre, se la banca centrale ha un’elevata credibilità, tali operatori prevedranno che essa finirà per riportare l’inflazione ai livelli precedenti lo shock. Così, nonostante la presenza di rigidità significative che di norma rallenterebbero il processo con cui gli shock influiscono nel tempo sull’inflazione, quest’ultima potrebbe nel complesso tendere a essere meno persistente e gli shock a dissiparsi più rapidamente.

In siffatte circostanze, reazioni eccessivamente aggressive agli andamenti di breve periodo rischierebbero di provocare un’indebita volatilità nei mercati e nell’economia. Tuttavia, quest’apparente “pazienza”, ossia la minore varianza dei tassi di riferimento e l’associata divergenza rispetto alle prescrizioni fornite da semplici funzioni di reazione, non sarebbe sintomatica di un’ingiustificata inerzia, “passività” o indifferenza alle condizioni macroeconomiche, ma rispecchierebbe piuttosto l’attenta calibrazione del corso della politica monetaria alle peculia-

rità strutturali dell'economia di fondo, con una conseguente moderazione della risposta di politica monetaria.

Questa semplice descrizione delle caratteristiche assunte dalla politica monetaria in risposta agli shock in un'economia più rigida non è tuttavia sufficiente per comprendere le sfide cui è confrontata una banca centrale nella realtà. In primo luogo, la risposta della banca centrale agli shock deve prendere in considerazione l'incertezza riguardante il funzionamento dell'economia, in particolare circa l'entità delle rigidità nominali e il grado di persistenza dell'inflazione. Ciò richiede che la banca centrale propenda per azioni robuste e che la politica monetaria eviti di cercare di regolare le dinamiche economiche, perseguendo piuttosto l'obiettivo di medio termine di mantenere la stabilità dei prezzi.

In secondo luogo, la banca centrale propenderebbe per una risposta "paziente" agli shock di costo di tipo *pull* o *push* solo se avesse una ragionevole certezza che le aspettative inflazionistiche restassero ben ancorate di fronte a variazioni di breve periodo dell'inflazione. Si potrebbero ipotizzare scenari in cui gli agenti economici apprendono solo lentamente e/o gradualmente le condizioni macroeconomiche, comprese la determinazione e la tempestività con cui la banca centrale agisce per il mantenimento della stabilità dei prezzi. Le aspettative di inflazione potrebbero in questi casi divenire sensibili a disturbi transitori, dal momento che gli agenti economici tenderebbero a proiettare nel futuro gli andamenti correnti e recenti. In siffatta situazione, le rigidità dei prezzi e dei salari potrebbero cominciare a interagire con le mutate aspettative inflazionistiche, rendendo molto persistente lo shock inflazionistico. Se ciò si verificasse, anche una banca centrale operante in un contesto caratterizzato da rigidità nominali significative dovrebbe reagire agli sviluppi in modo più vigoroso – invece che blando – per scongiurare il rischio che gli shock correnti e recenti possano radicarsi nelle aspettative inflazionistiche degli agenti economici⁶⁾.

5 CONTESTO MACROECONOMICO E POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

Nella trattazione precedente si è evidenziato come, allo scopo di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine, le azioni di politica monetaria debbano essere attentamente calibrate in base alle condizioni economiche prevalenti e prospettiche, determinate dagli shock esogeni che occasionalmente colpiscono l'economia e dai canali strutturali tramite i quali si propagano. Di conseguenza, per comprendere la politica monetaria nell'area dell'euro è necessario analizzare i disturbi macroeconomici di fondo che hanno di recente interessato l'area, nonché il meccanismo con cui si sono propagati nel tempo all'economia. Al riguardo, particolare attenzione meritano gli aspetti relativi al grado di rigidità nominale e all'ancoraggio delle aspettative.

SHOCK MACROECONOMICI

Il paesaggio macroeconomico dell'area dell'euro è stato caratterizzato soprattutto da una combinazione sfavorevole di shock: in particolare, è stato interessato prevalentemente da sviluppi negativi dal lato dell'offerta. Non si è trattato di un fenomeno mondiale, ma piuttosto di circostanze peculiari all'area dell'euro. Questa peculiarità sembra essersi fatta più pronunciata negli ultimi dieci anni, malgrado la globalizzazione e la generale tendenza a una maggiore integrazione economica internazionale⁷⁾. Ciò risulta con particolare evidenza allorché si mettono a confronto gli sviluppi dal lato dell'offerta intervenuti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti durante la fase di forte crescita e successivo crollo delle quotazioni azionarie nell'arco dell'ultimo decennio.

6) Cfr. Orphanides, A. e J.C. Williams (2002), "Imperfect knowledge, inflation expectations and monetary policy", in *The Inflation Targeting Debate*, B. Bernanke and M. Woodford (ed.), University of Chicago Press; Gaspar, V., F. Smets e D. Vestin (2006), *Adaptive learning, persistence and optimal monetary policy*, *Journal of the European Economic Association* 4, pagg. 376-385.

7) Cfr. ad esempio Stock, J. e M. Watson, *Has the business cycle changed? Evidence and explanations*, documento presentato al simposio della Federal Reserve Bank of Kansas City *Monetary Policy and Uncertainty*, Jackson Hole, Wyoming, 28-30 agosto 2003.

Nell'area dell'euro l'aumento e la successiva contrazione dei corsi azionari sono andate di pari passo con un costante calo della crescita tendenziale della produttività del lavoro, misurata in termini di tasso di crescita del rapporto fra PIL e ore lavorate. A sua volta, tale andamento ha inciso negativamente sul livello sostenibile del prodotto potenziale nell'area dell'euro. Nonostante l'incertezza significativa sulla misurazione effettiva di questi indicatori, in base a una prospettiva contabile della crescita il netto calo della produttività del lavoro verificatosi nell'area dell'euro potrebbe derivare in parti uguali da una riduzione dell'intensità di capitale o *capital deepening* (ossia dell'ammontare di capitale destinato a ciascun lavoratore) e della produttività totale dei fattori (ossia il grado di efficienza della combinazione dei fattori produttivi). Negli Stati Uniti, al contrario, il vigore degli investimenti delle imprese derivante dall'apprezzamento del mercato azionario – paragonabile per dimensioni a quello osservato nell'area dell'euro – ha comportato benefici significativi dal lato dell'offerta. Il contributo fornito da un aumento dell'intensità di capitale alla produttività del lavoro negli Stati Uniti è raddoppiato nel corso degli anni novanta. Successivamente, e nonostante lo straordinario calo degli investimenti delle imprese dopo il collasso delle quotazioni azionarie nel 2000, esso si è stabilizzato sui livelli elevati raggiunti al volgere del millennio. Da allora, l'aumento dell'intensità di capitale è stato rimpiazzato da progressi considerevoli della produttività totale dei fattori, che è risultata il principale motore della crescita del prodotto per ora lavorata⁸⁾.

Questi andamenti opposti dal lato dell'offerta nelle due aree economiche considerate hanno avuto ripercussioni significative per la *performance* macroeconomica complessiva. Nell'area dell'euro la decelerazione della produttività totale dei fattori è stata un'importante determinante dei deludenti risultati economici e ha rafforzato l'impatto degli shock all'origine del rallentamento registrato agli inizi del nuovo millennio, shock che hanno sostanzialmente avuto la medesima natura in entrambe le aree valutarie. Negli

Stati Uniti, invece, i favorevoli andamenti dal lato dell'offerta hanno in parte controbilanciato queste forze avverse.

L'impatto degli shock di inizio millennio – riguardanti principalmente lo scoppio della bolla dei prezzi azionari e le sue ripercussioni negative per gli investimenti, nonché il debole clima di fiducia dei consumatori – si è avvertito dal lato della domanda e ha esercitato le tipiche pressioni al ribasso sia sul prodotto sia sull'inflazione. Gli sviluppi avversi della produttività nell'area dell'euro hanno aggravato l'evoluzione negativa dell'attività reale, prevenendo al tempo stesso un calo dell'inflazione. Deprimendo le prospettive di crescita dei redditi e riducendo i rendimenti prospettici del capitale, questi andamenti hanno provocato un ulteriore arretramento della spesa per consumi e degli investimenti delle imprese. L'evoluzione di fondo sfavorevole della produttività totale dei fattori ha inoltre reso più difficile per le imprese sormontare la volatilità connessa con i numerosi disturbi che dal 1999 hanno interessato i costi non salariali. L'inflazione nell'area dell'euro è pertanto rimasta più vulnerabile a shock imprevedibili, come i rincari del petrolio nel 1999-2000 e nel 2004, quelli degli alimentari non trasformati per lo scoppio delle epidemie di encefalopatia bovina spongiforme e di afta epizootica nel 2001 e gli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte sui tabacchi annunciati verso la fine del 2004. Sebbene di recente l'inflazio-

8) La crescita della produttività del lavoro osservata nell'area dell'euro è stata in media del 2,3 per cento nella prima metà degli anni novanta, dell'1,7 per cento nella seconda metà di quel decennio e dello 0,7 per cento nei primi anni duemila (2000-2005). Il contributo dell'aumento dell'intensità di capitale durante questi stessi periodi è stato dello 0,6, 1,1 e 1,1 per cento rispettivamente e quello della produttività totale dei fattori dell'1,2, 1,2 e 0,3 per cento. Negli Stati Uniti le dinamiche sono state al contrario positive: il contributo dell'aumento dell'intensità di capitale è stato negli stessi periodi dello 0,6, 1,1 e 1,1 per cento rispettivamente e quello della produttività totale dei fattori dello 0,5, 1,0 e 1,9. Cfr. G. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker e J. Turunen, *Labour productivity developments in the euro area*, Occasional Paper della BCE (di prossima pubblicazione), nonché il riquadro 9 *Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro* e il riquadro 6 *Un confronto fra le dinamiche dell'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dal 1995* apparsi rispettivamente nel numero del marzo 2005 e dell'aprile 2006 di questo Bollettino.

ne possa essere divenuta più resistente a tali shock, essa si è mossa al rialzo durante il rallentamento ciclico iniziato nel 2001, rimanendo successivamente su livelli più elevati, anche in un momento in cui l'accumularsi nell'economia di margini di sottoimpiego della capacità produttiva avrebbe a rigore potuto ridurre le pressioni sui prezzi (cfr. figura 3). Per contro, negli Stati Uniti l'inflazione è decisamente calata nei primi anni del nuovo millennio, in concomitanza con la rapida crescita del sottoimpiego della capacità produttiva.

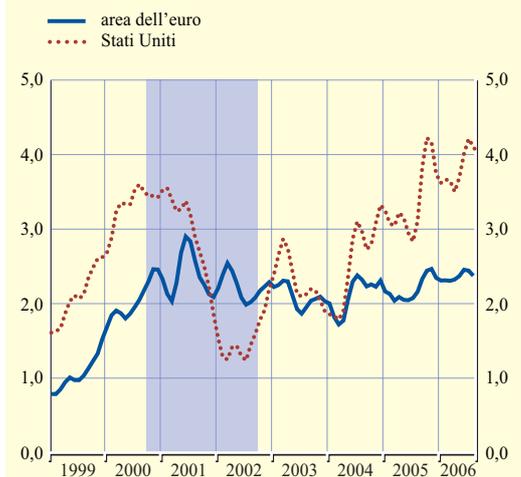
Queste evidenze portano a due considerazioni. In primo luogo, sebbene la piena capacità del fattore lavoro o di altri fattori produttivi non possa essere osservata direttamente ed il vigore della relazione fra l'utilizzo dei fattori e l'inflazione sia difficile da misurare, nell'area dell'euro quest'ultimo nesso sembrerebbe debole. Di conseguenza, le riduzioni del grado di utilizzo della capacità non si traducono necessariamente in una più bassa inflazione e potrebbero indurre fluttuazioni asincrone del prodotto e dei prezzi. In secondo luogo, il ruolo maggiore che hanno nell'area dell'euro i disturbi avversi generalmente definibili come "shock di offerta" – confermato da analisi comparate dell'area dell'euro e dell'economia statunitense condotte in base a modelli strutturali⁹⁾ – ha importanti implicazioni per la politica monetaria. Dato che gli shock avversi di offerta tendono ad agire sull'inflazione in modo anticiclico nei momenti di debolezza dell'attività economica, la combinazione degli shock che hanno colpito l'area dell'euro negli ultimi anni implica che il contesto macroeconomico sia stato particolarmente difficile dal punto di vista della politica monetaria.

CARATTERISTICHE STRUTTURALI DELL'ECONOMIA

Le caratteristiche strutturali dell'economia dell'area dell'euro, principalmente il grado di rigidità dei mercati dei prodotti e del lavoro e le modalità con cui si formano le aspettative del settore privato, influiscono fortemente sul meccanismo di trasmissione di ogni eventuale disturbo che colpisce l'economia.

Figura 3 Inflazione al consumo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: BCE e BRI.

Nota: l'area ombreggiata segnala il periodo di due anni caratterizzato dal calo dell'indice S&P 500.

L'ampio *corpus* di ricerche recentemente condotte nell'ambito del *network* sulla persistenza dell'inflazione (*Inflation Persistence Network*, iniziativa congiunta della BCE e delle BCN dell'Eurosistema) conferma l'opinione comune secondo cui nell'area dell'euro il processo di aggiustamento dei prezzi in risposta al mutamento delle condizioni economiche sia piuttosto lento¹⁰⁾, specie al confronto con gli Stati Uniti. Nell'area dell'euro la durata media dei prezzi al consumo – una misura del tempo impiegato dai dettaglianti per modificare il prezzo dei loro prodotti – è di 13 mesi (cfr. la tavola). In base alle inchieste realizzate, la durata media di un prezzo alla produzione è di 11 mesi. Le corrispondenti misure per gli Stati Uniti sono notevolmente inferiori, pari a meno di sette mesi e

9) Esercizi comparati condotti in base a modelli strutturali indicano che, rispetto agli Stati Uniti, l'area dell'euro è soggetta a shock di domanda di entità minore e a shock di offerta più frequenti. Cfr. ad esempio Smets, F. e R. Wouters (2005), "Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: a Bayesian DSGE approach", *Journal of Applied Econometrics* 20, n. 1, pagg. 161-183.

10) Cfr. l'articolo *Modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro* nel numero del novembre 2005 di questo Bollettino.

Misure della rigidità dei prezzi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

Indice	Statistica	Area dell'euro	Stati Uniti
IPC	Frequenza ¹⁾	15,1	24,8
	Durata media (mesi)	13,0	6,7
	Durata mediana (mesi)	10,6	4,6
IPP	Frequenza ¹⁾	20,0	n.d.
IPP (evidenza basata su sondaggi)	Frequenza ¹⁾	15,9	20,8
	Durata media (mesi)	10,8	8,3
Curva di Phillips neo-keynesiana	Durata media (mesi)	13,5-19,2	7,2-8,4

Fonti: IPC: Dhyne et al. (2005) per l'area dell'euro, Bils e Klenow (2004) per gli Stati Uniti. PPI: Vermeulen et al. (2005). Evidenza basata sondaggi: Fabiani et al. (2005) per l'area dell'euro e Blinder et al. (1998) per gli Stati Uniti. Curva di Phillips neo-keynesiana: le stime presentate in Gali et al. (2001, 2003) basate sul deflatore del PIL sono state trasformate dalla loro originaria base trimestrale. Informazioni dettagliate sono riportate nella nota 11.

1) La frequenza si riferisce alla percentuale media di prezzi modificati in un mese.

poco più di otto mesi per i prezzi rispettivamente al consumo e alla produzione ¹¹⁾.

Di per sé queste evidenze non escludono la possibilità che i prezzi nell'area dell'euro siano più vischiosi poiché nell'area gli shock stessi risultano meno potenti e meno volatili, comportando di conseguenza una minore necessità di modificare i prezzi. Tuttavia, le evidenze sopra riassunte e le stime ottenute da modelli strutturali che prendono in considerazione la volatilità delle forze fondamentali alla base dell'inflazione indicano che la lunghezza della durata dei prezzi nell'area dell'euro deriva effettivamente da un più lento processo di aggiustamento dei prezzi e dei salari a variazioni del quadro economico.

Ulteriori elementi strutturali che determinano il meccanismo di trasmissione dei disturbi macroeconomici sono legati al modo in cui si formano le aspettative del settore privato – soprattutto al grado di lungimiranza dei responsabili di prezzi e salari – e alle interazioni fra le decisioni e la comunicazione della banca centrale da un lato e il modo in cui le percepisce il settore privato dall'altro. Sebbene vi sia ancora molto da apprendere riguardo alla formazione delle aspettative, le evidenze disponibili indicano che la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi della BCE ha indirizzato fermamente le aspettative inflazionistiche nell'area dell'euro, indipendentemente dal fatto che l'inflazione al consumo nell'area sia rimasta su livelli pari o superiori al 2 per cento a partire dalla fine del

2000. Anzitutto, le misure delle aspettative di inflazione tratte dalle indagini sono rimaste di poco inferiori al 2 per cento e mostrano come l'influenza esercitata su di esse dalla banca centrale si sia rafforzata dall'introduzione dell'euro ¹²⁾. Secondariamente, gli indicatori della prevedibilità delle mosse della BCE mostrano che i mercati hanno correttamente interpretato in che modo l'evoluzione dello stato dell'economia viene incorporata nelle decisioni di politica monetaria allo scopo di mantenere la stabilità dei prezzi, definita quantitativamente, nel

11) Per l'area dell'euro, cfr. Dhyne, E., L. Alvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rumler e J. Vilmunen (2005), *Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual consumer price data*, Working Paper della BCE n.524; Vermeulen, P., D. Dias, I. Hernando, R. Sabbatini, P. Sevestre e H. Stahl (2005), *Price setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data and producer surveys*; Fabiani, S., M. Druant, I. Hernando, C. Kwapił, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl e A. Stokman (2005), *The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence*, Working Paper della BCE n.535; Gali, J., M. Gertler D. Lopez-Salido (2001), *European inflation dynamics*, European Economic Review 45, n.7, pagg. 1237-1270; Gali, J., M. Gertler e D. Lopez-Salido (2003), *Erratum*, European Economic Review 47, n.4, pagg. 759-760. Per gli Stati Uniti, cfr. Bils, M. e P. Klenow (2004), *Some evidence on the importance of sticky prices*, Journal of Political Economy 112, pagg. 947-985; Blinder, A. S., E. Canetti, D. E. Lebow e J. B. Rudd (1998), *Asking about prices: a new approach to understanding price stickiness*, Russel Sage Foundation.

12) Un quadro sostanzialmente simile emerge considerando le aspettative di inflazione a lungo termine ricavate dagli strumenti finanziari allorché si tiene conto dei premi per il rischio di inflazione. Cfr. l'articolo *Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.

medio termine ¹³⁾. Infine, i modelli macroeconomici strutturali forniscono alcuni riscontri secondo cui i responsabili dei prezzi e dei salari nell'area dell'euro formano le proprie aspettative focalizzandosi in ampia misura sull'obiettivo quantitativo della banca centrale ¹⁴⁾. Ciò implica che l'influsso esercitato dalla definizione quantitativa di stabilità dei prezzi della BCE sull'evoluzione nel tempo dell'inflazione può superare quello prodotto dagli shock pregressi. Nell'area dell'euro uno shock inflazionistico si dissipa rapidamente nonostante l'elevato grado di rigidità dei prezzi, e l'inflazione ha tendenza a ritornare sui valori normali di lungo periodo in tempi ragionevolmente brevi.

Questi riscontri contribuiscono anche a spiegare perché, nonostante la lentezza dei meccanismi di fissazione dei prezzi, nell'area dell'euro la persistenza dell'inflazione sia simile a quella osservata in altre aree economiche. L'emivita dell'effetto di uno shock sull'inflazione è considerevolmente inferiore all'anno ¹⁵⁾, un valore prossimo a quello ottenuto, ad esempio, per gli Stati Uniti. Questa analogia è degna di nota, data l'entità delle differenze fra le prassi di aggiustamento dei prezzi nelle due aree. Essa indica che parte della persistenza del processo inflativo generata dalla rigidità dei prezzi – la quale tende a perpetuare in futuro le pressioni inflazionistiche passate – può essere controbilanciata da un solido ancoraggio delle aspettative dei responsabili di prezzi e salari all'obiettivo della banca centrale, che compensa in parte l'inerzia aggiuntiva risultante da una struttura economica più rigida.

IMPLICAZIONI SUL PIANO DELLA POLITICA MONETARIA

Idealmente, nella sua azione la banca centrale necessiterebbe di una percezione accurata e aggiornata delle condizioni economiche attuali e prospettive, in particolare di una conoscenza dettagliata delle caratteristiche strutturali dell'economia, di eventuali disturbi che la influenzano e del loro potenziale di destabilizzazione delle aspettative di inflazione. Tuttavia, la banca centrale ha a disposizione soltanto stime molto imprecise e, anche in retrospettiva, metodi di stima diversi producono risultati assai differen-

ti. Questo stato di generale incertezza comporta che la banca centrale debba prestare opportuna attenzione a tutte le informazioni pertinenti, ampliando l'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi e mettendo in atto una politica monetaria "robusta", ossia che produca risultati soddisfacenti anche in circostanze imprevedute e molto sfavorevoli. È questa l'essenza della strategia a due pilastri della BCE.

L'analisi retrospettiva permette di affermare che la strategia di politica monetaria della BCE ha funzionato bene, fungendo da bussola che ha saldamente guidato la banca centrale verso l'obiettivo di mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. In particolare, essa ha costantemente aiutato la BCE a calibrare attentamente le proprie azioni alle caratteristiche strutturali dell'area dell'euro e, quel che è più importante, ad ancorare le aspettative di inflazione a lungo termine.

Il mantenimento dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione su livelli strettamente in linea con la definizione di stabilità dei prezzi e la prevenzione di effetti di secondo impatto sono di fondamentale importanza per la BCE. In primo luogo, in un'economia relativamente rigida come l'area dell'euro è senz'altro possibile che di fatto gli squilibri temporanei fra la domanda e l'offerta potenziale si trasmettano all'inflazione solo lentamente. Tuttavia, qualora ciò finisse per accadere, la loro correzione risulterebbe più costosa in termini di destabilizzazione delle variabili macroeconomiche. La politica monetaria dovrebbe pertanto restare costantemente "in allerta", al fine di individuare eventuali minacce per le prospettive di stabilità dei prezzi, in modo da non ritrovarsi ad agire in ritardo, e quindi con meno probabilità di riuscita, di fronte a tendenze

13) Cfr. l'articolo *La prevedibilità della politica monetaria della BCE* nel numero di gennaio 2006 di questo Bollettino.

14) Cfr. Christiano, L., R. Motto e M. Rostagno (2006) "Shocks, Structures or Policies? A Comparison of the Euro Area and the US", *Journal of Economic Dynamics and Control* (di prossima pubblicazione).

15) Cfr. Altissimo, F., M. Ehrmann e F. Smets, *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area*, Occasional Paper della BCE n. 46, giugno 2006.

in atto da tempo. In secondo luogo, l’aspettativa che l’inflazione non si distacchi dal rispettivo ancoraggio conferisce una certa flessibilità nel breve termine per rispondere ai disturbi economici, allo scopo di assicurare condizioni macroeconomiche più equilibrate nel più lungo periodo. Tuttavia, siffatta flessibilità può durare soltanto fintantoché l’ancoraggio delle aspettative di inflazione non sia a repentaglio.

Certo, la BCE non avrebbe portato i tassi di riferimento nominali e reali ai bassissimi livelli raggiunti nella prima metà del 2003 – pur in presenza di un’inflazione al consumo effettiva pari o superiore al 2 per cento per oltre due anni – e non li avrebbe lasciati a tali livelli senza che vi fossero stati segnali affidabili di un solido ancoraggio delle aspettative e di un rapido riassorbimento degli shock inflazionistici. Durante gran parte di quel periodo le aspettative di inflazione sono rimaste di fatto allineate con la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi della BCE senza che vi fossero azioni esplicite di politica monetaria. Nei momenti in cui le aspettative hanno dato segni di iperreaione di fronte a determinati eventi – come l’ascesa dei corsi petroliferi – la comunicazione della BCE in merito all’obiettivo di stabilità dei prezzi si è opposta con efficacia a sviluppi disordinati, ponendo rinnovata enfasi sull’atteggiamento vigile e sulla determinazione della banca centrale nel perseguimento dell’obiettivo e sul suo costante “stato di allerta”.

Data la prevalenza degli shock sfavorevoli “dal lato dell’offerta” che hanno colpito l’area dell’euro e la considerazione secondo cui in un’economia relativamente rigida una banca centrale è in grado di fornire alle condizioni economiche un sostegno della stessa intensità aggiustando lo strumento di politica monetaria più moderatamente rispetto a quanto farebbe in un’economia flessibile, lo stimolo di politica monetaria impartito dalla BCE nei primi anni del nuovo millennio è stato considerevole.

Dal dicembre 2005 la BCE ha iniziato a ridurre il grado di espansione monetaria al fine di evitare che si materializzassero i rischi al rialzo per

la stabilità dei prezzi individuati dalle analisi sia economica sia monetaria.

Questo processo è stato e continuerà a ispirarsi al principio, ben consolidato nella politica monetaria della BCE, secondo cui il contributo più efficace che una banca centrale può fornire alla promozione delle prospettive di crescita e degli standard di vita nel medio-lungo periodo è quello di mantenere la stabilità dei prezzi e la solidità e l’affidabilità della valuta.

6 CONCLUSIONI

Fin dall’introduzione della moneta unica, la politica monetaria ha permesso di evitare movimenti disordinati delle aspettative inflazionistiche a medio e lungo termine nell’area dell’euro. Essa ha inoltre conseguito un livello di prevedibilità comparabile a quello di altre importanti banche centrali. Ciò non sarebbe stato possibile senza una politica monetaria credibile, caratterizzata da persistenza e regolarità nella determinazione dei tassi di interesse, e senza la comprensione delle logiche a essa sottese da parte dei mercati finanziari e del pubblico più in generale. In siffatto contesto, vi è nondimeno stato un acceso dibattito sulla conduzione della politica monetaria da parte della BCE, criticata per non esser stata sufficientemente “attiva”.

In questo articolo si sostiene che per essere significativa una valutazione del grado di “attivismo” della politica monetaria non può essere condotta in astratto, ma dovrebbe al contrario prendere in considerazione la determinazione e la tempestività delle decisioni con cui una banca centrale persegue il suo obiettivo statutario di politica monetaria condizionatamente alle caratteristiche concrete del contesto economico che la circonda. Al riguardo, le valutazioni basate unicamente sulla frequenza e l’ampiezza delle mosse di politica monetaria in un determinato periodo potrebbero rivelarsi notevolmente fuorvianti. Il grado appropriato di “attivismo” di una banca centrale dipende dall’aggiustamento ai disturbi esterni richiesto dall’obiettivo stesso della banca centrale. L’evoluzione della politica monetaria che ne discende

dipende dalle caratteristiche strutturali dell'economia e dalla sequenza, la natura e l'entità degli shock ai quali la banca centrale deve rispondere.

Le dinamiche dei tassi ufficiali nell'area dell'euro rispetto a quelle di altre economie non riflettono un'indebita mancanza di determinazione da parte della BCE nel perseguimento del suo obiettivo, ma vanno piuttosto inquadrare nel contesto di stabilità delle aspettative inflazionistiche a lungo termine – che a loro volta riflettono e interagiscono con la credibilità della politica monetaria –, della combinazione sfavorevole di shock che hanno colpito l'area dell'euro (in particolare i deludenti sviluppi dal lato dell'offerta), e dell'elevato grado di rigidità nominale mostrato dall'economia.

L'impegno della BCE per il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo e dell'ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine ha portato alla creazione di un contesto più favorevole per la crescita del prodotto e la creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro. In prospettiva, la sfida che si pone nell'area è quella di accelerare l'attuazione delle riforme strutturali necessarie ad accrescere la concorrenza e la flessibilità nei mercati dei prodotti e del lavoro, favorendo così la crescita della produttività e sviluppi favorevoli dal lato dell'offerta. Riforme di questo tipo non soltanto prepararebbero il terreno per una solida crescita dell'attività economica, ma migliorerebbero altresì il contesto macroeconomico in cui si trova a operare la politica monetaria.

L'ESPERIENZA DELL'EUROSISTEMA DOPO LE OPERAZIONI DI REGOLAZIONE PUNTUALE ALLA FINE DEI PERIODI DI MANTENIMENTO DELLE RISERVE

Con l'entrata in vigore nel marzo 2004 delle modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria, è aumentato l'intervallo di tempo medio tra l'ultima operazione di rifinanziamento principale in un periodo di mantenimento delle riserve e l'ultimo giorno di tale periodo. Una conseguenza di ciò è stato il verificarsi, occasionalmente, di consistenti squilibri di liquidità alla fine dei periodi di mantenimento. Dall'autunno 2004, la BCE ha contrastato più attivamente tali squilibri, conducendo operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning*) alla fine dei periodi di mantenimento. Questo articolo chiarisce l'obiettivo e il funzionamento di tali operazioni e fornisce una prima valutazione del loro effetto stabilizzante sui tassi di interesse a breve termine del mercato monetario. Inoltre, i riscontri empirici forniti indicano che la conduzione di operazioni di *fine-tuning* alla fine dei periodi di mantenimento ha consentito di ridurre sia le oscillazioni dei tassi di interesse a breve termine sia il ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti nell'ultimo giorno dei periodi. L'articolo esamina anche i fattori alla base dei singoli comportamenti in asta adottati dalle controparti, analizzando le loro decisioni di partecipare alle operazioni di *fine-tuning* di fine periodo. Infine, viene considerato il ruolo di tali operazioni nel ridurre i differenziali tra i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario e il tasso minimo di offerta.

I INTRODUZIONE

Le operazioni di *fine-tuning* sono un tipo di operazione di mercato aperto prevista dall'assetto operativo dell'Eurosistema; tuttavia, non sono uno strumento utilizzato regolarmente per la creazione o l'assorbimento di liquidità, ma vengono condotte solo se necessario. Mentre le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e, in misura minore, quelle di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) sono utilizzate per immettere regolarmente liquidità nel settore bancario, le operazioni di *fine-tuning* vengono adottate per fini diversi e in modo più flessibile. In circostanze eccezionali, le operazioni di *fine-tuning* mirano a "regolare la liquidità del mercato e a controllare l'evoluzione dei tassi di interesse, principalmente per ridurre gli effetti sui tassi di interesse causati da fluttuazioni impreviste della liquidità nel mercato"¹⁾. Per consentire una risposta rapida, la durata e la frequenza di tali operazioni non sono prestabilite, ma possono essere adattate in modo flessibile ad ogni specifica situazione. In genere, vengono condotte mediante asta veloce, effettuata entro 90 minuti dall'annuncio dell'operazione. Poiché queste aste devono essere eseguite rapidamente, solo un numero limitato di banche può partecipare alle operazioni di *fine-tuning*. Le banche centrali nazionali selezionano le controparti in base a diversi criteri quantitativi e ad una valutazione del

grado di partecipazione al mercato monetario. Attualmente, le controparti ammesse a partecipare alle operazioni di *fine-tuning* sono 129.

Tra il gennaio 1999 e il settembre 2006 sono state condotte 29 operazioni di *fine-tuning*, sette delle quali in occasione di circostanze particolari prima dell'autunno 2004. In prevalenza sono state operazioni legate a eventi specifici e mirate, ad esempio, a mitigare le turbolenze del mercato monetario dopo gli attacchi terroristici nel settembre 2001, o al fine di prevenire possibili tensioni nelle condizioni di liquidità connesse alla sostituzione del contante nel gennaio 2002. Dall'autunno del 2004 le operazioni di *fine-tuning* sono state condotte più frequentemente nell'ultimo giorno dei periodi di mantenimento. Il presente articolo si sofferma su quest'ultimo tipo di operazioni. La Sezione 2 illustra le motivazioni che portano a condurre le operazioni di *fine-tuning* alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve, mentre la Sezione 3 esamina la partecipazione delle controparti a tali operazioni. La Sezione 4 contiene una valutazione basata sull'esperienza maturata nell'ultimo anno e mezzo, e la Sezione 5 riporta alcune osservazioni finali.

1) BCE: *L'attuazione delle politiche monetarie nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, settembre 2006.

2 OPERAZIONI DI FINE-TUNING CONDOTTE ALLA FINE DEI PERIODI DI MANTENIMENTO DELLE RISERVE

Nel marzo 2004 l'assetto operativo dell'Eurosistema ha subito una serie di modifiche, che hanno interessato anche il calendario degli eventi durante i periodi di mantenimento delle riserve: prima della riforma, i periodi terminavano invariabilmente il 23 di ogni mese, ossia in giorni diversi della settimana. Nel contempo, le ORP venivano condotte con cadenza settimanale, in genere il martedì. Di conseguenza, tra l'aggiudicazione dell'ultima ORP e l'ultimo giorno del periodo di mantenimento intercorrevano tra una e sei giornate operative. Con il nuovo assetto operativo, le ORP sono ancora condotte il martedì, ma ora il periodo di mantenimento termina nella settimana successiva alle riunioni del Consiglio direttivo, in genere di martedì.

Tale modifica comporta che l'intervallo di tempo tra l'aggiudicazione dell'ultima ORP e la fine del periodo di mantenimento è aumentato in media da quattro a sei giornate operative. Di conseguenza, in questo più lungo intervallo di tempo

possono accumularsi nel settore bancario squilibri di liquidità più consistenti, riconducibili principalmente a errori nelle previsioni dell'Eurosistema sui fattori autonomi di liquidità (cfr. riquadro). Tali squilibri, sia per eccesso che per carenza di liquidità, se anticipati dagli operatori, possono causare forti oscillazioni dei tassi di interesse di mercato, in particolare negli ultimi giorni del periodo di mantenimento, quando le banche devono gestire attentamente le loro consistenze per assolvere l'obbligo di riserva. Nei mesi successivi alle modifiche dell'assetto operativo, infatti, si sono osservati occasionalmente picchi elevati dei tassi di mercato negli ultimi giorni del periodo di mantenimento. Nel contempo, questi picchi potrebbero aver determinato un ampliamento dei differenziali del tasso marginale d'asta e del tasso Eonia (*euro overnight index average*) rispetto il tasso minimo di offerta. Il tasso marginale d'asta, ad esempio, rimasto pari a quello minimo di offerta nei primi mesi dopo l'attuazione delle modifiche all'assetto operativo, è aumentato lentamente nella seconda metà del 2004, prima di stabilizzarsi temporaneamente all'inizio del 2005 intorno a 5 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta.

Riquadro

OFFERTA DI LIQUIDITÀ ED ERRORI DI PREVISIONE

La BCE soddisfa regolarmente gran parte del fabbisogno di liquidità del settore bancario tramite le operazioni di rifinanziamento principali. Queste aste, condotte con cadenza settimanale, hanno una durata di una settimana e un volume che attualmente è intorno ai 300 miliardi di euro¹⁾.

Il giorno di aggiudicazione, la BCE calcola e pubblica il volume di riferimento in base alla previsione del fabbisogno medio di liquidità del settore bancario. Il volume di riferimento viene definito come la liquidità che dovrebbe consentire alle banche di soddisfare senza difficoltà gli obblighi di riserva²⁾ fino al regolamento della successiva ORP, assumendo un ricorso netto aggregato alle operazioni su iniziativa delle controparti pari a zero. La domanda di liquidità delle banche può essere scomposta in fattori autonomi (ovvero, le banconote in circolazione

- 1) In aggiunta, vengono condotte mensilmente le ORLT attualmente per un importo complessivo di 120 miliardi di euro con scadenza a tre mesi.
- 2) Il regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema consente alle controparti di ricorrere alla mobilitazione della riserva stessa, in quanto l'assolvimento dell'obbligo di riserva è determinato in base alla media dei saldi di fine giornata detenuti sui conti di riserva delle controparti per un dato periodo di mantenimento. La mobilitazione consente alle istituzioni creditizie di fronteggiare gli shock di liquidità durante il periodo di mantenimento e quindi di stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario.

e i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale), obblighi di riserva e riserve in eccesso (corrispondenti alla differenza fra i depositi di conto corrente e gli obblighi di riserva)³⁾. Mentre gli obblighi di riserva rimangono normalmente invariati fino al termine del periodo di mantenimento, è necessario prevedere l'andamento dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso prima dell'aggiudicazione della successiva ORP.

Nei giorni successivi all'aggiudicazione della ORP, in effetti, i fattori autonomi e le riserve in eccesso potrebbero discostarsi dai valori previsti. I motivi che più spesso inducono a correggere le previsioni sono gli sviluppi imprevisti relativi all'ammontare delle banconote in circolazione e ai depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale. Di conseguenza, nel settore bancario possono accumularsi squilibri di liquidità che determinano condizioni di abbondanza o carenza di liquidità.

L'aumento del numero di giorni tra l'aggiudicazione dell'ultima ORP e la fine del periodo di mantenimento, conseguente alla revisione dell'assetto operativo dell'Eurosistema nel marzo 2004, ha determinato inevitabilmente un incremento degli errori cumulati sulle previsioni. La deviazione standard degli errori cumulati è aumentata da 5,5 miliardi di euro, su un orizzonte di previsione di quattro giornate operative, a 9,2 miliardi di euro, su sei giornate operative (cfr. figura). Di conseguenza, è aumentata la probabilità che il periodo di mantenimento termini con forti squilibri di liquidità, e quindi con possibili picchi nei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario.

Deviazione standard degli errori di previsione cumulati dei fattori autonomi



Fonte: BCE.

Le operazioni di *fine-tuning* condotte nell'ultimo giorno del periodo possono correggere in larga misura gli squilibri di liquidità. Le operazioni di *fine-tuning* sono basate su dati aggiornati relativi all'evoluzione dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso, che la BCE riceve appena prima di condurre le operazioni³⁾. In genere, questi dati sono piuttosto precisi, in quanto l'incertezza sulla loro evoluzione è limitata a un solo giorno. In effetti, la deviazione standard per gli errori di previsione dei fattori autonomi di liquidità su un giorno è di soli 0,7 miliardi di euro (cfr. figura).

3) Cfr. anche il riquadro 3 "Le riserve in eccesso e l'attuazione della politica monetaria della BCE" nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino.

Con l'entrata in vigore nel marzo 2004 delle modifiche all'assetto operativo, i picchi occasionali dei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario, che in precedenza erano prevalentemente limitati all'ultimo giorno del periodo di mantenimento, hanno iniziato a interessare i giorni antecedenti nell'ultima settimana del periodo. Questo ampliamento dei picchi alla fine

dei periodi di mantenimento ha indotto la BCE a considerare l'opportunità di condurre operazioni di *fine-tuning* nell'ultimo giorno dei periodi. Misure alternative, come il miglioramento delle previsioni di liquidità, sono state giudicate inattuabili in quel momento. Di conseguenza, dalla fine del 2004 la BCE ha condotto con maggiore frequenza operazioni di *fine-tuning* tese a sta-

bilire condizioni di liquidità equilibrate nell'ultimo giorno dei periodi di mantenimento delle riserve.

Le operazioni di *fine-tuning* possono essere mirate al finanziamento o all'assorbimento di liquidità. Le operazioni di finanziamento vengono di solito effettuate mediante asta a tasso variabile con tasso minimo di offerta pari a quello applicato nelle operazioni di rifinanziamento principali. Per contro, le operazioni di assorbimento di liquidità vengono in genere condotte tramite asta a tasso fisso a cui le controparti possono partecipare per depositare la liquidità presso l'Eurosistema. Gli importi depositati vengono poi remunerati al tasso minimo di offerta. La durata delle operazioni di finanziamento e assorbimento di liquidità è stata, in tutti i casi, di un giorno, ovvero l'ultimo del periodo di mantenimento delle riserve.

Data una previsione non distorta dell'evoluzione dei fattori autonomi, le condizioni di liquidità equilibrate che ne risultano dovrebbero determinare un tasso di interesse *overnight* prossimo al livello medio del corridoio fissato dai tassi di interesse applicati dalla BCE alle operazioni su iniziativa delle controparti. Se il corridoio è simmetrico, il tasso di interesse *overnight* dovrebbe essere pari a quello minimo di offerta²⁾. Inoltre, le operazioni di *fine-tuning*, se anticipate dagli operatori, dovrebbero non solo influenzare i tassi di mercato nel giorno delle operazioni, ma anche stabilizzarli in tutta la settimana precedente. Se i partecipanti ritengono che la BCE ristabilirà condizioni di liquidità equilibrate

nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, essi possono attendersi per quel giorno un tasso Eonia prossimo al livello medio del corridoio fissato dalle due operazioni su iniziativa delle controparti. Stante questa convinzione, si può prevedere che i tassi di interesse si collochino su tale livello già nei giorni antecedenti all'operazione. Le operazioni di *fine-tuning* dovrebbero quindi contribuire a evitare ampie fluttuazioni dei tassi di mercato anche nei giorni precedenti la fine del periodo di mantenimento, e in effetti per tutta la durata del periodo.

3 PARTECIPAZIONE ALLE OPERAZIONI DI FINE-TUNING

Su 20 operazioni di *fine-tuning* condotte alla fine dei periodi di mantenimento tra il novembre 2004 e il settembre 2006, sette miravano a immettere liquidità e tredici ad assorbirla (cfr. tavola 1). Solo tre periodi di mantenimento si sono conclusi senza operazioni di *fine-tuning*.

Alle operazioni di finanziamento di liquidità, il cui importo medio è stato di 9,43 miliardi di euro, hanno partecipato 31 controparti mediate, e la BCE è riuscita ad aggiudicare il volume previsto. Il rapporto tra gli importi richiesti e quelli aggiudicati (*bid-cover ratio*) di tali operazioni, è stato pari a 4,5, molto più

2) Cfr., ad esempio, G. Pérez Quirós e H. Rodríguez Mendizábal, "The Daily Market for Funds in Europe: What Has Changed with the EMU?", *Journal of Money, Credit and Banking* 38(1), 91-118, 2006.

Tavola 1 Sintesi delle operazioni di regolazione puntuale di fine periodo

Tipo di operazione	Tipo di asta	Numero di operazioni	Media degli importi previsti ¹⁾	Media degli importi richiesti ¹⁾	Media degli importi aggiudicati ¹⁾	Media del rapporto richiesto/aggiudicato	Percentuale media delle richieste aggiudicate	Numero medio di controparti partecipanti
Finanziamento di liquidità	Tasso variabile	7	9,43	33,67	9,43	4,49	26,00%	31
Assorbimento di liquidità	Tasso fisso	13	-9,08	-11,33	-8,10	1,22	82,80%	12

Fonte: BCE.

Nota: i dati si riferiscono al periodo novembre 2004-settembre 2006. I segni negativi si riferiscono all'assorbimento di liquidità.

1) Miliardi di euro.

elevato di quello osservato nelle operazioni di rifinanziamento principali della BCE, che nello stesso periodo è stato di 1,27 in media. I tassi d'asta marginale e medio ponderato si sono collocati rispettivamente 5 e 6 punti base in media al di sopra del tasso minimo di offerta. Questi tassi d'asta si sono spesso discostati da quelli delle ORP aggiudicate in precedenza, anche se in media sono rimasti di portata pari ai tassi d'asta delle ORP.

Nelle operazioni di assorbimento di liquidità il tasso di offerta è stato pari a quello minimo, che ha oscillato tra il 2 e il 3 per cento nel periodo in esame. La BCE ha inteso drenare in media 9,08 miliardi di euro. In otto di queste operazioni la BCE è riuscita a drenare l'importo previsto. Nelle restanti cinque operazioni la partecipazione in asta è stata insufficiente (*underbidding*), ovvero gli importi totali richiesti dalle controparti, e quindi assorbiti, sono risultati inferiori al volume che la BCE aveva previsto di drenare (cfr. anche figura 1). I tre episodi più significativi di *underbidding* si sono verificati in giugno e agosto 2005 e marzo 2006. Il livello più contenuto delle richieste nelle operazioni di assorbimento di liquidità ha trovato riscontro anche in un *bid-cover ratio* piuttosto basso (1,22) e nel numero ridotto di partecipanti (12), entrambi nettamente inferiori rispetto alle operazioni di immissione di liquidità.

Figura 1 Importo aggiudicato nelle operazioni di *fine-tuning* e utilizzo delle operazioni su iniziativa delle controparti

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

UNDERBIDDING

Non è casuale che tutti gli episodi di *underbidding* si siano verificati nelle operazioni di assorbimento di liquidità. Il tasso fisso applicato in queste aste (il tasso minimo di offerta) è a metà del corridoio fissato dalle due operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e quindi coincide con il valore ipotetico di liquidità in corrispondenza del quale le probabilità di ricorrere a una delle due operazioni sono pari e il ricorso ugualmente costoso. Le controparti, tuttavia, potrebbero valutare in maniera lievemente diversa la possibilità di terminare il periodo di mantenimento con un eccesso o un disavanzo di liquidità, ad esempio perché nei due casi devono sostenere costi differenti. Da un lato, un eccesso di liquidità indurrà le controparti a depositare tale eccesso presso la banca centrale; dall'altro, un disavanzo di liquidità comporterà il ricorso a operazioni di rifinanziamento marginale, o il mancato rispetto dell'obbligo di riserva, sanzionato con le relative penalità. In tal caso, il valore attribuito alla liquidità da parte del mercato potrebbe essere superiore al tasso minimo di offerta e le controparti potrebbero decidere di non depositare per intero la liquidità in eccesso presso l'Eurosistema.

Allo stesso tempo, le condizioni di mercato svolgono un ruolo rilevante nella decisione delle controparti di partecipare alle operazioni di *fine-tuning* finalizzate all'assorbimento di liquidità. Quando il mercato percepisce condizioni di liquidità abbondanti, vengono esercitate pressioni sul tasso di interesse *overnight* che lo portano a scendere al di sotto del tasso minimo di offerta. In tal caso, gli operatori trovano conveniente depositare la liquidità in eccesso nell'Eurosistema attraverso le operazioni di *fine-tuning*, in quanto la remunerazione al tasso minimo di offerta è superiore a quella ottenibile nel mercato monetario. Ciò non si verifica quando i tassi di mercato sono pari o persino superiori al tasso minimo di offerta. Di fatto, il *bid-cover ratio* tende a essere più elevato quanto più sono bassi i livelli del differenziale tra il tasso *overnight* e quello minimo di offerta nella mattina in cui viene regolata l'operazione di *fine-tuning*.

Episodi di *underbidding* possono verificarsi anche quando gli operatori percepiscono condizioni di liquidità più tese di quelle stimate dalla BCE. Ciò può accadere, ad esempio, quando la BCE si attende una riduzione dei fattori autonomi che causano un assorbimento di liquidità nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento (tale aspettativa non è direttamente percepibile per il mercato e appare solamente nel valore medio pubblicato relativo all'intera settimana). Analogamente, una errata percezione di condizioni di liquidità tese può verificarsi quando la liquidità è distribuita in maniera non uniforme tra i partecipanti. In tal caso, l'assorbimento di liquidità pari all'intero importo dell'operazione di *fine-tuning* comporterebbe un ricorso netto all'operazione di rifinanziamento marginale nell'ultimo giorno. Tuttavia, se la liquidità è distribuita uniformemente, il volume non assorbito a causa degli episodi di *underbidding* troverebbe riscontro in un ricorso netto ai depositi presso la banca centrale. In effetti, esiste una stretta correlazione positiva tra il ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti e il volume di *underbidding*; queste due variabili differiscono solo di 200 milioni di euro in media. La figura 1 indica che di fatto ogni ricorso netto ai depositi presso la banca centrale (indicato da un ricorso netto negativo alle operazioni su iniziativa delle controparti) superiore a 1 miliardo di euro è riconducibile a un episodio di *underbidding*.

FATTORI DI PARTECIPAZIONE ALLE OPERAZIONI DI FINE-TUNING

Benché siano 129 le controparti attualmente ammesse a partecipare alle operazioni di *fine-tuning* della BCE, solo 19 banche in media hanno partecipato alle operazioni di *fine-tuning* di fine periodo. Quasi la metà di tutte le istituzioni creditizie ammesse a partecipare non ha mai preso parte a un'operazione di *fine-tuning* condotta durante il periodo in esame. In media, le controparti ammesse hanno partecipato meno di due volte.

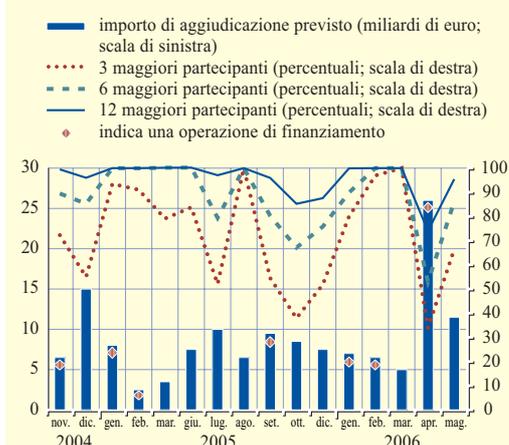
In linea generale, la partecipazione a entrambi i tipi di operazione è correlata positivamente alle dimensioni delle banche, indicando che quelle

più grandi tendono a partecipare con maggiore frequenza rispetto a quelle più piccole. In effetti, il 20% delle banche più grandi partecipa in media con una frequenza tre volte superiore rispetto al 50% delle controparti di dimensioni minori. Questi dati rispecchiano il fatto che le banche di dimensioni maggiori tendono ad essere più attive nel mercato interbancario.

Un'altra ragione che potrebbe indurre una controparte a partecipare alle operazioni di *fine-tuning* è il deficit di riserve nel penultimo giorno del periodo di mantenimento. Tuttavia, abbastanza sorprendentemente, il grado di assolvimento degli obblighi di riserva non sembra avere un ruolo nella decisione di presentare richieste in asta.

Tra tutte le controparti partecipanti, le prime tre per importo offerto si sono aggiudicate in media il 72 per cento del volume assegnato nelle operazioni, le prime sei l'88 per cento e le prime dodici il 96 per cento. La figura 2 mostra che la concentrazione delle richieste è stata particolarmente elevata ogniqualvolta il volume aggiudicato, sia per l'assorbimento sia per l'immissione di liquidità, è stato basso. Ciò potrebbe indicare che le controparti hanno deciso di partecipare solo quando prevedevano di ricevere importi superiori a un determinato

Figura 2 Quota di aggiudicazione delle maggiori controparti partecipanti



Fonte: BCE.

volume, forse in ragione dei costi connessi alla presentazione delle richieste.

Nel complesso, il fattore primario che induce a partecipare nelle operazioni di *fine-tuning* di fine periodo sembra essere più il ruolo delle controparti nel mercato interbancario che la loro posizione di liquidità al momento dell'operazione.

4 VALUTAZIONE INIZIALE

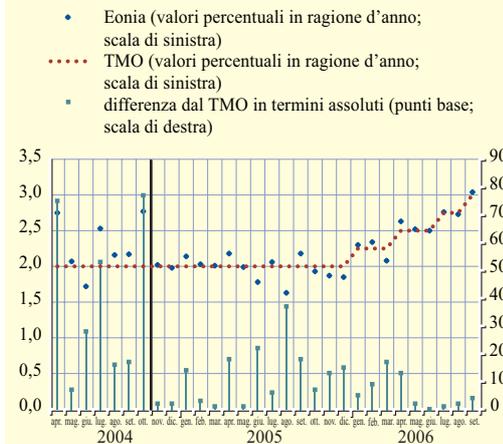
RICORSO ALLE OPERAZIONI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI

Come discusso nella Sezione 2, le operazioni di *fine-tuning* di fine periodo mirano a creare condizioni di liquidità equilibrate e a stabilizzare i tassi di interesse a breve termine alla fine del periodo. Per definizione, laddove le condizioni di liquidità siano equilibrate, non dovrebbe verificarsi alcun eccesso o deficit di liquidità nel mercato. Eventuali eccessi o deficit di liquidità nel settore bancario a livello aggregato dovrebbero riflettersi nel ricorso a una delle operazioni su iniziativa delle controparti nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento. La tavola 2 mostra che, dal novembre 2004, l'uso di queste operazioni nell'ultimo giorno è diminuito: il ricorso netto ad esse è calato da 4,2 a 1,2 miliardi di euro in termini assoluti. Mentre il ricorso ai depositi presso la banca centrale è rimasto abbastanza stabile, la riduzione complessiva è stata causata principalmente dal minore uso delle operazioni di rifinanziamento marginale, che in precedenza erano in media più del doppio rispetto a quelle di deposito presso la banca centrale.

INCIDENZA SUI TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE DEL MERCATO MONETARIO

L'aumento del numero delle operazioni di *fine-tuning* di fine periodo di mantenimento ha avuto sui tassi un impatto degno di nota. Gli elevati picchi nel differenziale di Eonia, che si verificavano occasionalmente nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, si sono ridotti notevolmente. La figura 3 traccia le serie temporali dal marzo 2004 del tasso minimo di offerta e di Eonia, utilizzando solo i dati relativi all'ultimo giorno di ogni periodo di mantenimento. Viene riportata anche la differenza in termini assoluti tra i due tassi, ovvero il differenziale Eonia. Tale sequenza dimostra l'efficacia, finora, dell'aver condotto operazioni di *fine-tuning* alla fine dei

Figura 3 Fluttuazioni del tasso Eonia intorno al tasso minimo di offerta (TMO) nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento



Fonte: BCE.

Tavola 2 Media dell'utilizzo delle operazioni su iniziativa delle controparti nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento

(miliardi di euro)

Periodo	Rifinanziamento marginale (A)	Depositi presso la banca centrale (B)	Ricorso netto alle operazioni su iniziativa delle controparti ¹⁾	Ricorso netto in termini assoluti ²⁾
Apr.-ott. 2004	3,5	1,6	1,9	4,2
Nov. 2004-set. 2006	1,0	1,4	-0,4	1,2

Fonte: BCE.

1) Media di [(A)-(B)].

2) Media dei valori assoluti di [(A)-(B)].

periodi di mantenimento. A sinistra della linea verticale appaiono gli elevati picchi del differenziale Eonia riscontrati occasionalmente nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, prima che venissero condotte le operazioni di *fine-tuning*. In quattro occasioni gli scostamenti dal tasso minimo di offerta sono stati superiori a 25 punti base, e in tre di tali occasioni hanno superato persino i 50 punti base. Dal novembre 2004 questi picchi si sono verificati con frequenza molto minore: solo in un'occasione il differenziale Eonia ha superato i 25 punti base. L'episodio si è verificato in uno dei giorni in cui l'*underbidding* durante un'operazione di assorbimento di liquidità è stato piuttosto consistente e l'Eonia è calato a causa dell'ampio eccesso di liquidità rimasto nel mercato.

L'evoluzione della deviazione standard delle variazioni giornaliere di Eonia fornisce un quadro simile. La figura 4 illustra che la maggiore frequenza con cui sono state condotte le operazioni di *fine-tuning* di fine periodo ha avuto effetti rimarchevoli sulla volatilità giornaliera di Eonia: la deviazione standard media per i giorni successivi all'ultima ORP (misurata su base giornaliera) è calata da più di 12 a 3,2 punti base. Nonostante un lieve incremento della deviazione standard in tutte le altre settimane (da 1 a 1,4 punti base), l'effetto complessivo sulla

volatilità per tutto il periodo di mantenimento si è riflesso in una riduzione della deviazione standard da 4 a 3,2 punti base.

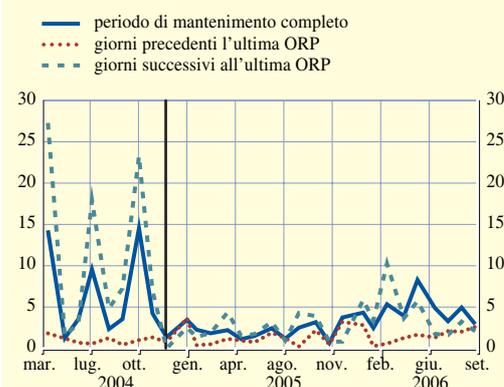
La figura 5 mostra l'evoluzione media del differenziale Eonia, ovvero la differenza tra Eonia e il tasso minimo di offerta, negli ultimi sette giorni di ogni periodo di mantenimento. Le operazioni di *fine-tuning* hanno inciso in maniera determinata nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, riducendo da 31 a 1 punto base lo scarto medio dell'Eonia rispetto al tasso minimo di offerta. Anche nel penultimo giorno c'è stata una lieve riduzione del differenziale, sebbene non si possano osservare effetti stabilizzanti più di due giorni prima della fine del periodo di mantenimento.

EVOLUZIONE DEI DIFFERENZIALI DI INTERESSE

Nella prima metà del 2005 i differenziali tra i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario e il tasso minimo di offerta si sono stabilizzati. Tale situazione ha rispecchiato molto probabilmente sia la maggiore frequenza delle operazioni di *fine-tuning* sia la politica di liquidità adottata dalla BCE, che ha aggiudicato un importo superiore a quello di riferimento nelle ORP tra ottobre 2004 e febbraio 2005. Ciò viene illustrato dalla figura 6, che mostra le serie

Figura 4 Eonia: deviazione standard per periodo di mantenimento

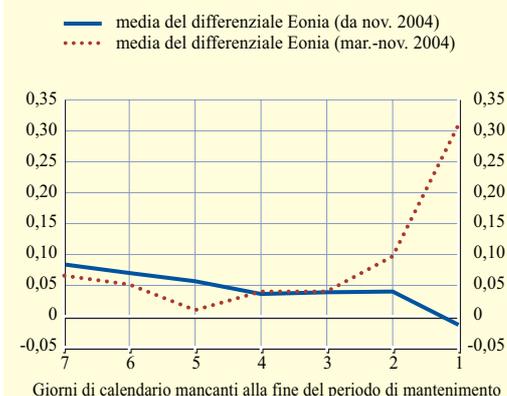
(punti base; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Figura 5 Media del differenziale Eonia durante l'ultima settimana del periodo di mantenimento

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

temporali del differenziale Eonia, oltre al differenziale tra il tasso sulle operazioni pronti contro termine a una settimana e il tasso minimo di offerta. Dall'inizio del 2005 la tendenza al rialzo di entrambi i differenziali si è arrestata. Tuttavia, verso la fine del 2005 si è registrato un nuovo ampliamento dei differenziali, anche se i picchi dei tassi di interesse sono stati in larga misura evitati. Tale ampliamento quindi non è sembrato riconducibile alle condizioni di liquidità alla fine dei periodi di mantenimento e, di conseguenza, la BCE ha applicato ulteriori misure per contenere i differenziali. Nel periodo tra maggio e settembre 2006, la BCE ha aggiudicato un importo superiore a quello di riferimento pubblicato in tutte le ORP, inclusa l'ultima di ciascun periodo di mantenimento. Tale misura ha in effetti consentito di continuare i progressi nel contrastare l'elevato differenziale tra i tassi del mercato monetario e il tasso minimo di offerta.

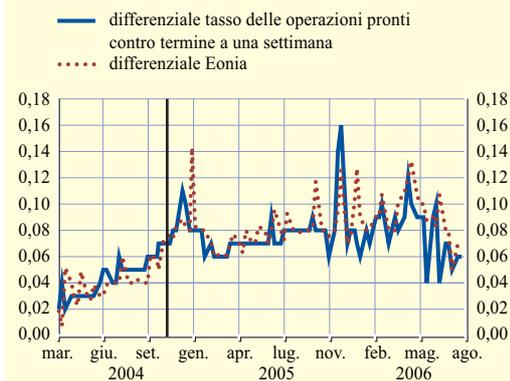
Inoltre, questa misura ha temporaneamente modificato il ruolo delle operazioni di *fine-tuning*. L'aggiudicazione di un volume superiore a quello di riferimento nell'ultima ORP in un determinato periodo di mantenimento ha implicato un livello predeterminato dell'eccesso di liquidità nell'ultima settimana del periodo. Poiché la BCE ha continuato a perseguire condizioni di liquidità equilibrate in corrispondenza dell'ultimo giorno, era molto probabile che venisse condotta un'operazione di *fine-tuning* di assorbimento di liquidità alla fine del periodo di mantenimento. Di fatto, tra maggio e settembre 2006 tutte le operazioni di *fine-tuning* hanno drenato liquidità (cfr. anche figura 1).

5 CONCLUSIONI

Dall'autunno 2004 la BCE ha condotto le operazioni di *fine-tuning* con maggiore frequenza al fine di stabilire condizioni di liquidità equilibrate al termine dei periodi di mantenimento delle riserve.

Figura 6 Medie settimanali del differenziale Eonia e del differenziale del tasso delle operazioni pronti contro termine a una settimana¹⁾

(valori percentuali)



Fonti: Reuters e BCE.

1) Sono esclusi i dati dell'ultima settimana del periodo di mantenimento.

Le analisi indicano che questa misura è stata in generale efficace nello stabilizzare i tassi di interesse negli ultimi giorni dei periodi di mantenimento. Di fatto, sono stati evitati in larga misura gli elevati picchi dei tassi *overnight* di mercato che si verificavano verso la fine del periodo di mantenimento. Inoltre, la volatilità giornaliera di Eonia è stata visibilmente ridotta. La maggiore frequenza delle operazioni di *fine-tuning* ha esercitato il maggiore effetto stabilizzante negli ultimi due giorni del periodo; ma tale effetto è stato solo molto lieve nei giorni precedenti. Pertanto, è stato chiaramente raggiunto l'obiettivo di stabilizzare i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario verso la fine dei periodi di mantenimento.

Nel contempo, sono stati temporaneamente stabilizzati i differenziali tra i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario e il tasso minimo di offerta. Tuttavia, quando alla fine del 2005 altri fattori hanno contribuito ad ampliare i differenziali, la BCE ha dovuto prendere ulteriori misure per ridurli.

LO SVILUPPO FINANZIARIO NELL'EUROPA CENTRALE, ORIENTALE E SUD-ORIENTALE

Negli anni recenti numerosi paesi dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale hanno visto crescere rapidamente i propri settori finanziari, ivi compreso il credito al settore privato. Il presente articolo esamina i principali fattori alla base dello sviluppo finanziario nella regione, fra cui il processo di transizione da un'economia pianificata a una di mercato, le politiche in ambito macroeconomico e finanziario nonché gli andamenti congiunturali. Esso fornisce una panoramica delle principali caratteristiche dei settori finanziari, passa in rassegna i recenti modelli di crescita del credito bancario interno e analizza le implicazioni per la stabilità macroeconomica e finanziaria. Queste ultime possono assumere un'importanza rilevante, dato il livello crescente di integrazione finanziaria fra l'area dell'euro e l'Europa centrale, orientale e sud-orientale. Lo sviluppo finanziario e la crescita del credito nella regione richiedono una stretta e costante osservazione. Nel contempo è prevedibile che l'evoluzione dei sistemi finanziari promuova investimenti più produttivi nonché la crescita economica nella regione.

I INTRODUZIONE

Negli anni recenti lo sviluppo del settore finanziario dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale è progredito a un ritmo sostenuto, sospinto da profondi cambiamenti nella struttura della proprietà e nel contesto dell'attività di prestito del settore bancario, dalle politiche in ambito finanziario e macroeconomico nonché da fattori congiunturali¹⁾. Di conseguenza, le imprese e i consumatori hanno avuto maggiore accesso a una vasta gamma di prodotti, soprattutto nei settori del prestito al consumo e dei mutui ipotecari. Le banche di proprietà estera continuano a incrementare la propria presenza nella regione e per la prima volta si stanno insediando istituzioni finanziarie non bancarie, come i fondi di investimento e i fondi pensione. In larga misura, questi andamenti sono il risultato dei progressi compiuti nella regione nella transizione da economie pianificate a economie di mercato. Anche nel caso della Turchia, l'unica economia della regione non in transizione, il settore finanziario ha subito un'importante trasformazione dopo la crisi del 2000-2001 e le conseguenti misure adottate per ristrutturare il settore finanziario.

Come esaminato nel presente articolo, a partire dagli anni novanta e parallelamente ai progressi complessivi compiuti nel trasformare le proprie strutture economiche, i paesi della regione sono stati interessati da cambiamenti sostanziali della struttura dei propri mercati finanziari e delle istituzioni di regolamentazione e vigilanza. I principali fattori alla base di tali cambiamenti

sono analizzati più in dettaglio nella sezione 2. Successivamente, la sezione 3 presenta l'attuale stato di sviluppo del settore finanziario della regione. La sezione 4 esamina più da vicino l'evoluzione dei relativi settori finanziari nel tempo, in particolare per quanto concerne la crescita del credito al settore privato. La sezione 5 contestualizza l'analisi passando in rassegna le implicazioni per la stabilità macroeconomica e finanziaria dello sviluppo finanziario, mentre la sezione 6 trae le conclusioni.

2 PRINCIPALI FATTORI ALLA BASE DELLO SVILUPPO FINANZIARIO NELLA REGIONE

I settori finanziari della regione sono stati influenzati da una combinazione di fattori strutturali, prevalentemente connessi con la transizione da un'economia pianificata a una di mercato,

1) Ai fini del presente articolo, la regione dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale comprende i seguenti paesi: le ex economie pianificate che sono entrate nell'Unione europea nel 2004, ovvero Repubblica Ceca (CZ), Estonia (EE), Lettonia (LV), Lituania (LT), Ungheria (HU), Polonia (PL), Slovacchia (SK) e Slovenia (SI); i paesi in fase di adesione all'Unione europea, ovvero Bulgaria (BG) e Romania (RO); i paesi riconosciuti formalmente dal Consiglio europeo come candidati all'adesione all'UE, ovvero Croazia (HR), ex Repubblica Jugoslava di Macedonia (MK) e Turchia (TR); infine, i paesi che sono potenziali candidati all'adesione, ovvero Albania (AL), Bosnia-Erzegovina (BA) nonché Serbia e Montenegro (CS). Il Montenegro è stato riconosciuto Stato sovrano dall'Unione europea nel giugno 2006. Malta e Cipro non sono inclusi poiché non sono stati interessati dallo stesso fenomeno: i loro mercati finanziari sono più sviluppati, con rapporti credito/PIL prossimi a quelli dell'area dell'euro e una crescita del credito più moderata.

politiche macroeconomiche e finanziarie e sviluppi congiunturali. Dal momento che l'impatto di queste determinanti si è in parte sovrapposto, nel valutare lo sviluppo finanziario della regione esse andrebbero considerate congiuntamente.

Lo sviluppo finanziario della regione (ad eccezione della Turchia) ha attraversato numerose fasi negli anni recenti. In quella iniziale di transizione era necessaria una profonda ristrutturazione del settore finanziario, in quanto le banche di proprietà statale dovevano essere ristrutturate e dismesse l'attività di prestito svolta secondo una logica dirigistica. In taluni casi, a tale fase hanno fatto seguito una rapida privatizzazione del settore bancario e un'espansione dei mercati finanziari, spesso istituiti *ex novo*. Il contesto istituzionale e giuridico, tuttavia, era spesso inadeguato, portando a casi di prestiti a controparti correlate e alla creazione delle cosiddette "pocket banks", che di frequente operavano come agenti di una singola impresa o conglomerato. Il sistema bancario immaturo ha spesso risentito di una regolamentazione inappropriata, di prassi scorrette e della inesperienza degli operatori coinvolti²⁾. Tutti questi fattori hanno determinato nei primi anni della transizione numerosi casi di rapida espansione dell'attività di prestito. Data la bassa qualità di tali prestiti, i periodi di espansione del credito sono stati spesso seguiti da un drastico calo dell'offerta dello stesso (*credit crunch*), per cui durante gli anni novanta numerosi paesi della regione sono stati interessati da crisi bancarie vere e proprie.

Più di recente, il principale fattore strutturale che ha caratterizzato lo sviluppo del settore finanziario nella regione è stato l'ingresso di banche estere, provenienti soprattutto dall'UE. Esso ha causato un aumento considerevole dell'offerta di credito e un ampliamento della gamma di prodotti finanziari disponibili nelle economie della regione, come conseguenza dell'importazione di capitali, reputazione, conoscenze ed esperienze. Mentre l'internazionalizzazione del settore finanziario della regione, ovvero la sua integrazione con i mercati finanziari dell'UE, ha agevolato l'accesso ai finanziamenti esteri, provenienti soprattutto dalle capogruppo, la

mobilizzazione dei depositi nazionali ha beneficiato di un aumento della fiducia nel settore bancario nazionale. Inoltre, anche prospettive di reddito favorevoli hanno aumentato la domanda di credito da parte sia delle imprese sia delle famiglie. Infine, la concorrenza nei settori bancari si è intensificata, poiché le banche estere hanno cercato di acquisire quote in mercati che offrono rendimenti sul capitale di rischio maggiori rispetto al paese di origine. A questo fenomeno si è affiancato un consolidamento dei settori bancari in numerosi paesi della regione.

Il miglioramento del sistema giuridico è stato un altro importante fattore strutturale che ha agevolato lo sviluppo finanziario. A tale riguardo, è stata essenziale l'adozione di standard e regolamenti in linea con l'assetto della vigilanza nell'UE.

Oltre alle componenti sopra descritte che incidono sulla domanda e l'offerta del credito, numerosi fattori connessi con le politiche attuate hanno determinato la dinamica del credito nella regione. Si tratta, innanzitutto, delle politiche relative al settore finanziario, ovvero dell'approccio delle autorità alla deregolamentazione, alla privatizzazione e alla liberalizzazione del settore finanziario. Inoltre, anche le politiche macroeconomiche hanno avuto un ruolo. Possono aver prodotto degli effetti sia la politica monetaria, che ha un impatto diretto sullo sviluppo finanziario agendo sul costo dell'indebitamento attraverso modifiche ai tassi di interesse di riferimento o agli obblighi di riserva, sia la politica del cambio. Ad esempio, si è osservato che i paesi che hanno perseguito regimi di cambio più stabili hanno registrato in genere una crescita del credito più rapida. Dal momento che tale cresci-

2) Per una trattazione di queste tematiche nella letteratura accademica, cfr. Berglöf, E., Bolton, P. (2002), "The great divide and beyond: Financial architecture in transition", *Journal of Economic Perspectives*, 16 (1), pp. 77-100. Si rimanda il lettore interessato anche alle seguenti pubblicazioni della BCE relative ai settori bancario e finanziario in alcuni dei paesi trattati nel presente articolo: *Banking structures in the new EU Member States* (gennaio 2005), *EU Banking Structures* (ottobre 2006) e *EU Banking Sector Stability* (novembre 2006). Inoltre, il tema *Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries* è affrontato nell'Occasional Paper della BCE n. 48 (luglio 2006) a cura della *Task Force* sull'"allargamento" del Comitato per le relazioni internazionali.

ta è stata spesso associata a un quota elevata di indebitamento in valuta estera, la percezione di un rischio di cambio inferiore nei paesi con un regime di tassi di cambio fisso, o addirittura con accordi di *currency board*, potrebbe essere stato un fattore di stimolo. In diversi paesi della regione lo sviluppo finanziario è stato altresì influenzato dalla politica di bilancio, nella maniera più diretta attraverso misure connesse con il mercato degli immobili residenziali, come la deducibilità fiscale delle rate dei mutui ipotecari e i mutui agevolati. Inoltre, gli sforzi di privatizzazione e di risanamento delle finanze pubbliche in diversi paesi della regione hanno lasciato spazio a un'ulteriore espansione del credito³⁾.

Infine, i fattori congiunturali sono stati una determinante importante dello sviluppo finanziario negli anni recenti, in quanto la maggior parte dei paesi della regione ha registrato una crescita sostenuta del PIL in termini reali. La domanda di credito è stata ulteriormente sospinta dai costi di indebitamento in flessione, come conseguenza dei progressi nella stabilizzazione macroeconomica nazionale, dei bassi tassi di interesse nei mercati finanziari mondiali, nonché degli aumenti dei prezzi delle attività (in particolare degli immobili residenziali) in un contesto di liquidità abbondante a livello mondiale. Questi effetti congiunturali sono stati amplificati dai fattori connessi con la transizione, in particolare l'emergere di nuove imprese con una vigorosa domanda di credito e l'ingresso delle famiglie nei mercati del prestito al consumo e dei mutui ipotecari alla luce degli incrementi di reddito in atto e attesi per il futuro. Il prevalere di proprietà estere nei rispettivi settori bancari implica altresì il fatto che, oltre alle considerazioni di carattere nazionale, sullo sviluppo finanziario influiscono la posizione congiunturale nei paesi di origine nonché la situazione finanziaria della capogruppo. In genere, si può prevedere che le filiazioni bancarie locali allentino i criteri per la concessione del credito quando le condizioni economiche nel paese di origine della capogruppo sono sotto controllo, mentre è probabile che le esposizioni nei mercati di insediamento siano ridotte in caso di un aumento della fragilità finanziaria delle rispettive capogruppo⁴⁾.

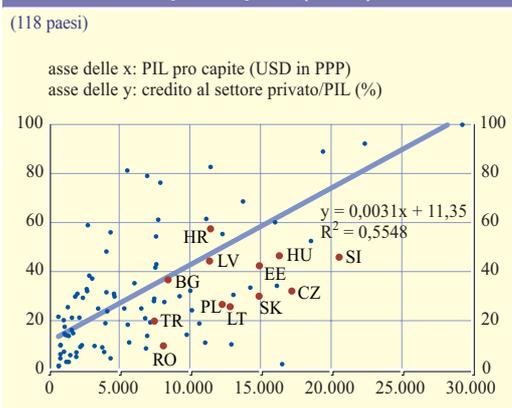
Oltre ai meccanismi discussi in precedenza che determinano un incremento della domanda e dell'offerta di credito, si dovrebbe tenere in considerazione anche un normale effetto di convergenza, in quanto questi paesi hanno subito un processo di sviluppo finanziario che ha preso il via da livelli relativamente bassi sia del rapporto fra credito al settore privato e PIL sia di sviluppo economico (PIL pro capite). Pertanto, come suggerisce la letteratura sul nesso fra crescita e finanza, l'espansione del credito accompagnerà l'espansione economica durante il processo di convergenza di questi paesi verso le economie più sviluppate. Il fenomeno è esaminato più in dettaglio nella sezione seguente.

3 LO STATO DI SVILUPPO DEL SETTORE FINANZIARIO NELLA REGIONE

La maggior parte dei paesi della regione mostra ancora livelli inferiori di sviluppo finanziario rispetto non solo alle economie più mature ma anche a paesi con un livello analogo di reddito pro capite. Come riporta la figura 1, nel 2004 tutti i paesi della regione (per cui sono disponibili dati), ad eccezione della Croazia, si sono collocati al di sotto della linea di regressione che mostra la correlazione fra il rapporto tra credito bancario al settore privato e PIL, da un lato, e reddito pro capite, dall'altro, in 118 paesi per i quali erano disponibili i dati. Il livello relativamente basso di intermediazione finanziaria rispetto al reddito pro capite riflette le fasi iniziali della transizione, spesso turbolente, descritte nell'introduzione. Di conseguenza, i settori bancari della regione erano non solo piccoli di dimensioni bensì avevano anche una struttura delle attività in cui non era attribuito un peso rilevante al credito al settore privato.

- 3) Cfr. Backé, P., Zumer, T. (2005), "Developments in credit to the private sector in central and eastern European EU Member States: Emerging from financial repression – a comparative overview", *Focus on European Economic Integration*, 2/05, Oesterreichische Nationalbank, ottobre.
- 4) Cfr. de Haas, R., Naaborg, I. (2005), *Internal Capital Markets in Multinational Banks: Implications for European Transition Countries*, Working Paper della De Nederlandsche Bank, n. 51, e De Haas, R. van Lelyveld, I. (2005), *Internal Capital Markets and Lending by Multinational Bank Subsidiaries*, Working Paper della De Nederlandsche Bank, n. 101.

Figura 1 Rapporto tra credito bancario interno al settore privato in percentuale del PIL e PIL pro capite (2004)



Fonte: FMI.
Nota: i punti rossi si riferiscono ai paesi dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale per i quali sono disponibili i dati.

Un'altra caratteristica fondamentale dei settori finanziari della regione risiede nell'ampia predominanza del settore bancario. Sebbene in numerosi paesi le istituzioni finanziarie non bancarie stiano aumentando, esse ancora rappresentano solo una quota relativamente mode-

sta delle attività finanziarie totali, come figura nella tavola 1.

I progressi compiuti nel processo di transizione, tuttavia, differiscono fra i vari paesi della regione. Un modo per stimare tali progressi è considerare l'indicatore delle riforme del settore bancario periodicamente elaborato dalla Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo (BERS), riportato nella tavola 2 insieme ad alcuni altri indicatori del settore bancario. L'indicatore di transizione della BERS va da 1 a 4,3 dove per 1 si intendono progressi modesti nella riforma del settore bancario e 4,3 rappresenta la piena convergenza della legislazione e regolamentazione bancaria con gli standard della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) e l'offerta dell'intera gamma di servizi bancari. Per i paesi della regione l'indicatore della BERS suggerisce che la riforma del settore bancario è quasi ultimata in quelli appartenenti all'UE, nonché in Bulgaria e Croazia.

Altri paesi della regione, invece, devono compiere ulteriori progressi per completare la transizione. In

Tavola 1 Attività detenute dalle banche e da istituzioni finanziarie non bancarie nei paesi dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale

	Attività totali (miliardi di euro)	Quota del totale delle attività sul PIL (%)	Quota delle attività bancarie sul totale delle attività (%)
Paesi dell'UE			
Repubblica Ceca	119,3	121,2	88,0
Estonia	13,2	125,5	89,5
Lettonia	16,0	125,1	97,3
Lituania	13,9	67,3	94,6
Ungheria	96,1	109,4	77,7
Polonia	212,9	87,5	71,4
Slovenia	35,7	130,5	84,2
Slovacchia	43,3	113,5	84,1
Paesi in fase di adesione all'UE			
Bulgaria	19,6	91,3	85,8
Romania	42,1	53,2	84,1
Paesi candidati all'adesione all'UE			
Croazia	44,5	144,0	81,0
Ex Repubblica Iugoslava di Macedonia	2,5	62,5	92,0
Turchia	294,9	102,7	86,8
Paesi potenziali candidati all'adesione			
Albania	4,2	62,3	78,6
Bosnia-Erzegovina	7,5	98,4	81,3
Serbia	10,5	57,9	88,6
Pro memoria			
Area dell'euro	28.550,7	371,0	71,5

Fonti: BCE (per i dati sul settore bancario dei paesi dell'UE), BERS, FMI e fonti nazionali.

Nota: dati non armonizzati per i paesi non appartenenti all'UE.

Tavola 2 Indicatori bancari per i paesi dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale (2005)

	Numero delle istituzioni creditizie (IC) ¹⁾	Sportelli per 100.000 abitanti	Banche di proprietà statale ²⁾ (% del totale delle attività del settore bancario)	Banche di proprietà estera ³⁾ (% del totale delle attività del settore bancario)	Cinque principali istituzioni creditizie ⁴⁾ (% del totale delle attività del settore bancario)	Redditività dell'attivo	Redditività del capitale proprio (%)	Indice BERS di riforma del settore bancario ⁶⁾
Paesi dell'UE								
Repubblica Ceca	56	18	3	96	65	1,3	17,7	4,0
Estonia	11	17	0	99	98	2,6	8,6	4,0
Lettonia	23	25	4	48	67	1,9	27,2	3,7
Lituania	78	24	0	92	81	0,8	12,3	3,7
Ungheria	215	31	7	63	53	2,7	35,4	4,0
Polonia	739	13	19	67	49	1,4	18,7	3,7
Slovenia	25	35	13	19	63	0,8	16,2	3,3
Slovacchia	23	21	1	93	68	1,4	9,5	3,7
Paesi in fase di adesione all'UE								
Bulgaria	34	9	2	80	51	2,0	21,6	3,7
Romania	33	14	6	62	60	1,7	12,9	3,0
Paesi candidati all'adesione all'UE								
Croazia	34	24	3	91	74	1,7	15,6	4,0
Ex Repubblica Iugoslava di Macedonia	20	14	2	53	68	1,3	8,1	2,7
Turchia	47	9	35	6	63	1,1	8,6	n.d.
Paesi potenziali candidati all'adesione								
Albania	16	3	3	94	83	1,3	21,1	2,7
Bosnia-Erzegovina	33	18 ⁵⁾	4	81	64	0,7	6,4	2,7
Serbia	40	4	24	66	50	0,9	5,8	2,7
Pro memoria								
Area dell'euro	6.403	54	n.d.	16	41	0,5	13,9	n.d.

Fonti: BCE (per i dati sul settore bancario dei paesi della UE), BERS, FMI e fonti nazionali.

Nota: dati non armonizzati per i paesi non appartenenti all'UE.

1) Il dato si riferisce alle sole banche nei paesi non appartenenti all'UE.

2) Dati per il 2004 dalla BERS.

3) Dati per il 2004 dalla BCE, "EU Banking Sector Stability", ottobre 2005.

4) Il dato fa riferimento alle quattro maggiori banche in Croazia e alle tre maggiori banche nella Ex Repubblica Iugoslava di Macedonia.

5) Si riferisce solo alla Federazione della Bosnia-Erzegovina.

6) L'indice varia da 1 a 4,3 dove 4,3 rappresenta la piena aderenza della legislazione e regolamentazione bancaria agli standard BRI e la disponibilità dell'intera gamma di servizi bancari.

Turchia, per la quale non è disponibile l'indicatore di transizione della BERS, è stato avviato dopo la crisi bancaria del 2001 un processo di ristrutturazione del settore bancario con il sostegno del Fondo monetario internazionale e della Banca mondiale.

Ad eccezione della Turchia, la privatizzazione delle banche statali è stata in larga misura ultimata. Fra i nuovi Stati membri dell'UE, solo in Polonia e Slovenia le banche statali rappresentano tuttora oltre il 10 per cento delle attività bancarie totali, secondo i dati più recenti elaborati dalla BERS. Anche nei paesi della regione non appartenenti all'UE sono stati compiuti progressi nella privatizzazione. Solo in Serbia le banche statali detengono ancora oltre il 10 per cento delle attività complessive del settore bancario.

In molti casi la privatizzazione è stata accompagnata da un'accresciuta partecipazione delle banche estere nella regione. Le filiazioni o succursali di banche estere rappresentano oltre il 90 per cento delle attività del settore bancario in Repubblica Ceca, Estonia, Lituania, Slovacchia, Croazia e Albania, mentre il dato è superiore all'80 per cento sia in Bulgaria sia in Bosnia-Erzegovina. Inoltre, la recente vendita a un acquirente estero di una grande banca in Romania, annunciata alla fine del 2005 ma ultimata soltanto ad agosto 2006, avrebbe incrementato la quota di attività delle banche estere nel paese a quasi il 90 per cento. In Turchia, la proprietà bancaria estera rimane relativamente contenuta. Tuttavia, le banche estere hanno recentemente acquisito quote di maggioranza in alcune banche turche.

Pur avendo numerose caratteristiche in comune, i sistemi bancari dei paesi della regione mostrano altresì numerosi tratti distintivi. Il grado di concentrazione, misurato dalla quota di attività detenuta dalle cinque maggiori banche, varia considerevolmente, in parte per effetto delle differenze di dimensioni dei mercati bancari. Il grado di concentrazione, quindi, tende a essere più elevato in alcuni dei paesi con settori bancari più piccoli, come Estonia, Lituania, Albania ed ex Repubblica Iugoslava di Macedonia. Fra i paesi della regione appartenenti all'UE, solo Repubblica Ceca, Ungheria e Polonia hanno settori bancari con attività superiori a 50 miliardi di euro. Tra i paesi non appartenenti all'UE, questo è il caso solo del settore bancario turco, che è di gran lunga il mercato bancario più grande della regione.

Le notevoli diversità nel grado di sviluppo dell'intermediazione finanziaria, come illustrato nella figura 1, contribuiscono a spiegare le differenze osservate in termini di reti di filiali nella regione. Ad eccezione della Croazia, i paesi candidati e i potenziali candidati hanno un numero di sportelli per 100.000 abitanti e attività per dipendente bancario inferiori rispetto ai paesi della regione membri dell'UE.

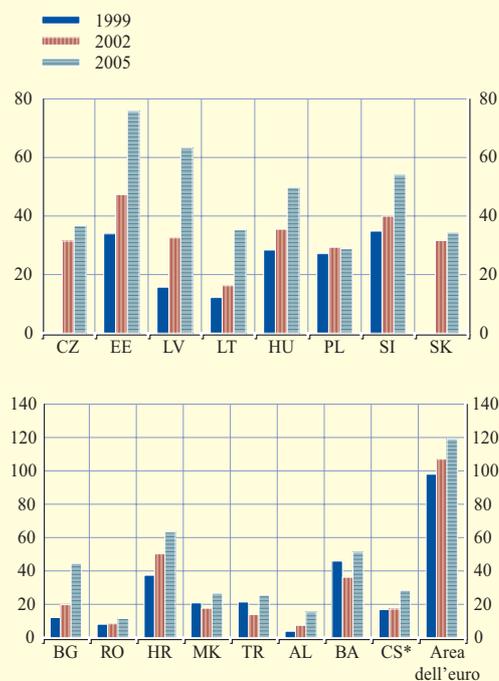
Tutte queste specificità nazionali devono essere tenute presenti anche nell'interpretare i dati sulla redditività. Ad esempio, vi è evidenza empirica dell'esistenza di una relazione positiva fra proprietà estera e redditività, almeno nel caso dei nuovi paesi membri dell'UE. Inoltre, l'interrelazione fra concentrazione e margini di interesse è complessa, poiché sussistono alcune prove (anche qui perlomeno nel caso dei paesi dell'UE) che i margini sono fra i più bassi in mercati ad elevata concentrazione e i più alti in quelli con un grado di concentrazione inferiore⁵⁾. Con il pieno sviluppo del settore bancario, si verifica un consolidamento e un conseguente aumento della concentrazione. Nel contempo gli elevati margini osservati durante il volatile periodo iniziale della transizione scendono a livelli più prossimi a quelli osservati in settori bancari più sviluppati.

4 LA CRESCITA DEL CREDITO BANCARIO INTERNO EROGATO AL SETTORE PRIVATO NELLA REGIONE

Il processo di transizione ha comportato numerose fasi distinte nell'evoluzione dei settori finanziari della regione. Tuttavia, non tutti i paesi in esame le hanno attraversate tutte o al medesimo ritmo⁶⁾. Inoltre, non tutti i paesi hanno gestito allo stesso modo l'eredità delle fasi iniziali di transizione, quando gran parte del prestito ero-

- 5) Per una trattazione delle problematiche relative alla relazione fra proprietà, concentrazione e redditività, cfr. la pubblicazione della BCE *Banking structures in the new EU Member States* (gennaio 2005).
- 6) Cfr. Cottarelli, C., Dell'Ariccia, G., Vladkova-Hollar, I. (2005), "Early birds, late risers, and sleeping beauties: Bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans", *Journal of Banking and Finance*, 29 (1), pp. 83-104.

Figura 2 Credito al settore privato in percentuale del PIL



Fonte: BCE per i paesi della UE e area dell'euro, FMI (per i paesi non appartenenti alla UE con l'eccezione della Serbia, per la quale sono riportate fonti nazionali).
 Note: Con * si fa riferimento alla Serbia. Le informazioni sui paesi non appartenenti all'UE sono relative ad attività verso il settore privato come riportato nell'indagine monetaria dell'IFS.

gato era di scarsa qualità. Tutto ciò implica che è difficile effettuare un raffronto tra paesi e che qualsiasi analisi degli andamenti recenti sarà necessariamente influenzata dalla scelta del periodo iniziale di osservazione.

In genere, tuttavia, vi è stata una rapida accelerazione del processo di sviluppo finanziario negli ultimi tre-quattro anni, in particolare per quanto concerne il credito bancario al settore privato. Dal 2002 al 2005 il rapporto fra prestiti al settore privato e PIL è aumentato di almeno 25 punti percentuali in Estonia, Lettonia e Bulgaria e di oltre 10 punti percentuali in Lituania, Ungheria, Slovenia, Bosnia-Erzegovina, Croazia, Serbia e Turchia (cfr. figura 2).

La tavola 3 fornisce un quadro più dettagliato dell'evoluzione della crescita del credito bancario al settore privato (corretta per l'inflazione)

negli ultimi tre anni. Vi sono riportati anche i corrispondenti tassi di crescita del credito alle famiglie, una componente del credito al settore privato che ha registrato un'espansione particolarmente rapida, fornendo ulteriori elementi in merito alle principali determinanti della crescita del credito nella regione.

In termini reali, negli ultimi tre anni il credito al settore privato è cresciuto a tassi a due cifre in gran parte dei paesi in esame. Ciò è in qualche misura riconducibile agli effetti base, poiché in molti paesi il livello iniziale del credito al settore privato era molto basso o si era ridotto dopo situazioni di crisi come quella in Turchia. Non sorprende, quindi, che la crescita sia stata particolarmente sostenuta in alcuni dei paesi con settori finanziari meno sviluppati, come Albania o Serbia. Un motivo di cautela analogo deve essere tenuto presente nell'esaminare la

Tavola 3 Crescita del credito bancario in termini reali ¹⁾

(variazione percentuale sui dodici mesi (ove non diversamente indicato); crescita nominale corretta per l'inflazione al consumo)

	Pro memoria	Al settore privato			Pro memoria	Alle famiglie		
	Credito al settore privato nel 2003 (% del PIL)	2003	2004	2005	Credito alle famiglie nel 2003 (% del PIL) ³⁾	2003	2004	2005
Paesi dell'UE								
Repubblica Ceca	32	-2	9	23	9	28	38	37
Estonia	55	24	24	30	15	46	48	62
Lettonia	40	23	30	38	11	56	59	77
Lituania	23	45	54	37	8	n.d.	n.d.	83
Ungheria	43	13	19	14	12	37	29	17
Polonia	30	-9	0	16	12	-4	24	24
Slovenia	43	1	15	19	13	n.d.	n.d.	28
Slovacchia	32	5	10	19	10	n.d.	n.d.	41
Paesi in fase di adesione all'UE								
Bulgaria	28	40	43	25	7	78	51	40
Romania	14	118	15	72	4	215	45	66
Paesi candidati all'adesione all'UE								
Croazia	71	13	11	16	40	26	16	17
Ex Repubblica Iugoslava di Macedonia	18	13	8	20	4	58	63	41
Turchia	15	29	43	33	10 ²⁾	56	87	56
Paesi potenziali candidati all'adesione								
Albania	7	28	34	70	2	69	70	75
Bosnia-Erzegovina	31	31	32	28	16	34	33	28
Serbia	16	9	47	50	3	74	118	85
Pro memoria								
Area dell'euro	109	3	4	6	47	4	6	8

Fonti: BCE (per i dati del settore bancario dei paesi della UE), FMI e fonti nazionali (per i paesi non appartenenti all'UE).

Nota: dati non armonizzati per i paesi non appartenenti all'UE.

1) Per i paesi dell'area dell'euro e della UE, la Tavola 3 rappresenta i crediti (prestiti e obbligazioni) al settore privato e i prestiti alle famiglie erogati dalle istituzioni finanziarie monetarie. Per i paesi non appartenenti all'UE, la tavola mostra il credito al settore privato e il credito alle famiglie erogato dalle banche, escludendo le istituzioni finanziarie non bancarie per le quali la disponibilità di dati è limitata.

2) Si fa riferimento al totale delle passività delle famiglie in percentuale del PIL nel 2005.

3) Dati riferiti a Lituania, Slovenia e Slovacchia relativi al 2004.

crescita del credito alle famiglie, riportata nelle colonne di destra della tavola 3.

Nel contempo la crescita del credito in termini reali è stata rapida anche nei paesi dove i livelli iniziali di intermediazione finanziaria erano relativamente elevati. Ad esempio, in Croazia i tassi di crescita del credito al settore privato in termini reali erano prossimi al 30 per cento nel 2003 e hanno portato all'adozione da parte delle autorità di una serie di misure per contenere tale andamento.

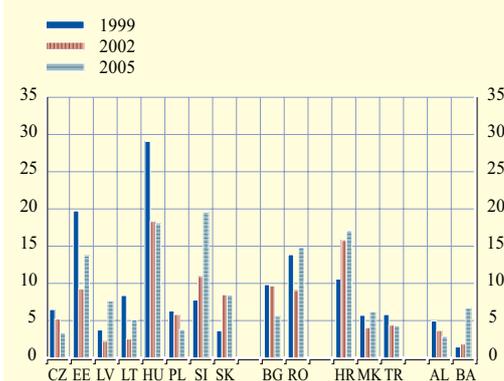
In molti paesi, la struttura delle attività del settore bancario ha ancora una componente significativa di titoli detenuti come i buoni del Tesoro e altre attività liquide. A questo riguardo, il rapido aumento del credito al settore privato riflette, in parte, uno spostamento da parte del settore bancario a favore della più tradizionale attività di prestito. In alcuni casi, tuttavia, l'aumento del prestito al settore privato non è stato finanziato dalla riduzione di altre attività, ma attraverso una posizione netta sull'estero sempre più negativa. Le banche della regione sono ricorse a un sostanziale indebitamento nei confronti dell'estero, spesso nei confronti delle capogruppo, per finanziare l'espansione del credito.

L'importanza di questa fonte di finanziamento è, in molti paesi, sempre maggiore, come risulta dalla figura 3, che riporta solo i prestiti erogati da banche dell'area dell'euro a banche della regione. Dal momento che le banche sono tenute a mantenere entro certi limiti una posizione netta sull'estero, l'aumento delle passività estere è stato generalmente abbinato a prestiti nazionali denominati in valuta estera, il che aiuta a comprendere la quota relativamente elevata di prestiti in valuta estera nella regione (cfr. tavola 4). In metà dei paesi in esame, i prestiti denominati in valuta estera rappresentano oltre la metà dei prestiti totali alle famiglie e alle società non finanziarie. L'accresciuta partecipazione di banche estere nella regione potrebbe aver contribuito al fenomeno del prestito in valuta estera ivi osservato.

La tavola 4 mostra altresì la suddivisione dei prestiti bancari interni al settore privato tra i vari operatori (società non finanziarie, famiglie e al-

Figura 3 Attività internazionali delle banche dell'area dell'euro verso i settori bancari dei paesi dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale

(in percentuale delle passività totali del settore bancario di ciascun paese)



Fonti: BRI, FMI e elaborazioni della BCE.
Nota: dati non disponibili per la Serbia ed il Montenegro.

tre istituzioni finanziarie). La quota relativamente bassa sul totale dei prestiti al settore privato rappresentata dalle famiglie riflette gli effetti dei processi di transizione e convergenza, nonché lo sviluppo ancora modesto di alcuni comparti dell'attività di prestito, come i mutui ipotecari. Ciò aiuta a spiegare la quota tuttora elevata dei prestiti a breve termine sul totale dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie.

5 IMPLICAZIONI PER LA STABILITÀ MACROECONOMICA E FINANZIARIA

L'esperienza maturata nei precedenti casi di rapido sviluppo del settore finanziario in economie di mercato mature ed emergenti suggerisce numerose implicazioni per la stabilità sia macroeconomica sia finanziaria. Iniziando con le prime, si è riscontrato in genere un collegamento positivo fra l'espansione del credito e la crescita economica. È opinione diffusa in letteratura che lo sviluppo finanziario sia connesso con la crescita in quanto favorisce l'accumulo di capitale e/o esercita un impatto positivo sul ritmo di crescita della produttività. A questo riguardo, si può notare come nella regione lo sviluppo finanziario sia andato di pari passo con una vigorosa crescita del prodotto.

Tavola 4 Scomposizione per tipo di prestatore, valuta e scadenza delle consistenze dei prestiti bancari interni al settore privato

(fine 2005)

	Prestiti bancari interni erogati al settore privato ¹⁾ (% del PIL)	Quota dei prestiti bancari interni erogati al settore privato per tipo di prestatore			Prestiti in valuta (% sul totale dei prestiti alle famiglie e alle imprese non finanziarie)	Prestiti a breve termine (% sul totale dei prestiti alle famiglie e alle imprese non finanziarie)
		Imprese non finanziarie (INF)	Famiglie	Altre istituzioni finanziarie		
Paesi dell'UE						
Repubblica Ceca	37	51	40	9	10	26
Estonia	72	42	41	17	79	9
Lettonia	69	49	40	11	70	13
Lituania	41	55	32	13	65	16
Ungheria	49	52	35	13	46	25
Polonia	29	44	51	4	26	28
Slovenia	56	67	28	5	56	29
Slovacchia	35	54	36	11	23	30
Paesi in fase di adesione all'UE						
Bulgaria	45	50	29	21	47	23
Romania	12	62	32	69	58	36
Paesi candidati all'adesione all'UE						
Croazia	62	40	57	3	76 ²⁾	20
Ex Repubblica Iugoslava di Macedonia	27	63	29	8	25	45
Turchia	28	n.d.	n.d.	0	31	50
Paesi potenziali candidati all'adesione						
Albania	15	68	32	1	74	28
Bosnia-Erzegovina	47	48	51	1	69 ²⁾	24
Serbia	28	69	30	0	14	45
Pro memoria						
Area dell'euro	104	41	51	8	3	18

Fonti: BCE (per i paesi dell'UE e dell'area dell'euro), FMI e fonti nazionali (per i paesi non appartenenti all'UE).

Nota: dati non armonizzati per i paesi non appartenenti all'UE.

1) Si riferisce ai prestiti alle imprese private non finanziarie, alle famiglie alle altre istituzioni finanziarie e alle istituzioni senza fini di lucro che offrono servizi alle famiglie. I prestiti ai governi e alle imprese pubbliche sono esclusi.

2) Include i prestiti in valuta locale in relazione ai quali il pagamento degli interessi o del capitale sono indicizzati in valuta.

Benché si sia riscontrato che in genere lo sviluppo finanziario è connesso in maniera positiva alla crescita, l'evidenza storica e la ricerca accademica suggeriscono anche che episodi di crescita vigorosa del credito si sono associati talvolta a rischi considerevoli a livello macroeconomico. In particolare, tali rischi sono connessi al surriscaldamento dell'economia e al relativo peggioramento del conto corrente. Il surriscaldamento deriva in genere da un'impennata della domanda interna, dei consumi e degli investimenti non accompagnata da una risposta equivalente dell'offerta, dando luogo quindi a pressioni inflazionistiche. Squilibri crescenti di conto corrente possono essere causati da una domanda di importazioni più sostenuta e da una perdita di competitività dovuta a un'inflazione più elevata. Insieme a un livello crescente del debito estero, ciò potrebbe rendere l'economia vulnerabile a fenomeni di brusco arresto e a crisi della bilancia dei pagamenti.

Oltre all'impatto sugli andamenti macroeconomici, una rapida espansione del credito può avere implicazioni importanti per la stabilità finanziaria⁷⁾. Molte crisi bancarie sono state precedute da episodi di rapida o eccessiva crescita del credito, soprattutto nelle economie emergenti⁸⁾. Esistono svariate spiegazioni teoriche delle ragioni per cui i boom del credito sono associati a una maggiore probabilità di dissesto bancario. Secondo un filone importante della letteratura, questa relazione sarebbe attribuibile

7) La ricerca empirica ha stabilito che l'elevata crescita del credito è uno dei principali segnali anticipatori di turbolenze macroeconomiche e finanziarie. Cfr. FMI (2004), "Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?", *World Economic Outlook* (aprile).

8) Cfr., ad esempio, Kaminsky, G., Reinhart, C. (1999), "Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems." *American Economic Review*, vol. 89(3), pp. 473-500, e Ottens, D., Lambregts, E., Poelhelke, S. (2005), *Credit Booms in Emerging Market Economies: A Recipe for Banking Crises?*, Working Paper della De Nederlandsche Bank, n. 46.

alla prociclicità dell'offerta di credito bancario. Durante le fasi di espansione del ciclo economico i rischi potrebbero essere sottovalutati, determinando così un allentamento dei criteri per la concessione del credito e una più bassa qualità media dei prenditori. Ciò può portare a perdite di credito più elevate quando si verifica il successivo rallentamento economico. I rischi possono altresì essere sottovalutati per effetto del meccanismo dell'"acceleratore finanziario"⁹⁾. Un eccessivo ottimismo in merito ai rendimenti futuri, generato, ad esempio, da uno shock positivo della produttività, potrebbe accrescere le valutazioni delle attività e, quindi, il valore netto delle imprese, che poi andrebbe a sua volta ad alimentare maggiori investimenti e domanda di credito nonché un ulteriore incremento dei prezzi delle attività. Un cambiamento negativo delle aspettative potrebbe poi causare un processo inverso, con prezzi delle attività in calo e una considerevole diminuzione dell'offerta di credito, che potrebbe far aumentare in maniera significativa le difficoltà di rimborso per i prenditori e comportare in ultima istanza maggiori perdite su prestiti per le banche. Un altro fattore che induce a un allentamento delle politiche di prestito è l'elevata concorrenza fra banche che cercano di consolidare le proprie quote in un mercato in espansione.

Date le caratteristiche specifiche associate al processo di transizione, è di per sé arduo stabilire se un ritmo così sostenuto di sviluppo finanziario rappresenti solo un processo di convergenza verso un livello di equilibrio molto più elevato del rapporto credito/PIL oppure se esso dia adito anche a timori per la stabilità macroeconomica e finanziaria. Pertanto, come verrà analizzato in seguito, questi andamenti richiedono uno stretto e costante monitoraggio¹⁰⁾.

Sebbene i boom del credito possano aumentare le probabilità di crisi bancarie, è importante sottolineare che la rapida espansione del credito potrebbe non essere necessariamente dannosa per lo stato di salute del settore finanziario. Vi è evidenza empirica che molti episodi di rapida crescita del credito non sono stati seguiti da crisi bancarie¹¹⁾. Questa considerazione, insieme

al ruolo positivo dello sviluppo finanziario nella crescita economica, pone importanti dilemmi ai responsabili delle politiche economiche. Dal momento che è arduo distinguere a priori fra episodi di rapida crescita del credito nocivi e non, uno stretto monitoraggio dell'evoluzione del credito rimane, in una prospettiva di stabilità finanziaria, un compito essenziale per i responsabili delle politiche economiche.

In particolare, la velocità della crescita del credito può mettere alla prova le capacità di valutazione e gestione dei rischi da parte delle banche, fatto che, unito all'eccessivo ottimismo sulle prospettive future, può portare a distorsioni nell'allocazione del credito. Questa sfida può essere tanto più significativa nel caso delle banche dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale, data la mancanza di informazioni sulla precedente storia creditizia dei prenditori. Il problema può essere particolarmente evidente nel caso di segmenti di mercato relativamente nuovi e in precedenza poco serviti, quali le famiglie e le piccole e medie imprese. A questo riguardo, alcune delle misure standard della qualità delle attività, come la quota di prestiti in sofferenza sul totale dei prestiti, possono risultare relativamente irrilevanti per contenuto informativo, dal momento che è improbabile che i nuovi prestiti (considerevoli in un periodo di rapida crescita del credito)

9) Il ruolo delle imperfezioni del mercato del credito nell'amplificare gli shock iniziali è stato discusso in Bernanke, B., Gertler, M. (1989), "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations", *American Economic Review*, vol. 79(1), pp. 14-31; Kiyotaki, N., Moore, J. (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 105(2), pp. 211-248; Bernanke, B., Gertler, M., Gilchrist S. (1998), *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, Working Paper della BRI, n. 125.

10) Sulle implicazioni per la stabilità della rapida crescita del credito nella regione, cfr. il riquadro *Credit developments in the new non-euro area EU Member States* nel numero di dicembre 2005 della pubblicazione della BCE *Financial Stability Review*; Papademos, L. (2005), "Financial structures, credit growth and house prices in the new EU Member States: Policy challenges on the road to the euro", discorso pronunciato alla conferenza tenuta dalla Latvijas Banka, Riga, 19 settembre, disponibile sul sito Internet della BCE (www.ecb.int); infine, *Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries*, Occasional Paper della BCE, n. 48, luglio 2006.

11) Cfr., ad esempio, Tornell, A., Westermann, F. (2002), *Boom-Bust Cycles: Facts and Explanation*, Staff Papers dell'FMI, 49 (numero speciale), pp. 111-155.

cadano in mora immediatamente dopo essere stati concessi. In un contesto in cui tassi di interesse variabili per mutui ipotecari e altri prestiti a lungo termine sono sempre più diffusi, il rischio di interesse può avere un impatto potenziale sulla qualità del portafoglio dei prestiti.

Inoltre, i prestiti in valuta estera hanno anche implicazioni di altro genere per la stabilità finanziaria. Le banche sono tenute in genere a mantenere posizioni nette sull'estero prossime all'equilibrio, in modo da non essere esposte a potenziali squilibri nelle posizioni in valuta (*currency mismatches*). Tuttavia, i prenditori finali non hanno accesso in genere a strumenti di copertura, che spesso non sono disponibili o sono troppo costosi, oppure non dispongono di coperture naturali come redditi in valuta estera. Di conseguenza, possono ancora verificarsi squilibri tra le posizioni in valuta, a carico non delle banche bensì del settore reale dell'economia, mentre le banche potrebbero essere esposte a un rischio di credito derivante dal fatto che, nel caso di variazione dei tassi di cambio, la capacità dei prenditori di onorare il debito potrebbe risentirne. Di fatto, in molti paesi, i prenditori sembrano sottovalutare il rischio di variazioni del tasso di cambio fra la valuta nazionale e quella del prestito¹²⁾. In questo contesto andrebbe notato che il rischio di cambio rispetto all'euro persiste in tutti i paesi finché non adottano la moneta unica, indipendentemente dal regime valutario in essere.

Nonostante le implicazioni potenziali per la stabilità finanziaria, va sottolineato che i settori bancari della regione sono in genere ben capitalizzati e redditizi, come mostra la tavola 2. Benché i differenziali fra prestiti e depositi si siano ridotti recentemente, quella bancaria rimane in genere un'attività più redditizia qui che in mercati più maturi, come l'area dell'euro, il che spiega l'interesse delle banche estere nella regione. La presenza di banche di proprietà estera implica altresì che in tutta la regione si stiano diffondendo le tecniche e prassi più aggiornate per la valutazione dei rischi. Inoltre, la circostanza che parte della crescita del credito nella regione derivi dalla crescita dei mutui ipotecari

attenua i potenziali rischi per la stabilità finanziaria, poiché tali prestiti sono garantiti. Nel contempo, la concorrenza per la quota di mercato in mercati bancari ancora relativamente redditizi e che si prevede crescano in misura considerevole in futuro può fornire un incentivo per i dirigenti bancari locali a espandere rapidamente l'attività di prestito. La presenza di banche di proprietà estera impone altresì di accordare un'attenzione particolare a un efficace coordinamento fra le autorità di vigilanza sia nei paesi di origine sia in quelli di insediamento. In particolare, le autorità di vigilanza spesso devono confrontarsi con il fatto che le attività bancarie nella regione di un particolare gruppo bancario di proprietà estera possono rappresentare una quota relativamente modesta delle attività bancarie del gruppo stesso, mentre nel contempo sono di importanza sistemica per il paese di insediamento.

I settori finanziari di tutta la regione sono altresì sottoposti a sorveglianza nel quadro del programma di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Program*, FSAP) condotto dal Fondo monetario internazionale e dalla Banca mondiale. Lo FSAP non solo fornisce un quadro nell'ambito della quale sottoporre a prove di stress la capacità di tenuta dei settori finanziari in scenari diversi, ma anche un programma per migliorare gli assetti regolamentari e istituzionali.

I recenti episodi di rapida crescita del credito hanno altresì sollecitato una risposta a livello di politiche economiche. In numerosi paesi della regione le autorità hanno inasprito la regolamentazione prudenziale e adottato ulteriori misure per contenere la crescita del credito, ad esempio innalzando il livello della riserva obbligatoria minima e introducendo limiti al prestito bancario (o aumentando i tassi di interesse). Sebbene un'analisi dettagliata di tali misure esuli dal tema del presente articolo, molte di esse hanno mostrato nel tempo la tendenza a essere aggirate, attraverso l'indebitamento diretto all'estero

12) Sebbene gran parte dell'indebitamento in valuta estera sia espressa in euro, altre valute come il franco svizzero hanno guadagnato sempre più terreno.

o attraverso le accresciute attività di intermediari finanziari non bancari. Pertanto, gli sforzi per migliorare la vigilanza sulle istituzioni finanziarie non bancarie sono una parte importante della risposta politica per evitare il potenziale indebolimento degli standard prudenziali che potrebbe verificarsi se il credito fosse invece incanalato tramite istituzioni finanziarie non bancarie meno regolamentate.

6 CONCLUSIONI

I paesi dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale sono stati interessati negli ultimi anni da un marcato incremento del ritmo di sviluppo dei propri settori finanziari. Un fattore importante alla base di questa evoluzione è stato il progresso compiuto nel processo di transizione da un'economia centralizzata a una di mercato. Inoltre, sempre negli ultimi anni, anche le politiche macroeconomiche e del settore finanziario nonché fattori congiunturali potrebbero aver contribuito al rapido sviluppo dei settori finanziari della regione. Nel contempo i recenti andamenti di questi settori vanno inquadrati nel contesto dei bassi livelli iniziali di molte attività di credito come i mutui ipotecari. Nonostante la crescita recente, i settori finanziari della regione rimangono ancora di dimensione relativamente modesta se paragonati a quelli dell'area dell'euro.

La rapida crescita del credito al settore privato osservata in numerosi paesi della regione potrebbe creare rischi per la stabilità sia macroeconomica sia finanziaria. I rischi a livello macroeconomico riguardano, in particolare, un surriscaldamento dell'economia e il peggioramento ad esso associato del conto corrente. Quanto ai rischi per la stabilità finanziaria, andrebbe notato che la velocità della crescita del credito può mettere alla prova le capacità di valutazione e gestione dei rischi da parte delle banche. Tale circostanza, abbinata a un eccessivo ottimismo sulle prospettive future, può portare a distorsioni nell'allocazione del credito. Il problema potrebbe diventare particolarmente evidente nel caso di segmenti di mercato relativamente nuovi ma in rapida crescita, come le famiglie e le piccole e medie imprese. Inoltre, i prestiti in valuta estera possono avere anche implicazioni diverse per la stabilità finanziaria. Nel contempo occorre sottolineare che i settori bancari della regione sono in genere ben capitalizzati e redditizi e che la presenza di banche di proprietà estera implica che in tutta la regione si stiano diffondendo le tecniche e prassi più aggiornate per la valutazione dei rischi. Nel complesso, lo sviluppo finanziario e la crescita del credito nella regione richiedono uno stretto e costante monitoraggio. Tuttavia, è prevedibile che l'evoluzione dei sistemi finanziari promuova investimenti più produttivi e la crescita economica nella regione.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA	
1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	S8
1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9
2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO	
2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3 Statistiche monetarie	S12
2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM	S14
2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM	S21
2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S22
2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S24
2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore	S25
3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI	
3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari	S26
3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari	S27
3.3 Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione	S28
3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento	S29
4 MERCATI FINANZIARI	
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S30
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S31
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S33
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S35
4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S37
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario	S39
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato	S40
4.8 Indici del mercato azionario	S41
5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S42
5.2 Produzione e domanda	S45
5.3 Mercato del lavoro	S49

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

6	FINANZA PUBBLICA	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S50
6.2	Debito	S51
6.3	Variazione del debito	S52
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S53
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	S54
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S55
7.2	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	S60
7.3	Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero	S61
7.4	Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)	S63
7.5	Commercio di beni	S65
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S67
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S68
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S69
9.2	Stati Uniti e Giappone	S70
	LISTA DELLE FIGURE	S72
	NOTE TECNICHE	S73
	NOTE GENERALI	S77

Segni convenzionali nelle tavole

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

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ¹⁾²⁾	M3 ¹⁾²⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ¹⁾	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie ¹⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	10,0	6,3	5,9	-	6,1	10,0	2,11	4,14
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,7	2,18	3,44
2005 4° trim.	10,9	8,5	7,8	-	9,0	14,8	2,34	3,42
2006 1° trim.	10,3	8,6	7,8	-	10,1	16,3	2,61	3,56
2° trim.	9,9	9,2	8,7	-	11,2	16,2	2,90	4,05
3° trim.	7,6	8,4	8,2	-	11,2	.	3,22	3,97
2006 mag.	10,2	9,1	8,8	8,6	11,4	16,4	2,89	4,06
giu.	9,3	9,1	8,5	8,3	11,0	15,2	2,99	4,07
lug.	7,4	8,2	7,8	8,1	11,1	15,9	3,10	4,10
ago.	7,2	8,4	8,2	8,2	11,3	15,9	3,23	3,97
set.	7,1	8,4	8,5	.	11,4	.	3,34	3,84
ott.	.	.	.	.	.	.	3,50	3,88

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0	81,5	0,7	8,9
2005	2,2	4,1	2,2	1,4	1,2	81,2	0,8	8,6
2005 4° trim.	2,3	4,4	2,0	1,8	2,1	81,5	0,7	8,4
2006 1° trim.	2,3	5,2	2,2	2,2	3,4	82,2	1,0	8,1
2° trim.	2,5	5,8	2,4	2,7	3,8	83,0	1,2	7,9
3° trim.	2,1	.	.	.	.	83,8	.	.
2006 mag.	2,5	6,0	-	-	5,2	-	-	7,9
giu.	2,5	5,8	-	-	4,5	-	-	7,9
lug.	2,4	6,0	-	-	3,0	83,6	-	7,8
ago.	2,3	5,7	-	-	5,4	-	-	7,9
set.	1,7	.	-	-	.	-	-	.
ott.	1,6	.	-	-	.	83,9	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 ³⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
							7	
1	2	3	4	5	6	7	8	
2004	67,3	105,3	-41,2	60,3	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	-10,6	54,1	-156,3	155,4	320,3	103,0	105,2	1,2441
2005 4° trim.	-8,1	4,9	-20,2	-49,1	320,3	100,9	103,1	1,1884
2006 1° trim.	-10,8	-2,8	-31,5	22,9	327,1	101,2	103,5	1,2023
2° trim.	-6,6	6,3	-12,1	98,9	323,8	103,5	105,8	1,2582
3° trim.	.	.	.	.	325,0	104,3	106,6	1,2743
2006 mag.	-10,7	0,6	-4,6	44,4	333,2	103,8	106,1	1,2770
giu.	11,4	5,2	-15,9	60,5	323,8	103,9	106,2	1,2650
lug.	3,2	5,6	-9,4	1,0	330,1	104,3	106,6	1,2684
ago.	-2,8	-3,8	-2,8	-15,5	326,4	104,4	106,7	1,2811
set.	.	.	.	.	325,0	104,2	106,5	1,2727
ott.	.	.	.	.	.	103,7	105,9	1,2611

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.

- Le variazioni sul periodo corrispondente di dati mensili sono calcolate con riferimento ai dati di fine mese, mentre quelle di dati trimestrali e annuali sono calcolate con riferimento alla variazione sui dodici mesi della media della serie nel periodo. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.
- 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.
- Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema (milioni di euro)

1. Attività

	6 ottobre 2006	13 ottobre 2006	20 ottobre 2006	27 ottobre 2006
Oro e crediti in oro	175.333	175.318	175.206	175.141
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	142.991	141.593	142.008	142.403
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	24.393	23.765	22.958	22.094
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	10.482	9.925	10.793	10.232
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	432.008	428.005	438.503	434.045
Operazioni di rifinanziamento principali	311.999	308.002	318.500	314.000
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	120.001	120.001	120.001	120.002
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	8	2	0	43
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	0	2	0
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	9.379	9.059	8.907	10.083
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	81.590	81.391	80.953	80.856
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	40.021	40.022	40.022	40.022
Altre attività	198.406	201.088	201.931	203.860
Attività totali	1.114.603	1.110.166	1.121.281	1.118.736

2. Passività

	6 ottobre 2006	13 ottobre 2006	20 ottobre 2006	27 ottobre 2006
Banconote in circolazione	592.940	592.914	591.005	591.960
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	165.847	165.993	168.199	165.545
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	165.788	165.958	168.188	165.437
Depositi overnight	59	35	10	42
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	0	1	66
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	122	122	121	121
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	68.549	65.026	75.338	73.924
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	15.948	16.082	15.921	16.104
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	196	97	99	112
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	8.270	6.843	7.142	6.658
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.701	5.701	5.701	5.701
Altre passività	68.735	69.092	69.458	70.313
Rivalutazioni	123.721	123.721	123.721	123.721
Capitale e riserve	64.574	64.575	64.576	64.577
Passività totali	1.114.603	1.110.166	1.121.281	1.118.736

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione		
	Livello	Variazione	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta		Livello	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

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, se non indicato diversamente, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema, alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla operazione di rifinanziamento principale che segue la discussione del Consiglio Direttivo).
- 2) Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.

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

(milioni di euro per le quantità; valori percentuali su base annua per i tassi di interesse)

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
Operazioni di rifinanziamento principali							
2006 5 lug.	376.624	381	326.000	2,75	2,78	2,81	7
12	367.223	377	321.500	2,75	2,81	2,82	7
19	388.712	399	335.000	2,75	2,81	2,82	6
25	359.208	335	338.000	2,75	2,81	2,82	8
2 ago.	357.627	364	324.000	2,75	2,76	2,79	7
9	359.131	353	318.000	3,00	3,05	3,06	6
15	367.386	349	311.000	3,00	3,05	3,06	8
23	376.014	388	317.500	3,00	3,05	3,06	7
30	323.482	343	310.500	3,00	3,00	3,02	7
6 set.	350.124	346	307.000	3,00	3,04	3,05	7
13	356.118	369	300.500	3,00	3,04	3,04	7
20	346.764	394	311.000	3,00	3,03	3,04	7
27	313.570	354	313.000	3,00	3,00	3,03	6
3 ott.	342.164	342	312.000	3,00	3,02	3,04	8
11	367.380	378	308.000	3,25	3,29	3,30	7
18	378.950	398	318.500	3,25	3,29	3,30	7
25	378.282	387	314.000	3,25	3,30	3,31	7
1 nov.	382.135	366	307.000	3,25	3,31	3,32	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2005 1 dic.	52.369	152	30.000	-	2,40	2,41	84
22 ⁵⁾	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 ⁵⁾	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97
2006 26 gen.	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	91
23 Feb.	63.980	164	40.000	-	2,57	2,57	98
30 mar.	56.708	170	40.000	-	2,73	2,75	91
27 apr.	63.596	188	40.000	-	2,76	2,78	91
1 giu.	59.771	161	40.000	-	2,87	2,88	91
29	57.185	167	40.000	-	3,00	3,01	91
27 lug.	54.824	158	40.000	-	3,08	3,09	91
31 ago.	51.079	148	40.000	-	3,20	3,21	91
28 set.	49.801	136	40.000	-	3,30	3,32	84
26 ott.	62.854	159	40.000	-	3,48	3,50	98

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 12 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	9.605	11	9.605	2,00	-	-	-	1
9 ago.	Raccolta di depositi a tempo determinato	500	1	500	2,00	-	-	-	1
6 set.	Operazione temporanea	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	1
11 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1
5 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	21.240	18	7.500	2,00	-	-	-	1
2006 17 gen.	Operazione temporanea	24.900	28	7.000	-	2,25	2,27	2,28	1
7 feb.	Operazione temporanea	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1
7 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	2.600	3	2.600	2,25	-	-	-	1
11 apr.	Operazione temporanea	47.545	29	26.000	-	2,50	2,55	2,58	1
9 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	15.810	16	11.500	2,50	-	-	-	1
14 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	4.910	8	4.910	2,50	-	-	-	1
11 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	9.000	9	8.500	2,75	-	-	-	1
8 ago.	Raccolta di depositi a tempo determinato	19.860	21	18.000	2,75	-	-	-	1
5 set.	Raccolta di depositi a tempo determinato	13.635	17	11.500	3,00	-	-	-	1
10 ott.	Operazione temporanea	36.120	26	9.500	-	3,00	3,05	3,06	1

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- 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.
- 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.
- È stata condotta un'operazione straordinaria basata sulle procedure operative di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) giacché il giorno precedente un'offerta errnea aveva impedito alla BCE di eseguire la propria ORLT per l'intero ammontare.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6
2006 1° trim.	14.500,2	7.604,7	550,2	1.825,1	1.241,5	3.278,8
2006 apr.	14.649,5	7.740,4	563,8	1.833,0	1.231,5	3.280,7
mag.	14.769,0	7.765,7	583,5	1.843,6	1.264,4	3.311,7
giu.	14.712,2	7.764,5	550,9	1.877,1	1.174,4	3.345,3
lug.	14.797,1	7.787,3	553,4	1.891,9	1.192,2	3.372,4
ago.	14.850,7	7.760,2	576,3	1.906,6	1.234,7	3.372,8

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 1° trim.	157,7	158,3	0,6	0,0	2,31
2° trim.	162,6	163,3	0,7	0,0	2,57
2006 11 lug.	165,6	166,3	0,8	0,0	2,81
8 ago.	166,5	167,1	0,6	0,0	2,80
5 set.	165,8	166,4	0,6	0,0	3,04
10 ott.	166,3	167,0	0,7	0,0	3,03
5 nov.	166,2	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema												
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1	
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9	
2006 1° trim.	324,7	299,3	104,7	0,1	0,0	0,2	0,1	550,8	53,3	-34,0	158,3	709,2	
2° trim.	336,9	287,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,1	572,0	45,5	-37,0	163,3	735,4	
2006 11 lug.	334,3	316,5	120,0	0,2	0,0	0,6	0,3	578,8	67,0	-42,1	166,3	745,7	
8 ago.	327,6	329,7	120,0	0,2	0,0	0,1	0,6	588,2	73,0	-51,5	167,1	755,4	
5 set.	327,3	314,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,4	588,7	61,4	-55,6	166,4	755,2	
10 ott.	326,7	308,7	120,0	0,1	0,3	0,2	0,0	588,5	59,1	-59,1	167,0	755,7	

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2

MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

(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 ¹⁾	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														
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	294,1	14,0	173,8
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006 1° trim.	1.431,3	636,9	20,7	0,6	615,6	188,2	168,0	2,3	18,0	-	15,8	348,9	14,7	226,7
2006 apr.	1.468,7	661,0	20,7	0,6	639,7	189,9	168,6	2,3	19,0	-	16,8	358,9	14,7	227,4
mag.	1.472,2	662,3	20,7	0,6	641,0	194,0	171,4	2,3	20,3	-	16,4	357,2	14,6	227,6
giu.	1.532,1	731,1	20,3	0,6	710,1	192,8	170,3	2,3	20,2	-	16,4	343,7	14,6	233,5
lug.	1.554,2	741,4	20,3	0,6	720,4	197,9	173,6	2,1	22,1	-	16,4	352,6	14,8	231,2
ago.	1.529,5	709,0	20,3	0,6	688,0	204,4	179,0	2,2	23,3	-	16,4	348,9	14,8	236,0
set. (p)	1.521,8	694,5	20,3	0,6	673,5	206,5	180,0	2,2	24,3	-	16,5	348,5	14,8	241,1
IFM escluso l'Eurosistema														
2004	21.355,4	12.825,3	811,9	7.555,6	4.457,8	3.188,1	1.299,9	465,5	1.422,7	72,6	945,5	2.943,4	159,6	1.220,9
2005	23.653,0	13.684,2	826,9	8.287,4	4.569,9	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.007,0	3.671,8	165,7	1.542,6
2006 1° trim.	24.358,8	14.024,2	816,3	8.551,5	4.656,4	3.584,9	1.440,5	573,5	1.570,9	83,6	1.092,3	3.850,1	166,3	1.557,6
2006 apr.	24.698,8	14.222,9	816,8	8.644,1	4.762,1	3.596,5	1.434,6	584,7	1.577,2	82,9	1.151,2	3.889,2	166,5	1.589,6
mag.	24.907,2	14.363,8	806,2	8.707,9	4.849,7	3.604,0	1.407,5	593,0	1.603,5	85,4	1.157,0	3.921,9	166,8	1.608,4
giu.	24.722,2	14.324,1	809,3	8.784,3	4.730,5	3.588,2	1.402,8	600,0	1.585,3	86,7	1.104,8	3.872,7	167,9	1.577,8
lug.	24.900,8	14.439,8	806,2	8.859,0	4.774,5	3.601,4	1.385,1	612,8	1.603,6	86,2	1.107,4	3.956,7	168,2	1.541,1
ago.	24.925,8	14.447,7	800,9	8.874,1	4.772,7	3.583,6	1.361,7	609,5	1.612,4	89,4	1.111,2	3.963,3	168,4	1.562,3
set. (p)	25.370,1	14.609,1	804,1	8.979,5	4.825,5	3.601,3	1.354,4	618,3	1.628,6	88,1	1.132,0	4.105,8	168,9	1.664,9

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di 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	
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006 1° trim.	1.431,3	574,7	405,0	45,0	15,0	345,0	-	0,1	214,5	30,3	206,6
2006 apr.	1.468,7	586,6	425,9	45,8	17,4	362,6	-	0,1	218,3	28,4	209,4
mag.	1.472,2	588,8	427,8	34,8	19,4	373,6	-	0,1	217,2	31,2	207,1
giu.	1.532,1	598,2	487,4	69,3	21,5	396,5	-	0,1	206,2	30,6	209,5
lug.	1.554,2	607,7	490,1	64,7	19,3	406,1	-	0,1	214,0	31,0	211,3
ago.	1.529,5	603,9	467,6	63,7	15,0	388,9	-	0,1	211,4	31,7	214,8
set. (p)	1.521,8	607,7	449,2	55,2	16,1	377,8	-	0,1	211,6	33,8	219,5
IFM escluso l'Eurosistema											
2004	21.355,4	-	11.487,5	137,7	6.640,9	4.709,0	677,4	3.496,9	1.203,1	2.815,0	1.675,6
2005	23.653,0	-	12.214,6	149,2	7.214,2	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.052,7
2006 1° trim.	24.358,8	-	12.419,6	148,1	7.322,0	4.949,5	686,7	3.991,5	1.368,7	3.733,7	2.158,7
2006 apr.	24.698,8	-	12.615,2	136,8	7.430,4	5.048,0	696,0	4.007,5	1.368,7	3.790,2	2.221,3
mag.	24.907,2	-	12.709,5	132,5	7.455,3	5.121,8	707,0	4.060,7	1.373,8	3.812,0	2.244,2
giu.	24.722,2	-	12.708,6	138,1	7.512,7	5.057,8	703,3	4.060,8	1.376,2	3.701,3	2.171,9
lug.	24.900,8	-	12.751,2	129,6	7.517,6	5.104,0	713,7	4.095,8	1.395,5	3.779,3	2.165,3
ago.	24.925,8	-	12.723,9	121,1	7.522,0	5.080,8	720,6	4.126,0	1.400,8	3.795,0	2.159,4
set. (p)	25.370,1	-	12.882,8	147,5	7.615,1	5.120,2	727,6	4.163,8	1.404,0	3.901,4	2.290,6

Fonte: BCE.

- 1) 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.
- 2) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 3) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

(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											
2004	15.723,6	8.389,6	833,4	7.556,3	1.907,1	1.439,9	467,2	669,9	3.237,4	173,6	1.345,9
2005	17.892,2	9.135,6	847,5	8.288,1	2.148,5	1.595,0	553,6	708,8	4.008,8	180,4	1.710,0
2006 1° trim.	18.475,2	9.389,1	837,0	8.552,1	2.184,2	1.608,4	575,8	780,1	4.199,0	181,0	1.741,8
2006 apr.	18.704,2	9.482,2	837,5	8.644,7	2.190,2	1.603,2	587,0	831,7	4.248,1	181,2	1.770,8
mag.	18.782,6	9.535,4	826,9	8.708,5	2.174,2	1.578,8	595,4	821,6	4.279,1	181,4	1.790,8
giu.	18.738,1	9.614,6	829,6	8.785,0	2.175,5	1.573,1	602,4	782,3	4.216,4	182,5	1.766,8
lug.	18.867,6	9.686,2	826,5	8.859,7	2.173,7	1.558,7	614,9	788,2	4.309,3	183,0	1.727,3
ago.	18.884,2	9.696,0	821,2	8.874,7	2.152,4	1.540,7	611,7	787,2	4.312,1	183,2	1.753,4
set. ^(p)	19.261,1	9.804,6	824,5	8.980,1	2.154,9	1.534,4	620,5	802,2	4.454,3	183,7	1.861,4
Transazioni											
2004	1.269,9	499,7	-6,7	506,4	92,1	58,1	33,9	36,5	437,7	2,7	201,3
2005	1.606,2	711,2	12,8	698,4	152,4	72,8	79,6	48,5	450,5	1,4	242,1
2006 1° trim.	597,9	240,5	-10,4	250,8	54,4	28,6	25,8	65,0	206,5	-0,2	31,7
2006 apr.	280,2	98,1	0,7	97,4	12,4	0,2	12,2	52,2	88,6	0,2	28,7
mag.	116,7	57,0	-10,5	67,4	-8,8	-17,6	8,9	-4,8	54,6	0,3	18,5
giu.	-29,9	80,5	2,6	77,9	9,7	1,8	7,9	-37,9	-57,1	1,1	-26,2
lug.	115,6	72,5	-3,8	76,3	-4,9	-16,9	11,9	2,5	84,2	0,3	-38,9
ago.	22,5	12,4	-5,3	17,7	-23,6	-22,5	-1,1	-3,9	10,8	0,2	26,6
set. ^(p)	361,9	114,3	6,0	108,3	-1,5	-9,8	8,3	18,6	123,3	0,5	106,7

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ¹⁾	Obbligazioni ²⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2004	15.723,6	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.051,6	2.842,2	1.842,9	33,6
2005	17.892,2	532,8	173,6	7.228,8	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.258,9	13,6
2006 1° trim.	18.475,2	532,3	193,1	7.337,0	603,1	2.402,7	1.255,2	3.764,0	2.365,3	22,5
2006 apr.	18.704,2	540,3	182,6	7.447,8	613,1	2.411,4	1.250,7	3.818,6	2.430,7	8,9
mag.	18.782,6	543,6	167,2	7.474,7	621,6	2.437,0	1.239,3	3.843,2	2.451,3	4,7
giu.	18.738,1	553,7	207,4	7.534,2	616,7	2.455,4	1.243,5	3.731,9	2.381,4	13,8
lug.	18.867,6	562,7	194,3	7.536,9	627,4	2.470,2	1.274,0	3.810,3	2.376,7	15,1
ago.	18.884,2	559,0	184,8	7.537,0	631,2	2.490,5	1.271,8	3.826,7	2.374,2	9,1
set. ^(p)	19.261,1	563,2	202,7	7.631,2	639,5	2.511,0	1.269,2	3.935,2	2.510,0	-1,0
Transazioni										
2004	1.269,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,2	49,6	276,9	232,1	37,8
2005	1.606,2	64,4	10,8	501,1	-3,0	213,5	88,3	445,0	337,1	-51,0
2006 1° trim.	597,9	-0,5	19,6	103,0	9,0	77,1	27,0	240,6	87,7	34,5
2006 apr.	280,2	8,1	-10,5	116,0	10,1	18,3	-5,8	95,9	52,0	-3,8
mag.	116,7	3,3	-15,4	29,2	9,9	34,7	-3,0	43,4	12,3	2,3
giu.	-29,9	10,1	41,1	59,6	-5,1	12,0	13,2	-120,0	-47,6	6,7
lug.	115,6	9,0	-13,1	2,8	12,6	16,3	21,0	79,8	-14,1	1,3
ago.	22,5	-3,7	-9,5	0,6	2,9	24,6	-4,4	22,2	-5,9	-4,3
set. ^(p)	361,9	4,2	17,9	93,4	-1,9	16,6	-0,8	103,1	141,1	-11,7

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Statistiche monetarie

(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 monetari¹⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2004	2.908,7	2.660,5	5.569,2	964,6	6.533,8	-	4.465,3	2.294,6	8.694,9	7.548,8	385,9
2005	3.423,4	2.650,6	6.074,0	993,7	7.067,6	-	5.005,8	2.468,0	9.555,1	8.281,4	455,7
2006 1° trim.	3.496,6	2.722,5	6.219,1	1.007,5	7.226,6	-	5.142,0	2.439,1	9.905,6	8.561,6	441,9
2006 apr.	3.507,6	2.762,8	6.270,4	1.013,3	7.283,7	-	5.169,5	2.430,1	10.019,3	8.643,3	446,3
mag.	3.549,0	2.743,7	6.292,7	1.035,0	7.327,7	-	5.186,5	2.388,4	10.080,7	8.703,8	461,2
giu.	3.564,3	2.779,0	6.343,3	1.028,2	7.371,6	-	5.223,6	2.391,4	10.136,4	8.755,5	481,1
lug.	3.545,9	2.805,4	6.351,3	1.036,4	7.387,6	-	5.281,9	2.378,8	10.247,8	8.836,0	500,9
ago.	3.571,0	2.836,7	6.407,7	1.057,0	7.464,7	-	5.297,8	2.369,4	10.329,4	8.908,0	480,1
set. ^(p)	3.591,6	2.882,2	6.473,8	1.090,9	7.564,7	-	5.317,2	2.368,7	10.439,3	8.996,6	507,9
Transazioni											
2004	238,6	110,7	349,3	57,7	407,0	-	341,7	54,5	578,1	506,1	166,0
2005	338,6	138,8	477,5	6,5	483,9	-	399,8	90,1	830,0	699,4	7,3
2006 1° trim.	74,9	74,6	149,5	28,8	178,3	-	102,8	-13,6	334,5	267,0	-19,6
2006 apr.	12,8	42,6	55,4	5,7	61,1	-	37,2	-3,4	120,0	86,5	2,7
mag.	42,5	-17,4	25,1	25,5	50,6	-	31,7	-35,0	70,7	64,2	19,7
giu.	15,0	34,7	49,7	-3,3	46,4	-	37,1	10,4	59,4	53,1	34,1
lug.	-18,4	26,5	8,1	11,3	19,3	-	49,1	-15,8	108,9	82,2	9,7
ago.	25,0	31,9	56,9	20,1	76,9	-	17,8	-13,9	83,6	74,5	-18,6
set. ^(p)	19,8	44,5	64,2	25,2	89,5	-	16,6	-1,4	115,9	91,5	14,3
Variazioni percentuali											
2004 dic.	8,9	4,3	6,7	6,4	6,6	6,5	8,2	2,4	7,1	7,2	166,0
2005 dic.	11,4	5,4	8,5	0,7	7,3	7,5	8,8	3,9	9,5	9,2	7,3
2006 mar.	10,1	7,8	9,0	5,6	8,5	8,4	8,7	1,9	11,5	10,9	-6,2
2006 apr.	9,8	8,9	9,3	5,1	8,7	8,7	8,8	1,2	11,8	11,4	-17,1
mag.	10,2	8,0	9,1	6,7	8,8	8,6	8,9	0,3	11,8	11,4	37,0
giu.	9,3	8,8	9,1	4,9	8,5	8,3	8,0	0,1	11,5	11,0	-1,8
lug.	7,4	9,2	8,2	5,3	7,8	8,1	8,7	-0,7	11,8	11,1	2,8
ago.	7,2	9,8	8,4	7,0	8,2	8,2	8,4	-1,5	11,9	11,3	-10,6
set. ^(p)	7,1	10,0	8,4	9,6	8,5	.	8,1	-1,6	12,2	11,4	29,9

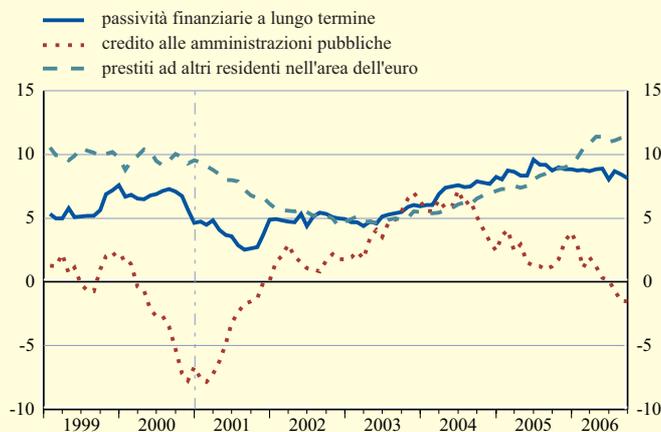
F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

2.3 Statistiche monetarie

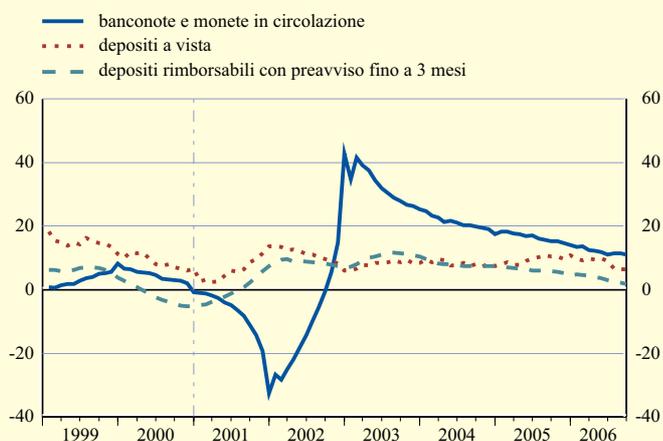
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	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											
2004	456,4	2.452,3	1.024,5	1.636,0	242,3	620,0	102,3	1.964,8	90,2	1.359,5	1.050,8
2005	520,4	2.903,0	1.107,9	1.542,7	236,6	630,8	126,2	2.203,9	87,0	1.515,3	1.199,6
2006 1° trim.	535,5	2.961,1	1.159,3	1.563,3	240,9	603,5	163,1	2.240,0	88,4	1.559,7	1.253,8
2006 apr.	540,6	2.967,1	1.199,2	1.563,6	243,8	605,6	163,9	2.248,4	89,2	1.576,1	1.255,8
mag.	544,6	3.004,3	1.174,6	1.569,1	248,0	613,3	173,7	2.259,0	90,8	1.590,8	1.246,0
giu.	547,8	3.016,6	1.215,6	1.563,4	247,3	619,1	161,8	2.290,5	92,2	1.601,0	1.239,9
lug.	552,3	2.993,6	1.242,7	1.562,7	252,5	623,5	160,4	2.304,6	93,8	1.611,2	1.272,3
ago.	558,7	3.012,3	1.270,0	1.566,7	255,3	622,8	178,9	2.314,4	95,7	1.617,5	1.270,2
set. ^(p)	563,4	3.028,2	1.314,6	1.567,6	269,3	641,2	180,4	2.328,4	97,7	1.627,1	1.264,0
Transazioni											
2004	67,7	170,9	-2,2	112,9	24,5	21,9	11,3	185,9	-0,9	107,1	49,6
2005	64,0	274,7	69,3	69,5	-6,7	-3,2	16,4	199,2	-4,3	116,9	88,0
2006 1° trim.	15,2	59,8	53,8	20,8	4,3	-5,6	30,1	39,9	1,4	34,8	26,7
2006 apr.	5,0	7,8	42,1	0,4	3,0	2,2	0,4	18,4	0,8	17,4	0,6
mag.	4,1	38,4	-23,0	5,6	3,4	9,1	12,9	16,5	1,5	14,9	-1,3
giu.	3,1	11,9	40,5	-5,7	0,7	5,7	-9,8	23,1	1,4	9,7	2,8
lug.	4,5	-22,9	27,2	-0,7	5,2	6,1	-0,1	14,3	1,6	10,3	22,9
ago.	6,4	18,6	27,8	4,1	2,8	-1,6	18,8	13,8	1,9	6,4	-4,3
set. ^(p)	4,7	15,1	43,6	0,9	14,0	8,1	3,1	8,5	2,0	10,6	-4,5
Variazioni percentuali											
2004 dic.	17,4	7,5	-0,2	7,4	11,3	3,7	12,3	10,3	-1,0	8,6	4,9
2005 dic.	14,0	10,9	6,6	4,4	-2,8	-0,5	15,7	10,0	-4,7	8,5	8,1
2006 mar.	12,4	9,8	12,7	4,4	3,8	-0,5	43,5	8,7	-3,2	9,1	9,1
2006 apr.	12,2	9,4	16,0	4,0	10,4	-1,1	26,4	8,7	-2,4	9,7	8,9
mag.	11,9	9,9	14,6	3,6	6,8	-0,7	45,5	8,6	-0,5	10,4	8,1
giu.	11,1	8,9	17,2	3,0	2,6	0,8	30,5	8,1	1,6	9,0	7,2
lug.	11,5	6,7	19,0	2,5	4,7	0,8	29,7	8,6	4,1	9,2	8,7
ago.	11,4	6,5	20,9	2,2	5,2	0,6	42,6	8,2	7,1	9,3	7,8
set. ^(p)	11,0	6,4	21,6	1,8	12,2	1,3	45,6	8,1	10,7	9,4	6,5

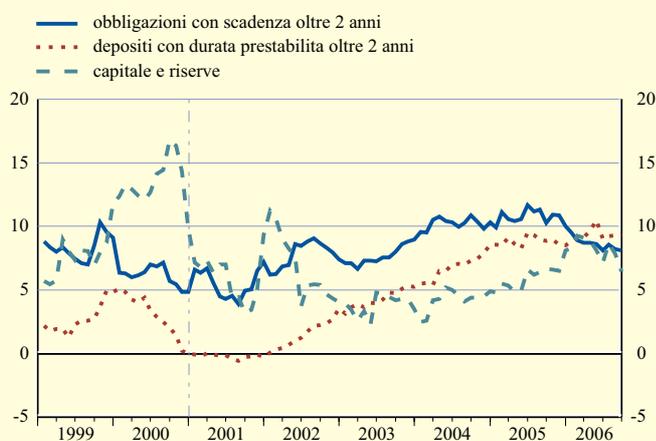
F3 Componenti degli aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

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

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie ²⁾

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ³⁾		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,2	973,8	547,3	1.631,2
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,8	594,0	1.777,2
2006 1° trim.	81,9	57,1	661,9	412,0	3.525,1	1.060,9	626,7	1.837,5
2006 apr.	88,1	62,9	677,2	428,5	3.567,8	1.080,6	634,3	1.852,9
mag.	86,9	61,7	682,5	433,9	3.595,4	1.078,1	644,4	1.873,0
giu.	84,7	59,6	673,5	419,6	3.640,0	1.098,6	651,0	1.890,4
lug.	90,1	64,4	667,0	407,8	3.685,5	1.110,7	668,0	1.906,8
ago.	86,7	61,3	678,6	415,9	3.679,0	1.086,4	670,8	1.921,8
set. ^(p)	89,5	63,4	699,4	436,6	3.729,9	1.108,2	682,6	1.939,1
Transazioni								
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	163,9	24,5	31,1	108,2
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	57,0	54,3	151,5
2006 1° trim.	17,1	15,6	46,6	45,2	108,9	26,9	35,8	46,1
2006 apr.	6,2	5,9	17,0	17,7	45,4	20,5	8,6	16,2
mag.	-1,1	-1,2	5,8	5,5	30,2	-1,6	10,9	20,9
giu.	-2,3	-2,1	-9,0	-14,1	45,2	20,5	6,9	17,8
lug.	5,5	4,9	-4,9	-9,6	44,1	12,3	16,1	15,6
ago.	-3,4	-3,2	11,8	8,2	-4,9	-24,0	3,7	15,4
set. ^(p)	2,8	2,1	22,4	20,6	51,1	21,9	11,8	17,4
Variazioni percentuali								
2004 dic.	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,6	6,0	7,0
2005 dic.	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 mar.	40,3	44,1	17,0	16,8	10,5	7,7	14,9	10,6
2006 apr.	47,6	54,5	20,7	24,0	10,9	8,8	15,1	10,8
mag.	39,8	44,2	19,8	23,1	11,3	8,6	16,2	11,2
giu.	32,5	36,3	16,2	16,7	11,3	8,0	17,4	11,3
lug.	41,2	49,4	15,6	16,5	11,8	9,2	18,4	11,1
ago.	34,3	43,9	19,3	21,9	12,0	9,2	19,5	11,2
set. ^(p)	37,1	48,6	17,2	19,1	12,7	10,5	20,6	11,4

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Prima di gennaio 2003 i dati venivano raccolti ogni anno a marzo, giugno, settembre e dicembre. I dati mensili precedenti a gennaio 2003 sono derivati da dati trimestrali.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

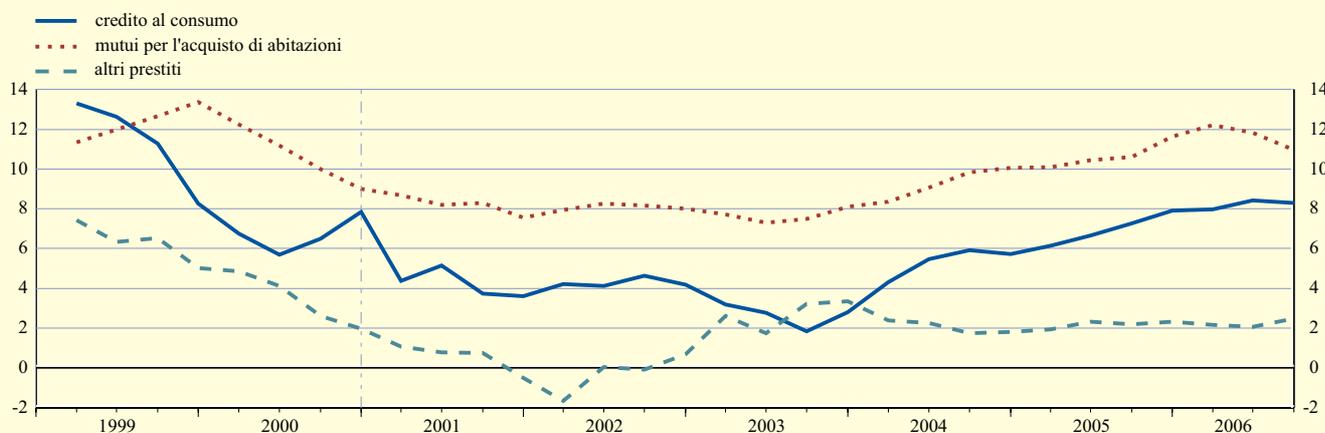
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ^{2),3)}

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,1	99,2	458,2
2005	4.193,3	554,1	129,2	200,7	224,2	2.917,6	15,2	67,5	2.834,9	721,6	147,3	99,9	474,4
2006 1° trim.	4.282,5	557,1	126,2	200,9	230,0	3.006,3	15,1	67,9	2.923,3	719,1	146,4	98,1	474,5
2006 apr.	4.311,0	561,5	127,0	202,5	232,0	3.029,5	15,0	67,7	2.946,8	720,0	146,0	97,7	476,3
mag.	4.343,0	568,9	129,1	204,8	235,0	3.053,2	15,1	68,5	2.969,7	720,9	144,6	97,6	478,7
giu.	4.386,2	576,1	130,6	205,5	240,0	3.081,7	15,8	70,0	2.995,8	728,4	150,7	98,3	479,4
lug.	4.416,4	579,6	131,3	206,0	242,3	3.110,4	15,8	70,4	3.024,2	726,4	146,8	98,5	481,1
ago.	4.429,8	580,1	130,2	205,5	244,4	3.124,7	15,8	70,5	3.038,4	725,0	145,5	98,5	480,9
set. ^(p)	4.460,7	582,7	131,0	206,4	245,3	3.149,3	16,5	70,9	3.061,9	728,6	146,9	99,2	482,5
Transazioni													
2004	277,4	27,7	6,4	8,4	12,9	237,4	0,8	2,7	233,9	12,3	-0,9	2,0	11,1
2005	359,8	40,7	9,1	11,6	20,0	302,9	0,8	4,8	297,3	16,2	3,9	1,3	11,1
2006 1° trim.	78,3	5,2	-2,2	1,2	6,2	71,8	0,0	0,4	71,4	1,2	-0,2	0,4	1,1
2006 apr.	29,0	4,6	0,8	1,3	2,4	23,4	-0,2	0,0	23,6	1,0	-0,3	-0,5	1,8
mag.	32,6	7,5	2,1	2,3	3,0	23,6	0,0	0,4	23,1	1,5	-1,4	0,4	2,5
giu.	43,9	7,3	1,6	0,7	5,0	28,6	0,8	1,5	26,3	8,0	6,1	0,9	1,0
lug.	31,7	3,9	0,7	0,5	2,6	29,2	0,0	0,5	28,8	-1,4	-3,8	0,1	2,2
ago.	14,2	0,5	-0,8	-0,5	1,8	14,4	0,0	0,1	14,3	-0,6	-1,4	0,2	0,6
set. ^(p)	32,0	4,3	1,0	1,0	2,2	24,8	0,7	0,4	23,7	2,9	1,4	0,7	0,9
Variazioni percentuali													
2004 dic.	7,9	5,7	5,8	4,6	6,7	10,1	5,3	4,4	10,3	1,8	-0,6	2,1	2,5
2005 dic.	9,4	7,9	7,6	6,1	9,7	11,6	5,6	7,5	11,8	2,3	2,7	1,3	2,4
2006 mar.	9,8	8,0	6,0	5,8	11,1	12,2	7,3	6,0	12,4	2,2	1,6	2,1	2,4
2006 apr.	9,8	8,0	6,9	5,6	10,8	12,2	6,0	7,2	12,3	2,2	2,7	1,4	2,3
mag.	9,8	8,4	7,4	5,7	11,5	12,1	6,5	7,5	12,2	2,0	1,7	1,0	2,3
giu.	9,6	8,4	6,3	4,8	13,1	11,8	7,9	8,0	12,0	2,1	0,8	2,4	2,4
lug.	9,5	8,7	8,5	4,0	13,1	11,4	7,6	7,9	11,6	2,3	1,3	2,4	2,6
ago.	9,2	8,4	6,9	4,0	13,2	11,1	9,2	7,4	11,2	2,3	1,4	2,5	2,5
set. ^(p)	9,1	8,3	5,7	4,2	13,5	11,0	10,1	7,4	11,1	2,5	1,4	3,3	2,6

F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Prima di gennaio 2003 i dati venivano raccolti ogni anno a marzo, giugno, settembre e dicembre. I dati mensili precedenti a gennaio 2003 sono derivati da dati trimestrali.

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

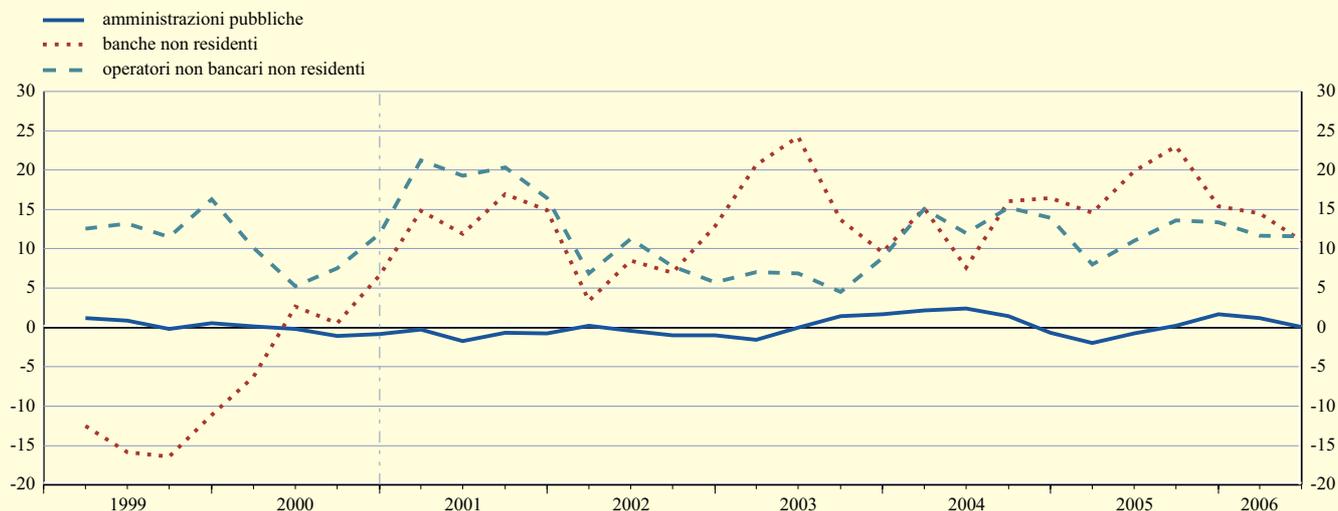
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	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										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,0	1.723,4	761,6	66,0	695,6
2006 1° trim.	816,3	118,5	240,9	427,7	29,2	2.594,6	1.822,9	771,7	62,9	708,8
2° trim. ^(p)	809,3	107,1	234,5	438,2	29,2	2.611,2	1.840,6	770,5	62,9	707,7
Transazioni										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,7	209,2	87,6	4,7	82,9
2006 1° trim.	-10,4	-6,3	-5,9	1,9	-0,1	131,2	111,6	19,6	-3,0	22,6
2° trim. ^(p)	-6,8	-11,2	-6,4	10,5	0,1	56,3	42,3	14,0	0,0	14,0
Variazioni percentuali										
2004 dic.	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,4	13,4	7,7	14,0
2006 mar.	1,2	-8,0	-3,9	5,8	29,5	13,6	14,5	11,7	1,7	12,7
giu. ^(p)	0,1	-13,5	-6,3	7,9	2,4	11,2	11,0	11,6	1,5	12,5

F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) 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⁾

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

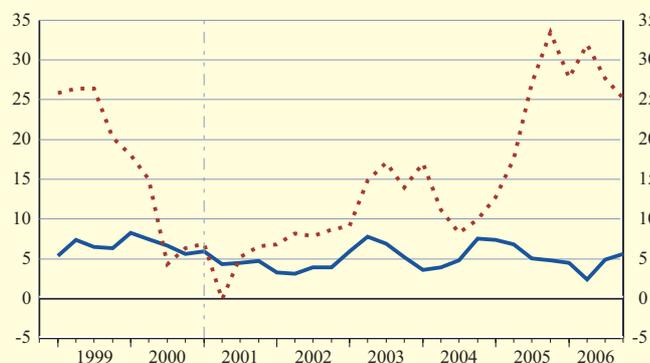
1. Depositi degli intermediari finanziari²⁾

	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														
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	882,8	233,9	185,0	332,2	10,5	0,1	121,1
2006 1° trim.	613,0	65,6	50,4	474,8	1,1	1,4	19,7	989,2	271,5	195,1	376,3	11,0	0,1	135,2
2006 apr.	628,3	67,9	50,4	479,5	1,1	1,4	28,0	1.036,9	275,4	221,3	387,2	10,5	0,1	142,5
mag.	621,1	66,2	45,9	481,1	1,1	1,4	25,6	1.036,8	273,6	206,7	397,4	11,7	0,2	147,2
giu.	625,7	68,6	47,9	484,7	1,0	1,4	22,1	1.048,2	278,1	213,3	407,0	10,8	0,2	138,8
lug.	633,0	65,3	51,9	488,6	1,0	1,4	24,9	1.037,5	263,5	213,0	415,4	9,9	0,2	135,4
ago.	636,6	61,6	52,0	491,9	1,0	1,4	28,7	1.037,9	257,6	215,0	416,2	9,4	0,2	139,4
set. ^(p)	637,4	66,7	51,3	492,7	1,0	1,4	24,4	1.083,8	272,2	236,2	421,0	10,2	0,3	144,0
Transazioni														
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,1	0,9	5,8	43,6	4,1	0,0	17,7
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	181,4	40,1	37,3	102,2	1,5	0,0	0,4
2006 1° trim.	0,6	-2,0	-1,4	5,0	-0,1	0,0	-0,8	98,2	38,3	10,7	34,4	0,5	0,0	14,2
2006 apr.	15,5	2,3	0,1	4,8	0,0	0,0	8,3	50,0	4,6	26,9	11,6	-0,5	0,0	7,3
mag.	-7,0	-1,6	-4,5	1,5	0,0	0,0	-2,5	-0,7	-1,4	-14,9	10,3	1,2	0,1	4,0
giu.	4,5	2,3	2,0	3,7	0,0	0,0	-3,4	12,4	4,4	6,5	9,4	-0,8	0,0	-7,0
lug.	7,3	-3,3	4,0	3,9	0,0	0,0	2,8	-10,7	-14,6	-0,3	8,5	-1,0	0,0	-3,4
ago.	3,6	-3,7	0,1	3,3	0,0	0,0	3,8	0,1	-6,4	2,1	0,9	-0,4	0,0	4,1
set. ^(p)	0,8	5,0	-0,7	0,8	0,0	0,0	-4,3	45,0	14,4	20,9	4,5	0,7	0,1	4,5
Variazioni percentuali														
2004 dic.	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,3	67,6	-	17,1
2005 dic.	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	27,8	22,2	25,0	50,6	14,3	-	0,4
2006 mar.	2,4	-1,7	2,2	3,1	11,3	0,9	-0,3	31,9	20,7	41,8	53,2	6,1	-	4,7
2006 apr.	4,0	1,8	-1,9	3,6	12,6	0,7	32,8	36,3	25,0	50,6	53,8	-10,8	-	11,6
mag.	3,0	0,3	-9,7	4,1	-9,7	1,1	17,4	31,9	20,3	40,1	55,0	4,3	-	-4,5
giu.	4,9	11,8	-1,7	4,6	-8,9	0,8	7,5	27,7	18,2	43,5	43,4	-1,8	-	-1,8
lug.	4,7	1,3	-0,9	5,1	-7,1	-0,7	24,0	25,0	13,5	37,0	43,2	-14,4	-	-3,5
ago.	5,2	3,9	1,3	5,5	-8,2	-3,5	13,2	25,2	14,0	36,7	43,3	-16,1	-	-2,5
set. ^(p)	5,6	10,8	0,1	5,5	-12,0	-3,8	8,6	25,2	7,9	39,5	41,0	-3,2	-	7,3

F8 Depositi totali per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

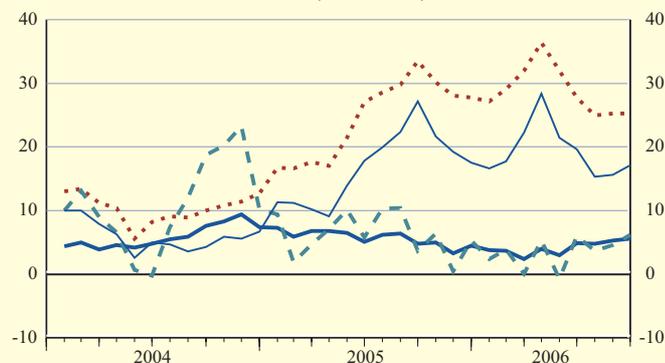
— società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- - - - - altri intermediari finanziari (totale)



F9 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

- 1) Settore dell'IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Prima di gennaio 2003 i dati venivano raccolti ogni anno a marzo, giugno, settembre e dicembre. I dati mensili precedenti a gennaio 2003 sono derivati da dati trimestrali.
- 3) Questa categoria include i fondi di investimento.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

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

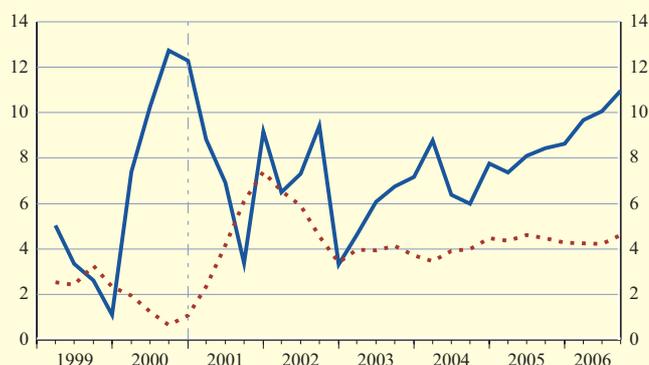
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie ²⁾

	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														
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006 1° trim.	1.199,9	745,5	313,0	71,9	46,7	1,2	21,6	4.355,8	1.673,8	549,3	623,6	1.367,7	86,3	55,1
2006 apr.	1.212,2	751,3	319,8	72,5	45,8	1,3	21,4	4.384,9	1.703,9	552,7	621,1	1.366,6	86,5	54,1
mag.	1.230,4	772,4	314,2	72,7	45,5	1,4	24,3	4.390,3	1.702,1	560,5	619,0	1.364,3	87,7	56,6
giu.	1.236,7	783,6	313,1	73,2	43,6	1,2	22,0	4.423,0	1.725,6	569,4	616,5	1.363,9	89,0	58,5
lug.	1.231,1	775,3	315,8	72,4	42,8	1,3	23,5	4.434,7	1.718,3	587,3	614,0	1.361,9	90,2	63,0
ago.	1.242,7	769,9	330,3	72,4	43,1	1,3	25,7	4.421,8	1.686,7	602,9	612,8	1.360,8	91,7	66,9
set. ^(p)	1.269,8	790,3	334,6	74,0	43,8	1,3	25,8	4.438,7	1.702,9	613,6	608,8	1.355,5	93,0	64,8
Transazioni														
2004	80,8	48,5	17,1	6,6	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,7
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006 1° trim.	-10,4	-23,0	8,9	4,8	2,0	0,0	-3,1	14,0	-11,9	16,0	-8,1	13,9	1,8	2,3
2006 apr.	14,2	6,6	7,7	0,8	-0,8	0,1	-0,2	30,0	30,3	4,0	-2,4	-1,1	0,2	-1,0
mag.	20,2	21,6	-4,3	0,3	-0,3	0,0	2,9	6,1	-1,6	8,2	-2,1	-2,2	1,2	2,5
giu.	5,6	11,1	-1,4	0,2	-1,9	-0,1	-2,3	32,5	8,7	-2,5	-0,4	1,3	1,9	
lug.	-5,5	-8,3	2,8	-0,8	-0,8	0,0	1,5	11,8	-7,3	18,0	-2,5	-2,0	1,1	4,5
ago.	12,1	-5,2	14,8	0,1	0,3	0,0	2,2	-12,6	-31,5	15,8	-1,2	-1,1	1,5	3,9
set. ^(p)	26,2	20,0	3,9	1,5	0,7	0,0	0,2	17,9	16,1	10,4	-2,6	-5,3	1,3	-2,1
Variazioni percentuali														
2004 dic.	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 dic.	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 mar.	9,7	9,8	11,5	6,6	14,2	-27,6	-9,8	4,2	7,4	6,6	-1,7	3,2	-2,7	7,6
2006 apr.	10,4	10,2	12,4	12,4	10,4	-20,0	-9,9	4,2	7,4	7,1	-2,2	2,9	-1,9	6,6
mag.	11,5	11,4	12,1	13,1	7,9	-20,7	10,9	4,2	6,9	9,0	-2,1	2,5	-0,1	8,7
giu.	10,1	8,9	15,4	8,3	4,3	-19,5	1,1	4,2	6,0	11,5	-2,5	2,2	2,1	14,9
lug.	9,4	8,1	14,4	8,8	1,0	-5,6	10,1	4,0	4,6	14,5	-2,7	1,8	4,4	17,5
ago.	9,9	7,9	16,2	9,0	2,7	1,9	13,6	4,4	4,8	17,0	-2,9	1,5	7,3	22,9
set. ^(p)	11,0	10,1	13,8	14,9	-0,5	4,1	13,9	4,6	4,8	19,1	-2,8	1,1	10,8	25,7

F10 Depositi totali per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



Fonte: BCE.

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

2) Prima di gennaio 2003 i dati venivano raccolti ogni anno a marzo, giugno, settembre e dicembre. I dati mensili precedenti a gennaio 2003 sono derivati da dati trimestrali.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

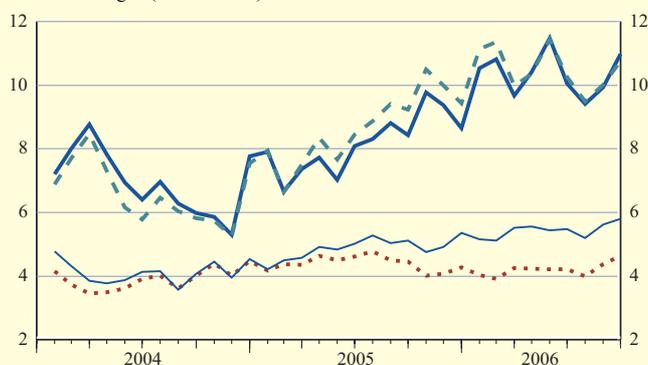
4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

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

F11 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

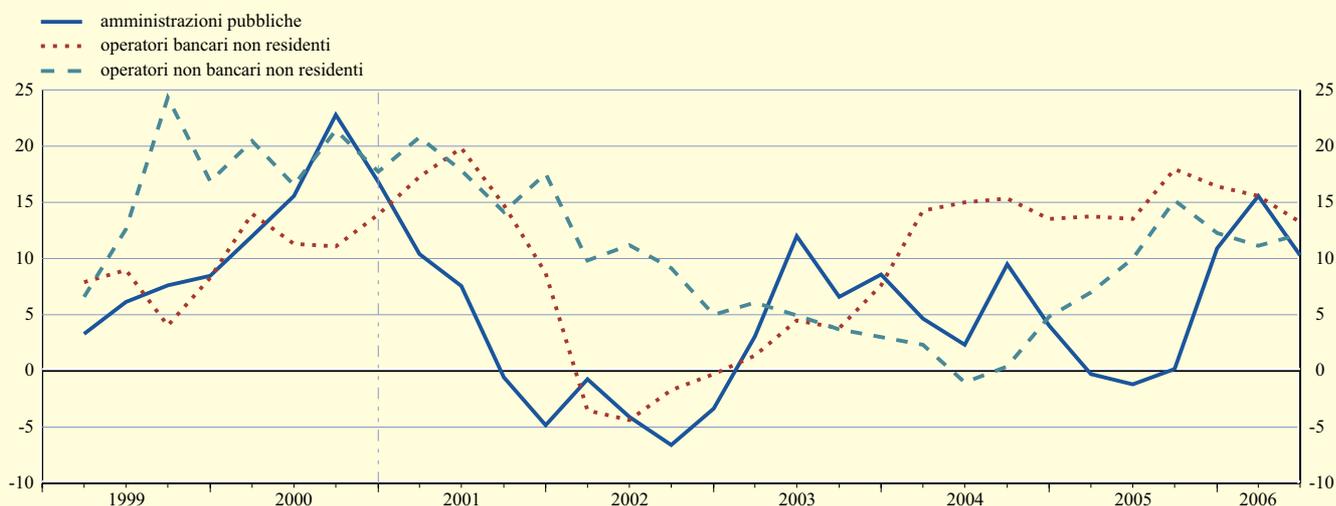
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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 ²⁾	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										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006 1° trim.	312,2	148,1	38,1	77,0	48,9	3.241,9	2.410,3	831,5	128,2	703,3
2° trim. ^(p)	317,2	138,1	39,6	82,5	57,0	3.202,9	2.379,8	825,6	127,7	698,0
Transazioni										
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,9	32,0	6,9	25,0
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	378,1	292,8	85,3	22,4	63,0
2006 1° trim.	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	210,4	171,8	39,5	2,4	37,1
2° trim. ^(p)	6,0	-9,1	1,6	5,5	8,1	7,9	3,8	6,7	-0,5	7,2
Variazioni percentuali										
2004 dic.	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,7	15,3	16,4	12,3	21,6	10,6
2006 mar.	15,6	17,0	14,1	14,3	14,6	14,3	15,6	11,1	21,6	9,3
giu. ^(p)	10,3	2,7	13,1	18,6	17,8	12,9	13,3	12,2	7,7	13,0

F12 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) 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.

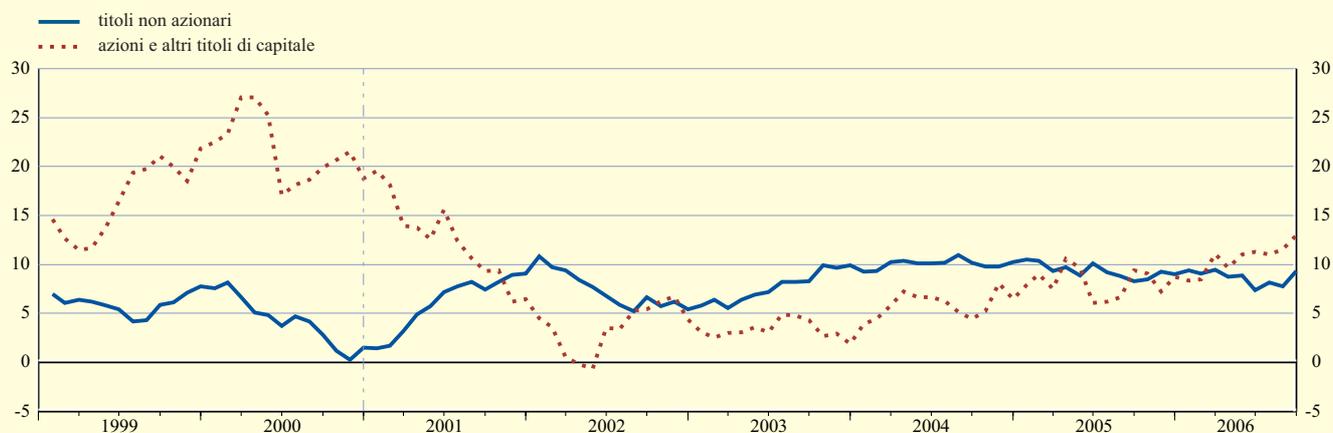
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

(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												
2004	3.939,9	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,2	16,3	751,8	1.161,2	285,4	660,1	215,7
2005	4.434,7	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	936,2	1.256,4	308,5	698,4	249,4
2006 1° trim.	4.567,1	1.501,6	69,3	1.423,8	16,6	544,9	28,6	982,2	1.364,4	323,6	768,7	272,1
2006 apr.	4.581,8	1.506,1	71,0	1.418,0	16,6	555,1	29,6	985,3	1.421,5	331,9	819,3	270,4
mag.	4.597,5	1.535,0	68,4	1.391,1	16,4	564,4	28,7	993,5	1.425,6	347,4	809,6	268,6
giu.	4.584,6	1.519,5	65,8	1.385,6	17,2	572,7	27,4	996,4	1.368,6	334,5	770,3	263,8
lug.	4.629,7	1.533,9	69,6	1.367,9	17,2	584,5	28,3	1.028,3	1.372,2	331,1	776,3	264,8
ago.	4.624,1	1.544,6	67,7	1.344,8	17,0	580,6	28,9	1.040,5	1.381,9	336,0	775,2	270,7
set. ^(p)	4.682,7	1.559,1	69,5	1.337,7	16,7	589,4	28,9	1.081,4	1.414,5	341,9	790,2	282,4
Transazioni												
2004	368,4	148,0	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,3	69,7	2,3	36,4	30,9
2005	358,1	85,7	2,0	48,9	-0,9	71,6	7,6	143,1	101,3	26,9	48,7	25,8
2006 1° trim.	171,9	59,2	3,5	23,5	0,2	22,2	3,4	60,0	91,2	10,7	64,3	16,1
2006 apr.	35,8	5,1	2,8	-1,7	0,3	10,5	1,6	17,1	57,8	8,2	51,2	-1,6
mag.	25,0	25,9	-2,0	-20,2	0,0	9,4	-0,5	12,5	12,2	16,5	-4,8	0,5
giu.	-7,3	-15,9	-2,8	1,4	0,7	9,3	-1,4	1,5	-53,3	-11,3	-37,9	-4,1
lug.	42,1	13,3	3,7	-19,5	-0,1	11,2	0,9	32,4	-2,2	-4,0	2,6	-0,8
ago.	-8,1	10,0	-1,8	-27,0	-0,1	-1,8	0,7	11,9	4,3	3,7	-3,7	4,4
set. ^(p)	50,2	19,4	1,4	-9,9	-0,5	8,4	-0,2	31,5	31,0	2,4	18,7	10,0
Variazioni percentuali												
2004 dic.	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,2	22,0	6,5	0,9	5,9	17,3
2005 dic.	9,0	6,3	3,6	3,9	-4,5	15,9	43,3	18,5	8,7	9,5	7,3	11,9
2006 mar.	9,4	8,3	1,2	1,3	-0,4	16,4	67,6	20,9	11,1	10,0	14,2	3,7
2006 apr.	8,7	6,9	8,8	0,5	-9,8	16,6	64,6	20,2	9,7	6,9	12,1	6,0
mag.	8,9	9,0	5,1	-0,4	-7,8	17,3	52,9	18,8	11,0	11,1	12,0	8,3
giu.	7,4	5,9	1,0	-1,0	12,4	17,4	50,9	17,4	11,3	12,6	11,5	9,0
lug.	8,1	6,2	6,6	-2,2	8,9	20,1	48,1	20,7	11,0	10,2	12,9	6,8
ago.	7,8	7,1	3,6	-3,5	7,2	20,4	46,3	19,5	11,6	12,1	12,3	8,7
set. ^(p)	9,3	8,7	5,8	-3,6	1,8	21,8	51,4	23,4	13,0	12,7	13,3	12,6

F13 Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM ¹⁾
(miliardi di euro)

1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie ²⁾

	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
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006 1° trim.	-1,1	-0,4	-0,2	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	-1,2	-2,0	-0,5	-0,3	-1,2
2006 apr.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
mag.	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,4	-0,2
giu.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,2	-0,3
lug.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2
ago.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2
set. ^(p)	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006 1° trim.	-3,5	-1,2	-0,7	-1,6	-0,2	0,0	-0,2
2006 apr.	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0
mag.	-1,1	-0,3	-0,6	-0,3	0,0	0,0	0,0
giu.	-1,1	-0,2	-0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0
lug.	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
ago.	-1,0	0,0	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
set. ^(p)	-0,9	-0,3	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,1

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	5,4	1,3	0,8	3,3
2005	24,8	3,4	0,5	7,5	0,7	1,6	0,3	10,7	37,4	4,6	17,4	15,4
2006 1° trim.	-5,1	-1,1	-0,1	-4,1	-0,1	-0,8	0,0	1,2	17,1	3,9	6,8	6,3
2006 apr.	-8,3	-0,4	-0,1	-4,1	-0,1	-0,3	-0,1	-3,2	-0,7	0,0	-0,6	-0,2
mag.	-1,3	0,3	-0,1	1,9	0,0	0,0	-0,1	-3,4	-10,2	-1,0	-5,0	-4,2
giu.	-3,5	0,3	0,1	-2,2	0,1	-1,0	0,0	-0,8	-3,4	-1,3	-1,4	-0,7
lug.	5,1	0,1	0,0	2,7	0,0	1,3	0,0	0,9	5,1	0,6	2,6	1,9
ago.	3,6	0,6	0,0	1,6	0,0	0,2	0,0	1,3	4,6	0,7	2,4	1,5
set. ^(p)	4,8	0,8	0,0	2,7	0,0	0,5	0,0	0,8	3,9	0,9	1,2	1,8

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ¹⁾

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

1. Depositi

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	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														
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.363,4	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006 1° trim.	4.949,5	89,8	10,2	6,2	0,4	1,5	1,4	7.470,1	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
2° trim. ^(p)	5.057,8	90,3	9,7	5,8	0,4	1,5	1,5	7.650,8	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
Non residenti dell'area dell'euro														
2004	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006 1° trim.	2.410,3	47,4	52,6	34,3	2,9	2,6	9,7	831,5	51,9	48,1	32,6	1,4	2,0	9,1
2° trim. ^(p)	2.379,8	47,6	52,4	33,8	2,8	2,6	10,0	825,6	53,0	47,0	30,8	1,5	2,2	9,1

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

	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 1° trim.	4.204,3	81,2	18,8	9,5	1,8	1,9	3,2
2° trim. ^(p)	4.273,7	81,2	18,8	9,3	1,8	2,0	3,3

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 3) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ¹⁾

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

3. Prestiti

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	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														
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005	4.569,9	-	-	-	-	-	9.114,3	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006 1° trim.	4.656,4	-	-	-	-	-	9.367,8	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5	
2° trim. ^(p)	4.730,5	-	-	-	-	-	9.593,6	96,4	3,6	1,6	0,2	1,2	0,5	
Non residenti nell'area dell'euro														
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005	1.723,4	48,5	51,5	30,6	4,3	2,0	10,1	761,6	38,2	61,8	43,6	1,8	4,2	8,6
2006 1° trim.	1.822,9	49,6	50,4	30,4	3,8	2,4	9,2	771,7	39,0	61,0	44,0	1,7	3,9	7,8
2° trim. ^(p)	1.840,6	49,9	50,1	29,5	3,7	2,4	10,0	770,5	40,4	59,6	42,9	1,1	4,1	7,6

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ²⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	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														
2004	1.422,7	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,4	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006 1° trim.	1.570,9	95,6	4,4	2,0	0,2	0,4	1,5	2.014,0	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,6
2° trim. ^(p)	1.585,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	2.002,8	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005	395,5	49,4	50,6	29,7	0,8	0,6	15,9	540,7	36,2	63,8	36,3	8,6	0,8	12,6
2006 1° trim.	422,4	51,0	49,0	28,2	0,8	0,6	16,0	559,7	37,2	62,8	35,2	6,1	0,8	15,1
2° trim. ^(p)	440,0	52,1	47,9	27,8	0,9	0,5	15,3	556,3	37,9	62,1	34,3	6,4	0,7	15,2

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 3) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2005 1° trim.	4.058,4	288,2	1.692,1	79,3	1.612,8	1.320,2	376,0	163,1	218,7
2° trim.	4.313,4	296,4	1.783,0	91,5	1.691,5	1.399,9	417,5	167,6	249,0
3° trim.	4.631,2	303,5	1.860,6	101,2	1.759,4	1.553,4	460,0	171,6	282,1
4° trim.	4.789,2	291,4	1.848,1	109,6	1.738,5	1.683,1	505,2	176,1	285,4
2006 1° trim.	5.197,1	315,9	1.905,2	139,8	1.765,3	1.896,3	569,2	177,3	333,3
2° trim. ^(p)	5.135,4	316,4	1.908,1	145,2	1.762,9	1.775,8	601,8	180,3	352,9

2. Passività

	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2° trim.	4.313,4	58,6	4.034,4	220,4
3° trim.	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
4° trim.	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 1° trim.	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
2° trim. ^(p)	5.135,4	76,4	4.787,2	271,8

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

	Totale 1	Per strategia di investimento				Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8
2005 1° trim.	4.058,4	864,6	1.285,8	984,4	201,1	722,5	3.041,3	1.017,0
2° trim.	4.313,4	1.097,2	1.510,2	1.011,1	207,1	487,9	3.245,6	1.067,9
3° trim.	4.631,2	1.224,8	1.581,9	1.071,1	213,2	540,2	3.507,5	1.123,8
4° trim.	4.789,2	1.335,8	1.538,0	1.109,2	216,2	590,0	3.659,1	1.130,1
2006 1° trim.	5.197,1	1.530,3	1.592,6	1.238,8	214,0	621,5	3.996,6	1.200,5
2° trim. ^(p)	5.135,4	1.442,1	1.569,8	1.255,8	217,4	650,2	3.911,3	1.224,1

FI4 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore
(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Fondi distinti per strategia di investimento

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondi azionari									
2005 1° trim.	864,6	33,8	37,0	4,0	33,0	729,9	33,3	-	30,6
2° trim.	1.097,2	45,0	41,6	4,5	37,1	936,5	40,0	-	34,1
3° trim.	1.224,8	48,3	43,4	4,9	38,5	1.044,8	52,4	-	35,9
4° trim.	1.335,8	50,8	45,8	5,7	40,2	1.145,4	60,3	-	33,5
2006 1° trim.	1.530,3	55,0	51,4	6,3	45,1	1.308,2	71,0	-	44,6
2° trim. (p)	1.442,1	52,1	51,4	6,5	44,9	1.220,4	69,7	-	48,6
Fondi obbligazionari									
2005 1° trim.	1.285,8	97,8	1.046,0	44,8	1.001,2	39,4	34,5	-	68,0
2° trim.	1.510,2	110,5	1.229,5	58,4	1.171,1	38,4	40,1	-	91,7
3° trim.	1.581,9	110,3	1.289,1	67,0	1.222,1	38,4	43,8	-	100,2
4° trim.	1.538,0	100,0	1.251,7	67,6	1.184,2	38,6	46,3	-	101,3
2006 1° trim.	1.592,6	108,9	1.285,4	82,6	1.202,8	41,1	49,3	-	107,9
2° trim. (p)	1.569,8	106,5	1.264,6	87,3	1.177,3	38,5	48,2	-	112,1
Fondi misti									
2005 1° trim.	984,4	61,1	388,4	22,5	365,9	315,0	155,3	0,2	64,5
2° trim.	1.011,1	65,5	418,3	21,2	397,0	277,6	170,2	0,2	79,4
3° trim.	1.071,1	67,0	426,0	21,7	404,3	301,2	185,5	0,2	91,3
4° trim.	1.109,2	60,9	440,9	26,9	413,9	315,5	202,0	0,1	89,9
2006 1° trim.	1.238,8	67,9	465,2	38,6	426,6	349,2	238,5	0,1	117,9
2° trim. (p)	1.255,8	71,8	483,8	40,3	443,6	318,2	253,4	0,2	128,4
Fondi immobiliari									
2005 1° trim.	201,1	14,3	8,4	0,7	7,7	1,1	7,5	160,8	9,0
2° trim.	207,1	14,0	8,2	0,8	7,5	1,1	7,6	167,1	9,0
3° trim.	213,2	15,2	8,8	1,2	7,6	1,3	8,1	171,0	8,7
4° trim.	216,2	14,5	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4
2006 1° trim.	214,0	15,1	6,1	1,7	4,4	1,8	4,4	176,5	10,1
2° trim. (p)	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
Fondi aperti al pubblico							
2005 1° trim.	3.041,3	241,7	1.134,4	1.058,3	285,7	141,1	180,1
2° trim.	3.245,6	247,7	1.207,1	1.125,1	313,7	144,8	207,2
3° trim.	3.507,5	251,6	1.261,0	1.257,9	353,3	146,5	237,3
4° trim.	3.659,1	242,8	1.277,5	1.371,0	381,0	150,1	236,7
2006 1° trim.	3.996,6	263,2	1.334,2	1.549,4	427,4	150,2	272,2
2° trim. (p)	3.911,3	256,7	1.321,1	1.448,1	452,9	151,2	281,2
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2005 1° trim.	1.017,0	46,6	557,7	261,9	90,3	22,0	38,6
2° trim.	1.067,9	48,7	575,9	274,8	103,9	22,8	41,9
3° trim.	1.123,8	51,9	599,6	295,5	106,7	25,2	44,8
4° trim.	1.130,1	48,6	570,6	312,0	124,3	25,9	48,7
2006 1° trim.	1.200,5	52,7	571,0	346,9	141,7	27,1	61,1
2° trim. (p)	1.224,1	59,7	587,0	327,7	148,9	29,1	71,7

Fonte: BCE.

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Banconote, monete e depositi											Per memoria: depositi dei settori diversi dalle IFM presso banche al di fuori dell'area dell'euro
	Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Ammi- nistrazioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM			
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze												
2005 1° trim.	16.977,4	6.358,0	409,6	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	328,2	371,9	
2° trim.	17.426,5	6.528,6	431,8	5.549,2	2.448,4	1.552,8	1.471,1	76,8	211,5	336,1	369,0	
3° trim.	17.775,6	6.528,9	439,9	5.565,0	2.440,3	1.571,7	1.475,5	77,6	182,4	341,5	396,6	
4° trim.	18.218,0	6.730,1	465,5	5.732,3	2.559,1	1.604,4	1.488,5	80,3	173,6	358,8	369,2	
2006 1° trim.	18.710,2	6.751,8	459,7	5.733,7	2.517,7	1.629,2	1.505,9	80,9	193,1	365,3	376,9	
2° trim.	18.641,8	6.906,1	478,9	5.859,2	2.619,4	1.653,9	1.501,6	84,2	207,4	360,6	373,9	
Transazioni												
2005 1° trim.	146,3	13,3	-2,6	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-5,1	26,7	
2° trim.	303,8	163,7	22,2	110,0	110,9	-10,1	10,9	-1,7	24,1	7,4	-9,5	
3° trim.	95,0	0,5	8,1	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	5,1	14,2	
4° trim.	297,3	204,0	25,6	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	16,6	-6,7	
2006 1° trim.	154,1	24,2	-5,8	4,2	-40,5	26,6	17,5	0,6	19,6	6,3	4,6	
2° trim.	310,8	159,9	19,2	130,1	103,2	27,7	-4,1	3,3	15,2	-4,7	-3,4	
Variazioni percentuali												
2005 1° trim.	4,7	5,7	16,5	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	5,6	5,1	
2° trim.	4,6	5,8	15,8	5,5	9,0	1,8	4,9	-3,2	-5,5	7,5	3,5	
3° trim.	4,4	5,4	14,5	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	5,8	4,3	
4° trim.	5,0	6,0	12,9	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	7,1	7,4	
2006 1° trim.	5,0	6,2	12,2	5,6	8,4	4,5	2,9	2,7	2,9	10,8	0,7	
2° trim.	4,9	6,0	10,9	5,8	7,1	7,0	2,2	9,2	-1,6	6,9	2,4	

	Titoli non azionari			Azioni ¹⁾				Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
Consistenze										
2005 1° trim.	1.963,1	229,8	1.733,4	4.333,5	2.304,9	2.028,6	411,2	4.322,8	3.931,4	391,4
2° trim.	2.010,8	238,1	1.772,6	4.456,0	2.370,9	2.085,0	408,5	4.431,2	4.036,5	394,7
3° trim.	2.002,3	234,5	1.767,8	4.716,3	2.550,9	2.165,3	409,5	4.528,1	4.129,0	399,1
4° trim.	1.992,3	220,1	1.772,2	4.851,2	2.677,6	2.173,6	399,6	4.644,3	4.242,5	401,8
2006 1° trim.	2.060,7	254,5	1.806,2	5.159,5	2.940,1	2.219,3	381,1	4.738,3	4.330,2	408,0
2° trim.	2.089,7	258,2	1.831,6	4.992,3	2.847,8	2.144,5	379,5	4.653,7	4.244,6	409,1
Transazioni										
2005 1° trim.	19,8	-5,7	25,5	36,8	3,0	33,8	6,4	76,4	67,5	8,9
2° trim.	29,6	9,6	20,0	36,7	20,2	16,5	-1,0	73,9	70,3	3,6
3° trim.	-5,2	2,5	-7,7	24,7	-7,9	32,6	2,9	75,0	70,7	4,4
4° trim.	5,6	-14,5	20,1	6,1	7,3	-1,2	-8,6	81,5	78,8	2,7
2006 1° trim.	68,2	34,1	34,1	-32,3	-47,3	15,0	5,1	94,0	87,1	6,9
2° trim.	40,7	6,0	34,7	41,1	45,3	-4,2	-2,7	69,0	68,0	1,1
Variazioni percentuali										
2005 1° trim.	3,9	15,8	2,6	1,4	1,1	1,8	-3,3	6,8	6,9	5,7
2° trim.	3,5	8,2	3,0	0,7	-0,9	2,4	-3,4	7,0	7,2	5,4
3° trim.	2,6	5,7	2,2	0,9	-1,7	3,6	-1,9	7,2	7,4	5,5
4° trim.	2,5	-3,4	3,3	2,5	1,0	4,1	-0,1	7,3	7,5	5,1
2006 1° trim.	5,0	13,8	3,8	0,8	-1,2	3,1	-0,4	7,5	7,8	4,5
2° trim.	5,4	11,8	4,6	0,9	-0,1	2,0	-0,8	7,2	7,5	3,8

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro												Per memoria: prestiti concessi dall'esterno dell'area dell'euro ai settori diversi dalle IFM
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie ¹⁾					
		Concessi da IFM dell'area dell'euro	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2005 1° trim.	18.251,8	9.030,9	7.877,9	925,3	77,4	847,9	3.811,7	1.190,4	2.621,3	4.293,9	292,2	4.001,8	451,3
2° trim.	18.805,1	9.246,5	8.110,3	926,7	82,2	844,5	3.907,7	1.239,2	2.668,5	4.412,0	302,7	4.109,3	518,3
3° trim.	19.266,9	9.377,0	8.240,1	930,9	87,5	843,4	3.943,1	1.226,4	2.716,7	4.503,0	300,2	4.202,8	527,8
4° trim.	19.525,3	9.600,9	8.450,6	937,8	79,8	858,1	4.044,7	1.266,8	2.777,9	4.618,4	306,7	4.311,7	586,0
2006 1° trim.	20.155,4	9.824,3	8.645,3	932,7	86,7	846,0	4.181,0	1.286,5	2.894,5	4.710,6	302,7	4.407,9	648,1
2° trim.	20.092,5	9.912,8	8.856,2	861,4	86,2	775,2	4.233,1	1.305,8	2.927,3	4.818,4	312,3	4.506,1	694,5
Transazioni													
2005 1° trim.	235,6	101,9	87,2	-6,2	-3,4	-2,7	43,1	5,8	37,3	64,9	0,7	64,2	7,6
2° trim.	342,0	199,1	187,8	0,8	4,8	-4,0	84,6	39,3	45,3	113,7	10,4	103,2	60,9
3° trim.	207,4	131,0	133,4	4,5	5,3	-0,9	33,4	-16,6	50,0	93,1	-2,5	95,6	23,4
4° trim.	281,6	268,2	227,0	14,4	-7,5	21,9	131,5	45,6	85,9	122,2	6,7	115,6	53,9
2006 1° trim.	302,4	204,7	176,8	-5,0	6,9	-11,9	120,8	21,7	99,1	88,8	-2,3	91,1	56,7
2° trim.	325,8	240,1	218,8	-7,9	-0,2	-7,7	134,1	47,2	86,8	113,9	9,8	104,0	59,8
Variazioni percentuali													
2005 1° trim.	4,5	5,7	6,0	-1,9	-10,1	-1,0	4,8	3,1	5,6	8,3	3,9	8,7	1,7
2° trim.	4,8	6,2	6,6	-0,8	-10,1	0,2	5,2	4,8	5,3	8,7	4,9	9,0	16,7
3° trim.	5,1	6,6	7,1	0,2	-2,8	0,5	5,8	4,4	6,5	8,8	5,0	9,1	21,9
4° trim.	6,0	7,8	8,2	1,5	-0,9	1,7	7,7	6,2	8,4	9,3	5,2	9,6	33,5
2006 1° trim.	6,2	8,9	9,2	1,6	12,4	0,6	9,7	7,6	10,7	9,7	4,2	10,1	43,2
2° trim.	5,9	9,1	9,3	0,7	5,6	0,2	10,7	7,9	12,1	9,5	3,9	9,9	37,4

	Titoli non azionari emessi da:									Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni pubbliche	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie							
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
Consistenze												
2005 1° trim.	5.499,4	4.834,2	602,4	4.231,8	665,2	237,0	428,2	3.138,6	279,1	303,7		
2° trim.	5.714,5	5.032,5	625,7	4.406,8	682,0	246,0	436,0	3.243,6	293,6	307,0		
3° trim.	5.703,2	5.026,3	611,8	4.414,5	676,8	239,1	437,7	3.580,2	296,1	310,5		
4° trim.	5.623,4	4.960,3	587,6	4.372,7	663,1	233,9	429,2	3.675,5	311,7	313,8		
2006 1° trim.	5.611,5	4.943,6	597,1	4.346,5	668,0	245,8	422,2	4.082,8	319,6	317,1		
2° trim.	5.605,2	4.921,3	610,7	4.310,7	683,9	250,5	433,4	3.940,1	314,1	320,2		
Transazioni												
2005 1° trim.	135,6	125,6	11,1	114,5	10,0	15,3	-5,4	4,7	-9,3	2,8		
2° trim.	123,6	112,9	24,5	88,4	10,7	9,0	1,8	1,4	14,5	3,3		
3° trim.	-8,8	-4,1	-13,7	9,6	-4,8	-7,0	2,3	79,3	2,6	3,4		
4° trim.	-24,7	-19,7	-24,4	4,7	-5,0	-5,2	0,2	20,5	14,4	3,3		
2006 1° trim.	89,0	79,0	9,7	69,3	10,0	12,1	-2,1	-2,5	7,9	3,3		
2° trim.	69,9	47,2	13,1	34,1	22,7	4,6	18,1	18,2	-5,4	3,1		
Variazioni percentuali												
2005 1° trim.	4,8	4,8	1,4	5,3	5,0	8,3	3,3	0,5	4,6	4,5		
2° trim.	4,8	5,1	1,9	5,5	3,1	5,8	1,7	0,5	7,1	4,5		
3° trim.	3,7	4,0	-0,4	4,7	1,1	4,3	-0,6	3,2	5,3	4,5		
4° trim.	4,2	4,5	-0,4	5,3	1,7	5,5	-0,3	3,6	7,7	4,2		
2006 1° trim.	3,3	3,5	-0,6	4,1	1,6	3,7	0,5	3,1	14,1	4,4		
2° trim.	2,2	2,0	-2,4	2,7	3,4	1,8	4,2	3,6	6,6	4,2		

Fonte: BCE.

1) Compresa le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

3.3 Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione

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

	Principali attività finanziarie											
	Totale	Depositi presso le IFM dell'area dell'euro					Prestiti			Titoli non azionari		
		Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Consistenze											
2005 1° trim.	4.373,8	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	364,7	63,1	301,6	1.765,1	82,3	1.682,9
2° trim.	4.509,3	595,8	61,2	511,3	2,7	20,6	360,4	64,7	295,7	1.829,9	83,8	1.746,0
3° trim.	4.682,9	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	367,1	70,6	296,6	1.874,9	81,8	1.793,1
4° trim.	4.769,2	612,6	67,8	521,6	2,6	20,6	370,6	76,6	294,0	1.898,1	84,3	1.813,8
2006 1° trim.	4.917,7	613,0	65,6	525,2	2,5	19,7	383,5	81,0	302,5	1.917,4	88,1	1.829,3
2° trim.	4.919,0	625,7	68,6	532,6	2,4	22,1	383,6	82,0	301,6	1.930,6	88,7	1.842,0
	Transazioni											
2005 1° trim.	83,8	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	-2,4	0,9	-3,3	45,0	-1,8	46,8
2° trim.	58,8	-2,0	-5,3	2,2	0,2	0,8	-4,6	1,6	-6,2	34,2	0,6	33,6
3° trim.	82,1	7,1	-1,2	6,4	0,1	1,8	2,2	1,3	0,8	35,8	-2,0	37,8
4° trim.	71,4	8,7	7,4	3,1	0,0	-1,9	1,3	5,6	-4,3	41,4	1,8	39,5
2006 1° trim.	91,5	0,6	-2,0	3,6	-0,1	-0,8	12,9	4,4	8,5	39,6	3,1	36,5
2° trim.	66,7	12,9	3,0	7,6	0,0	2,4	0,8	1,2	-0,4	25,4	-1,0	26,5
	Variazioni percentuali											
2005 1° trim.	6,0	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-1,2	1,1	-1,7	9,6	6,9	9,7
2° trim.	6,4	5,1	1,8	5,7	23,8	-2,8	-2,0	2,4	-2,9	9,6	6,0	9,8
3° trim.	7,0	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-1,2	5,0	-2,5	9,7	3,0	10,0
4° trim.	7,0	4,5	12,5	3,7	18,4	-0,8	-1,0	15,0	-4,3	9,1	-1,6	9,6
2006 1° trim.	6,9	2,4	-1,7	3,0	7,2	-0,3	3,2	20,4	-0,3	8,6	4,3	8,8
2° trim.	6,9	4,9	11,8	4,0	-3,1	7,5	4,8	19,2	1,6	7,8	2,3	8,0

	Principali attività finanziarie					Principali passività								
	Azioni ¹⁾				Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione			
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari			Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
					13	14		15	16	17				18	19	20	21	22	23	24	25
	Consistenze													
2005 1° trim.	1.517,3	725,9	791,4	67,0	129,7	4.536,1	90,1	58,2	21,5	220,3	4.204,3	3.587,3	617,0	
2° trim.	1.591,4	758,1	833,3	87,0	131,9	4.654,9	92,8	63,8	21,6	223,3	4.317,2	3.702,7	614,5	
3° trim.	1.703,8	830,5	873,3	87,8	134,3	4.782,1	92,4	65,2	22,2	251,2	4.416,2	3.793,8	622,4	
4° trim.	1.751,6	853,1	898,5	80,6	136,3	4.904,0	64,9	64,6	22,2	285,9	4.530,9	3.901,8	629,0	
2006 1° trim.	1.864,9	911,3	953,6	79,7	138,9	5.029,0	82,4	81,9	22,1	298,7	4.625,8	3.987,1	638,7	
2° trim.	1.837,6	879,0	958,7	84,1	141,3	5.053,9	85,3	84,7	22,0	272,5	4.674,1	4.032,0	642,1	
	Transazioni													
2005 1° trim.	25,2	7,0	18,2	-0,3	3,4	85,6	9,7	8,6	0,6	0,0	75,3	62,7	12,7	
2° trim.	29,1	4,5	24,6	6,6	2,0	75,7	2,8	5,5	0,0	0,5	72,4	68,5	4,0	
3° trim.	34,5	16,9	17,6	0,9	2,4	78,0	-0,4	1,4	0,5	1,1	76,8	68,9	7,9	
4° trim.	18,6	-4,8	23,4	-8,1	1,4	85,9	-0,5	-0,6	0,1	4,0	82,3	76,7	5,6	
2006 1° trim.	34,6	0,8	33,7	-0,8	3,8	112,8	17,3	17,1	0,0	0,1	95,4	84,6	10,9	
2° trim.	24,2	6,1	18,1	3,4	3,3	76,6	3,0	2,8	0,0	0,1	73,5	70,1	3,4	
	Variazioni percentuali													
2005 1° trim.	3,5	2,0	4,8	6,2	4,2	6,3	5,4	23,7	-6,1	1,2	6,6	6,9	4,9	
2° trim.	5,4	3,2	7,5	17,0	4,9	6,5	3,5	17,6	-5,4	1,4	6,9	7,3	4,6	
3° trim.	6,9	4,4	9,2	19,7	5,1	6,8	1,1	22,8	5,7	0,9	7,2	7,6	5,0	
4° trim.	7,4	3,4	11,1	-1,5	7,4	7,4	14,4	30,8	6,0	2,7	7,5	7,9	5,0	
2006 1° trim.	7,7	2,4	12,6	-2,2	7,5	7,8	21,2	40,4	3,1	2,6	7,8	8,3	4,6	
2° trim.	7,0	2,5	11,1	-5,3	8,3	7,6	20,8	32,5	2,8	2,4	7,6	8,1	4,5	

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

1. Tutti i settori dell'area dell'euro

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte ¹⁾	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	508,0	1.353,7	-871,5	25,7	0,1	3.313,5	-1,3	566,5	499,5	879,5	1.090,1	264,7	14,4
2000	565,4	1.456,0	-927,2	36,3	0,3	3.282,1	-1,3	369,1	334,9	797,9	1.506,6	251,4	23,5
2001	517,6	1.483,0	-976,7	10,6	0,6	2.797,7	0,5	583,2	578,4	693,8	727,1	254,4	-39,6
2002	453,0	1.481,8	-1.013,9	-15,3	0,5	2.545,7	-0,9	802,0	376,5	520,7	599,7	226,2	21,5
2003	464,0	1.507,3	-1.043,4	-0,3	0,4	2.756,8	-1,7	737,8	576,0	613,6	577,0	240,9	13,2
2004	509,7	1.573,2	-1.086,0	22,6	-0,2	3.148,8	-1,6	1.007,4	647,0	710,5	520,3	257,7	7,6

	Variazione della ricchezza netta ⁴⁾				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1999	488,6	1.347,3	-871,5	12,8	3.333,0	842,5	554,4	773,5	894,5	268,0
2000	505,3	1.419,7	-927,2	12,8	3.342,1	507,7	474,0	903,2	1.200,7	256,6
2001	481,8	1.451,1	-976,7	7,4	2.833,4	614,0	512,4	673,2	773,1	260,7
2002	517,9	1.521,3	-1.013,9	10,6	2.480,7	637,8	437,7	565,4	610,0	229,8
2003	500,3	1.528,8	-1.043,4	14,9	2.720,5	672,9	587,1	581,0	629,1	250,4
2004	538,9	1.608,4	-1.086,0	16,5	3.119,5	1.120,9	684,5	548,1	506,5	259,5

2. Società non finanziarie

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	257,5	728,5	-489,2	619,9	29,9	79,6	187,4	319,4	96,6	529,8	780,8	46,8	433,4	289,7
2000	380,8	803,4	-524,2	938,4	68,2	68,5	244,2	543,7	83,4	557,3	1.235,8	70,3	632,6	521,1
2001	279,6	821,3	-554,9	623,3	106,5	45,6	183,2	234,3	95,6	587,9	807,3	104,1	381,0	310,8
2002	219,8	810,8	-576,9	408,8	24,9	22,1	65,5	256,7	123,2	639,8	505,3	17,8	268,5	206,5
2003	218,6	814,5	-592,0	378,0	91,2	-26,0	150,5	202,1	116,3	663,2	480,2	72,5	210,4	183,5
2004	254,8	850,6	-614,2	267,5	83,5	-48,6	85,2	164,9	156,0	714,6	366,3	16,8	165,9	170,5

3. Famiglie⁵⁾

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile lordo	Saggio di risparmio lordo ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	199,1	427,4	-232,9	472,0	116,6	-60,7	190,4	250,0	400,9	608,5	270,3	268,8	4.230,0	14,2
2000	201,4	445,2	-245,1	422,5	78,7	28,8	119,8	245,5	392,7	612,0	231,3	229,3	4.436,0	13,7
2001	184,8	443,9	-257,6	433,2	168,1	59,4	35,7	234,2	435,9	675,6	182,1	180,4	4.667,4	14,3
2002	185,9	455,4	-267,9	493,2	219,6	16,2	0,1	216,3	458,1	719,0	221,0	218,9	4.824,2	14,7
2003	190,1	465,1	-278,6	531,0	217,5	-45,6	92,3	240,0	470,7	735,9	250,4	248,3	4.958,7	14,7
2004	202,5	491,4	-291,9	601,6	237,3	62,8	18,9	246,4	485,9	761,9	318,1	315,8	5.128,9	14,7

Fonte: BCE.

- 1) Comprende le acquisizioni nette di beni di valore.
- 2) Esclusi i prodotti finanziari derivati.
- 3) Prodotti finanziari derivati e altri conti attivi e passivi.
- 4) Derivante da risparmio e trasferimenti netti in conto capitale, al netto del consumo di capitale fisso.
- 5) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
- 6) Risparmio lordo diviso per il reddito disponibile lordo e l'incremento netto delle attività sulle riserve di fondi pensione.

4

MERCATI FINANZIARI

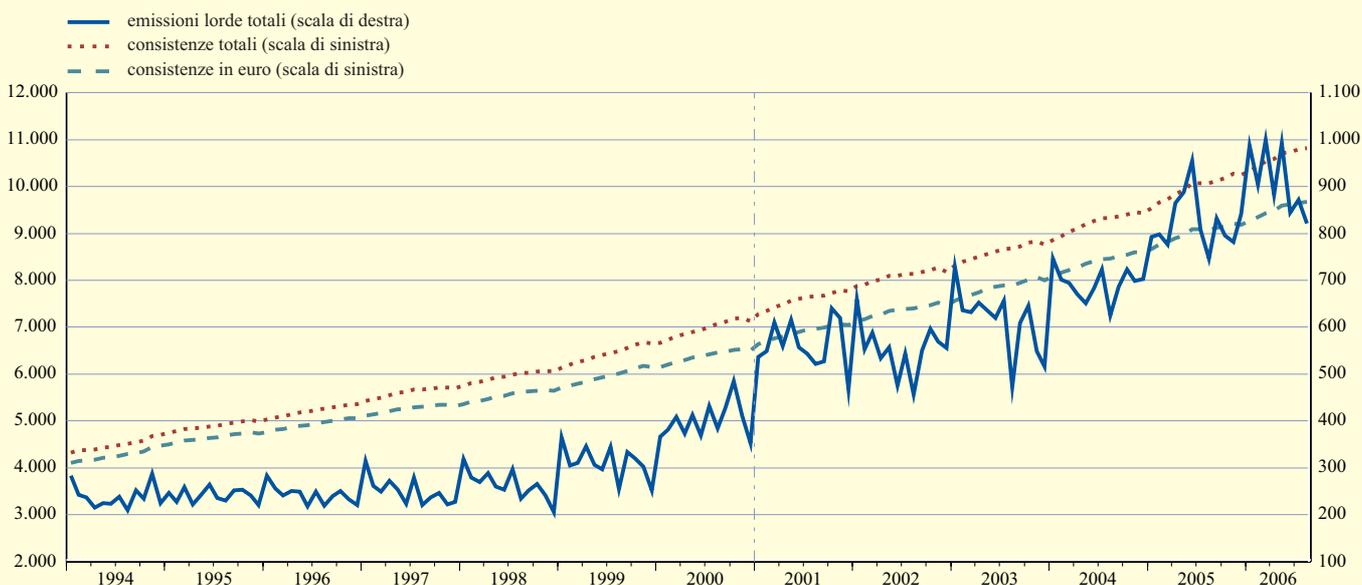
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2005 ago.	10.630,4	758,3	4,0	9.077,8	705,7	-10,8	10.068,9	746,3	-3,4	7,4	38,8	6,8
set.	10.729,4	894,5	100,5	9.113,9	787,6	37,5	10.125,6	832,4	48,6	7,4	48,3	7,3
ott.	10.744,4	798,4	15,3	9.150,5	745,0	36,7	10.180,2	794,9	53,8	7,5	54,3	6,4
nov.	10.821,8	801,7	79,1	9.210,5	734,6	61,6	10.267,3	781,5	74,2	7,6	71,1	7,3
dic.	10.836,1	871,0	12,6	9.187,8	794,8	-24,3	10.249,8	841,6	-24,9	7,6	75,8	6,1
2006 gen.	10.885,4	972,1	55,1	9.266,7	927,6	84,7	10.332,9	987,8	103,1	7,6	61,5	7,1
feb.	10.993,7	918,4	105,8	9.346,2	846,7	76,9	10.440,3	903,5	89,6	7,2	61,9	7,5
mar.	11.147,6	1.052,7	153,6	9.427,5	937,9	81,1	10.525,0	999,4	97,6	7,6	70,7	8,0
apr.	11.169,4	873,5	18,5	9.479,4	821,8	48,8	10.583,1	883,0	68,1	7,2	56,3	8,0
mag.	11.295,9	1.008,7	126,6	9.593,6	940,2	114,3	10.706,2	992,4	128,1	7,8	90,9	8,3
giu.	11.352,7	892,3	61,2	9.613,6	794,0	24,4	10.734,9	844,3	30,3	6,6	22,8	7,2
lug.	.	.	.	9.649,1	821,0	34,8	10.786,9	871,4	47,3	7,1	56,4	7,0
ago.	.	.	.	9.671,0	778,8	21,3	10.817,0	821,3	24,7	7,3	74,8	7,2
A lungo termine												
2005 ago.	9.677,5	86,9	-4,9	8.222,6	63,8	-16,8	9.086,3	77,3	-9,3	8,1	28,3	7,4
set.	9.745,2	188,6	68,6	8.265,5	143,8	43,5	9.146,1	163,3	54,9	8,0	47,5	7,5
ott.	9.776,7	166,5	32,5	8.283,1	137,4	18,4	9.180,6	159,3	31,6	8,0	44,8	6,8
nov.	9.859,1	168,3	83,3	8.348,0	131,9	65,8	9.270,1	152,6	80,5	8,2	76,7	7,7
dic.	9.903,0	178,4	41,7	8.375,2	147,2	25,2	9.302,8	166,0	27,4	8,3	72,0	6,2
2006 gen.	9.946,1	195,9	48,3	8.414,5	173,5	44,5	9.343,2	195,4	56,9	8,1	57,3	7,3
feb.	10.036,0	215,0	88,5	8.476,2	170,7	60,1	9.429,0	196,3	72,3	7,6	49,9	7,8
mar.	10.134,6	245,3	98,9	8.547,6	194,3	71,8	9.498,3	220,1	80,1	7,8	60,7	8,1
apr.	10.169,7	173,3	33,6	8.577,1	141,5	28,2	9.536,3	170,6	48,1	7,5	49,5	8,1
mag.	10.268,0	203,5	98,5	8.663,0	167,4	86,1	9.629,6	187,0	95,7	7,7	63,7	7,8
giu.	10.324,0	195,2	57,2	8.727,7	167,5	65,7	9.711,8	189,7	79,1	6,8	51,1	7,2
lug.	.	.	.	8.753,2	158,1	25,8	9.755,3	179,5	39,6	7,2	51,6	7,1
ago.	.	.	.	8.764,7	71,2	11,5	9.773,6	87,5	21,0	7,6	65,9	7,4

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2004	9.429	3.713	737	591	4.138	250	8.307	5.480	223	1.028	1.493	83
2005	10.250	4.109	927	610	4.322	283	9.878	6.983	325	1.032	1.444	95
2005 3° trim.	10.126	4.046	842	613	4.354	271	2.386	1.732	49	251	332	21
4° trim.	10.250	4.109	927	610	4.322	283	2.418	1.747	116	250	279	26
2006 1° trim.	10.525	4.260	970	619	4.387	289	2.891	2.107	83	257	421	22
2° trim.	10.735	4.335	1.034	636	4.432	298	2.720	1.974	108	261	355	22
2006 mag.	10.706	4.352	1.003	639	4.419	293	992	740	30	94	121	8
giu.	10.735	4.335	1.034	636	4.432	298	844	595	46	85	110	9
lug.	10.787	4.370	1.050	637	4.431	299	871	615	29	86	135	6
ago.	10.817	4.396	1.058	630	4.434	300	821	637	17	82	80	6
	A breve termine											
2004	926	447	7	90	376	5	6.368	4.574	44	931	785	33
2005	947	482	7	90	363	5	7.808	6.046	45	942	741	33
2005 3° trim.	979	475	7	99	393	5	1.999	1.560	12	235	184	9
4° trim.	947	482	7	90	363	5	1.940	1.531	10	221	170	8
2006 1° trim.	1.027	539	7	98	377	5	2.279	1.817	13	242	199	8
2° trim.	1.023	531	10	101	376	5	2.172	1.739	16	229	180	8
2006 mag.	1.077	579	9	106	378	5	805	662	6	78	57	3
giu.	1.023	531	10	101	376	5	655	509	5	77	61	3
lug.	1.032	536	10	102	378	5	692	543	5	77	63	3
ago.	1.043	557	11	96	374	5	734	593	3	80	55	2
	A lungo termine¹⁾											
2004	8.503	3.266	729	501	3.762	245	1.940	905	179	97	708	49
2005	9.303	3.627	920	519	3.959	278	2.069	937	279	89	702	61
2005 3° trim.	9.146	3.571	835	514	3.961	265	387	172	38	17	148	12
4° trim.	9.303	3.627	920	519	3.959	278	478	216	106	29	109	18
2006 1° trim.	9.498	3.720	963	521	4.010	285	612	290	70	15	222	15
2° trim.	9.712	3.804	1.024	535	4.056	293	547	234	92	32	175	14
2006 mag.	9.630	3.774	994	533	4.040	288	187	78	24	15	64	5
giu.	9.712	3.804	1.024	535	4.056	293	190	86	41	8	49	6
lug.	9.755	3.834	1.040	534	4.053	294	179	72	24	8	72	3
ago.	9.774	3.839	1.047	533	4.059	295	87	44	14	1	25	3
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2004	6.380	1.929	416	410	3.439	186	1.193	408	70	61	620	36
2005	6.711	2.016	458	409	3.611	217	1.227	413	91	54	620	48
2005 3° trim.	6.671	2.014	435	412	3.603	207	235	80	8	8	133	8
4° trim.	6.711	2.016	458	409	3.611	217	264	95	35	16	103	14
2006 1° trim.	6.812	2.060	475	404	3.649	225	400	155	31	8	195	12
2° trim.	6.907	2.079	500	410	3.686	232	331	109	42	20	150	10
2006 mag.	6.871	2.073	482	410	3.678	227	115	38	7	10	57	3
giu.	6.907	2.079	500	410	3.686	232	114	40	21	5	41	6
lug.	6.918	2.085	501	409	3.690	233	109	29	5	6	66	2
ago.	6.924	2.087	503	408	3.692	234	54	22	7	0	21	3
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2004	1.870	1.148	310	77	276	59	620	404	110	32	60	14
2005	2.258	1.343	457	94	304	60	715	429	188	28	58	12
2005 3° trim.	2.165	1.310	396	86	315	58	124	76	30	6	8	5
4° trim.	2.258	1.343	457	94	304	60	185	95	70	12	4	4
2006 1° trim.	2.331	1.383	484	97	307	60	172	108	39	4	18	3
2° trim.	2.429	1.421	520	108	319	61	174	93	50	12	15	4
2006 mag.	2.395	1.409	507	104	313	61	62	33	17	5	4	2
giu.	2.429	1.421	520	108	319	61	59	31	19	3	6	1
lug.	2.461	1.434	534	109	323	61	59	33	19	2	4	1
ago.	2.468	1.435	539	109	324	61	25	15	7	1	2	0

Fonte: BCE

1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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

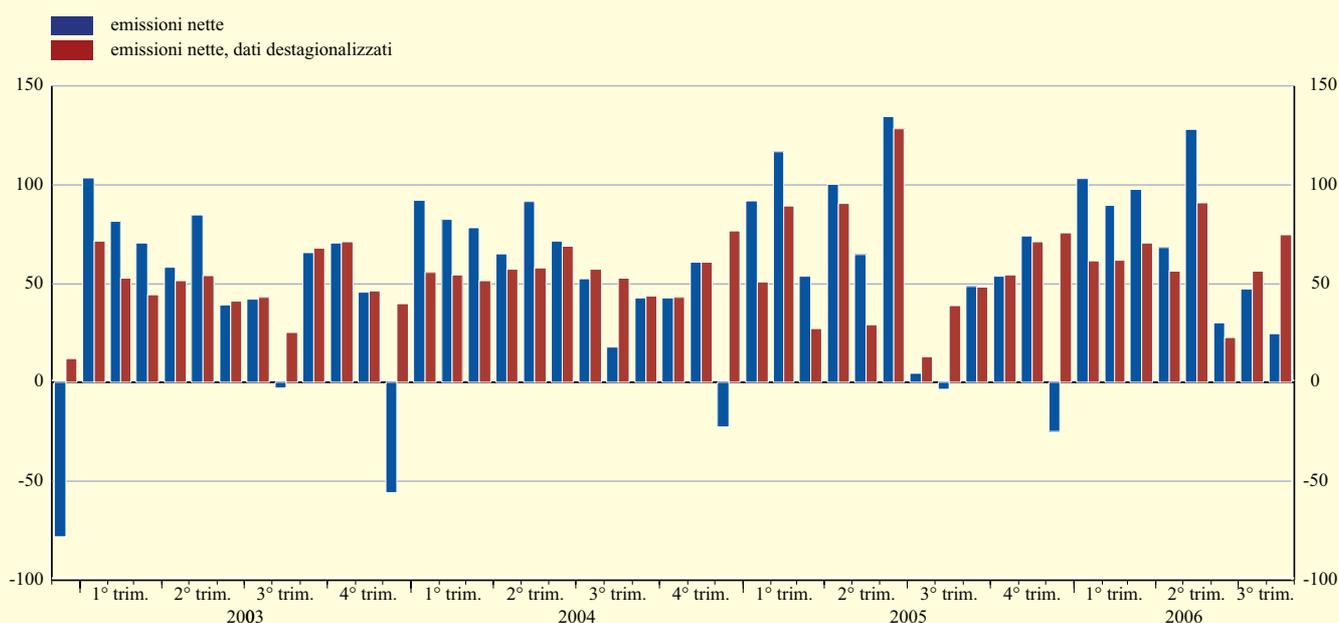
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2004	675,1	350,4	75,2	8,4	209,6	31,5	679,6	354,0	73,1	8,2	212,6	31,7
2005	715,3	315,6	177,2	21,8	168,3	32,2	716,9	319,0	173,0	22,0	170,5	32,4
2005 3° trim.	49,8	38,3	12,3	-0,8	-4,5	4,5	100,0	51,9	24,6	2,9	13,8	6,8
4° trim.	103,2	44,8	81,3	-0,2	-35,0	12,3	201,3	78,1	59,2	5,8	47,1	11,0
2006 1° trim.	290,4	158,7	45,3	10,6	68,7	6,9	194,1	107,0	65,4	7,3	8,4	6,1
2° trim.	226,5	81,8	66,4	20,9	48,5	8,9	169,9	86,2	53,9	14,2	7,2	8,4
2006 mag.	128,1	59,5	17,2	14,6	32,5	4,3	90,9	51,0	18,6	9,1	7,8	4,3
giu.	30,3	-16,8	30,6	-1,0	12,5	5,0	22,8	4,2	16,3	0,0	-1,9	4,2
lug.	47,3	30,6	15,7	0,4	-0,6	1,3	56,4	22,8	14,0	-2,0	19,4	2,1
ago.	24,7	19,7	8,1	-6,6	3,0	0,6	74,8	36,9	24,6	-4,5	15,1	2,7
	A lungo termine											
2004	615,1	297,8	73,8	12,0	201,7	29,8	617,8	299,1	71,7	12,0	205,1	30,0
2005	708,5	292,9	177,6	22,2	183,3	32,5	710,2	294,8	173,4	22,1	187,2	32,6
2005 3° trim.	43,3	28,1	12,7	5,8	-7,7	4,5	83,9	32,1	25,0	7,8	12,3	6,7
4° trim.	139,4	40,6	81,5	8,6	-3,9	12,7	193,6	68,7	59,4	7,8	45,9	11,6
2006 1° trim.	209,3	100,8	45,3	2,8	53,4	7,0	168,0	70,3	65,4	8,0	18,3	6,0
2° trim.	222,9	85,5	63,5	15,5	49,6	8,9	164,3	83,2	50,9	8,9	12,8	8,5
2006 mag.	95,7	35,3	16,8	9,2	29,9	4,5	63,7	25,7	18,1	5,8	9,7	4,6
giu.	79,1	28,1	29,4	1,5	15,0	5,0	51,1	35,8	14,7	-1,9	-1,6	4,1
lug.	39,6	26,1	15,5	-0,1	-2,7	0,9	51,6	21,0	14,0	-2,1	16,6	2,1
ago.	21,0	6,9	7,7	-0,9	6,6	0,7	65,9	19,2	24,3	1,4	18,4	2,6

Fl6 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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

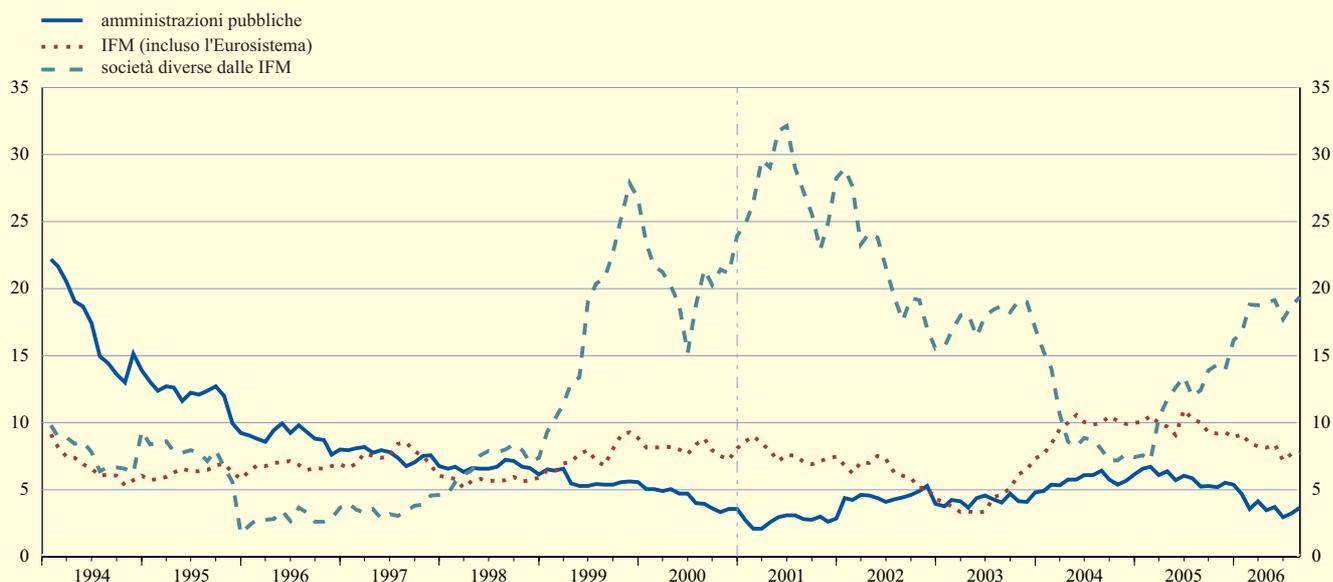


Fonte: BCE.

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

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2005 ago.	7,4	10,0	18,8	2,3	3,7	12,1	6,8	9,6	22,9	1,9	2,2	9,4
set.	7,4	9,4	21,2	2,9	3,8	11,8	7,3	9,2	23,3	1,9	3,4	10,2
ott.	7,5	9,4	21,4	4,1	3,6	12,2	6,4	8,4	23,5	2,0	2,2	9,0
nov.	7,6	9,4	21,1	3,2	4,0	12,3	7,3	9,2	22,3	1,5	3,3	13,8
dic.	7,6	8,4	23,8	3,7	4,1	12,9	6,1	6,6	21,4	2,9	2,8	13,9
2006 gen.	7,6	9,1	24,3	3,6	3,6	11,3	7,1	7,7	26,2	4,6	3,1	12,7
feb.	7,2	8,9	26,9	3,2	2,5	11,9	7,5	8,1	31,0	4,6	2,8	14,2
mar.	7,6	9,3	27,3	3,0	3,0	11,6	8,0	9,3	31,5	4,3	2,6	13,0
apr.	7,2	8,9	27,4	2,9	2,4	10,2	8,0	9,3	31,3	3,8	2,7	11,4
mag.	7,8	10,0	26,7	4,3	2,6	12,1	8,3	10,6	31,3	7,3	1,8	10,5
giu.	6,6	8,1	24,7	5,0	1,8	12,3	7,2	9,5	28,0	7,1	0,7	10,5
lug.	7,1	8,3	26,6	5,1	2,2	11,6	7,0	8,9	27,1	5,6	1,2	10,6
ago.	7,3	8,5	28,2	3,9	2,5	12,0	7,2	8,8	25,7	3,2	2,3	10,0
	A lungo termine											
2005 ago.	8,1	10,0	18,8	3,5	4,8	12,4	7,4	9,3	23,5	4,5	3,0	9,9
set.	8,0	9,3	21,3	3,7	4,8	12,2	7,5	8,5	23,7	4,1	3,9	10,5
ott.	8,0	9,2	21,5	4,3	4,7	12,5	6,8	8,4	24,0	5,0	2,3	9,1
nov.	8,2	9,3	21,2	3,7	5,0	13,0	7,7	9,0	22,7	5,5	3,6	14,2
dic.	8,3	8,9	24,1	4,4	4,9	13,2	6,2	5,8	21,8	6,3	3,0	14,6
2006 gen.	8,1	9,1	24,6	5,1	4,2	11,8	7,3	7,3	26,5	7,4	3,2	13,1
feb.	7,6	8,5	27,3	6,1	3,0	12,6	7,8	7,6	31,1	7,6	2,9	15,0
mar.	7,8	8,2	27,7	5,2	3,6	12,1	8,1	7,9	31,9	6,3	3,3	13,6
apr.	7,5	8,1	27,6	5,6	3,0	10,5	8,1	7,8	31,4	6,2	3,6	12,0
mag.	7,7	8,4	26,9	7,0	3,1	12,5	7,8	7,7	31,2	8,6	2,6	11,0
giu.	6,8	7,2	24,7	6,5	2,3	12,7	7,2	8,6	27,5	6,6	1,6	10,7
lug.	7,2	7,7	26,5	6,1	2,6	11,9	7,1	8,0	26,6	4,7	2,1	10,6
ago.	7,6	7,7	28,0	5,5	3,1	12,4	7,4	7,9	25,2	3,5	3,3	9,9

F17 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

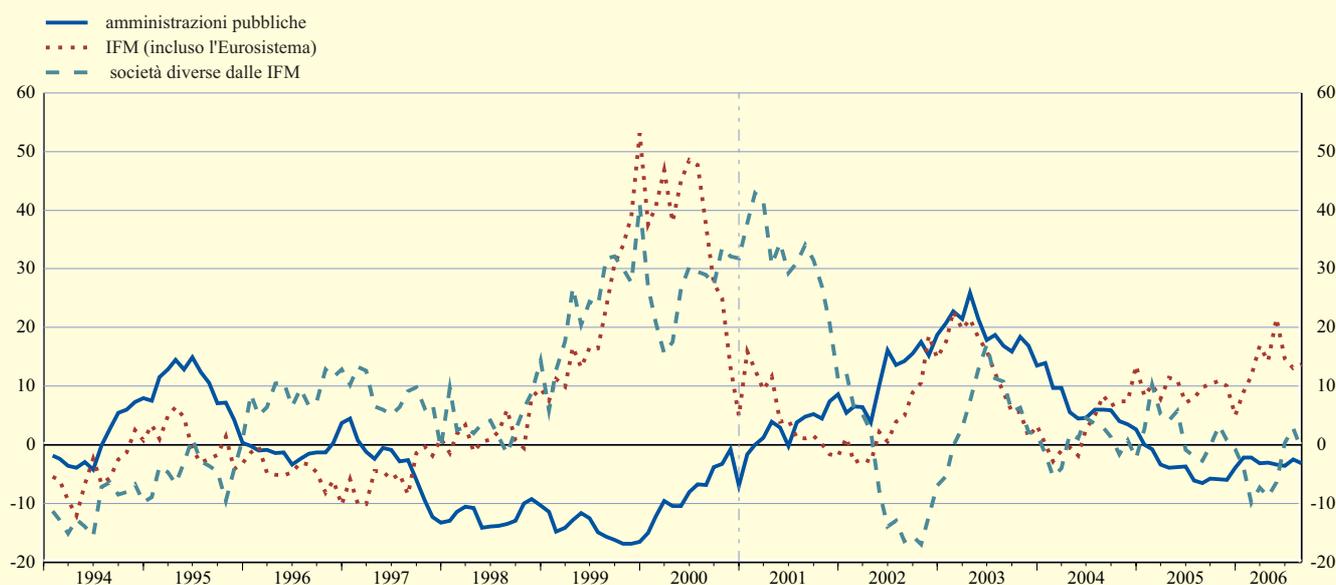
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
	Tutte le valute											
2004	5,1	3,1	6,5	3,4	5,8	14,7	16,2	18,5	27,1	8,8	0,3	26,5
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,4	15,0	19,4	18,3	35,9	22,6	9,8	4,7
2005 3° trim.	4,5	3,0	6,4	0,6	5,0	15,6	20,7	19,7	38,9	17,7	11,5	1,7
4° trim.	4,7	3,9	6,4	0,5	4,8	15,9	19,1	15,3	43,9	19,6	11,7	1,9
2006 1° trim.	4,3	4,2	8,9	0,7	3,5	15,6	19,0	14,3	48,9	24,5	7,8	1,1
2° trim.	4,2	4,4	11,7	1,0	3,0	13,5	16,9	11,9	46,2	28,3	3,6	5,1
2006 mar.	4,4	4,4	10,3	0,3	3,6	14,5	18,0	12,7	51,3	24,9	4,9	3,2
apr.	4,1	4,3	11,5	0,5	3,1	12,3	17,1	12,3	48,9	26,8	2,0	3,4
mag.	4,3	4,7	11,9	1,8	3,0	14,0	17,4	12,2	45,5	30,3	5,1	6,5
giu.	3,8	4,1	13,2	1,1	2,2	14,2	14,6	9,8	38,4	30,6	2,7	7,5
lug.	4,3	4,5	14,4	0,7	2,8	13,7	15,4	10,1	40,8	31,3	4,3	5,6
ago.	4,5	4,7	15,7	0,4	3,0	14,0	15,6	10,1	42,3	29,7	4,2	6,4
	Euro											
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,6	17,8	27,2	9,1	0,2	25,3
2005	4,3	0,9	9,1	-0,1	5,3	15,3	18,8	17,2	35,2	22,6	10,2	5,3
2005 3° trim.	4,1	1,0	9,9	0,4	4,9	16,0	20,5	18,9	38,4	18,5	12,1	2,6
4° trim.	4,2	1,9	8,5	0,6	4,6	16,2	18,3	13,9	41,6	21,2	12,2	2,2
2006 1° trim.	3,7	2,4	9,1	0,5	3,5	16,1	18,2	12,9	46,2	26,4	8,2	0,9
2° trim.	3,6	2,7	10,0	0,8	3,1	13,9	15,7	10,2	42,1	31,6	3,7	4,0
2006 mar.	3,8	2,7	9,2	0,2	3,5	15,1	17,3	11,5	48,2	26,9	5,0	2,8
apr.	3,5	2,5	10,3	0,3	3,1	12,7	15,8	10,6	44,6	29,8	2,1	2,8
mag.	3,8	3,1	10,3	1,5	3,1	14,4	16,1	10,4	41,3	34,1	5,2	4,9
giu.	3,2	2,6	9,9	0,8	2,4	14,1	12,9	7,6	34,1	34,6	2,7	5,9
lug.	3,6	3,0	11,0	-0,5	2,9	13,6	13,9	8,1	35,9	35,4	4,4	4,1
ago.	3,7	3,2	11,3	-0,9	3,1	13,9	14,2	8,3	37,4	33,4	4,2	5,1

F18 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro¹⁾

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

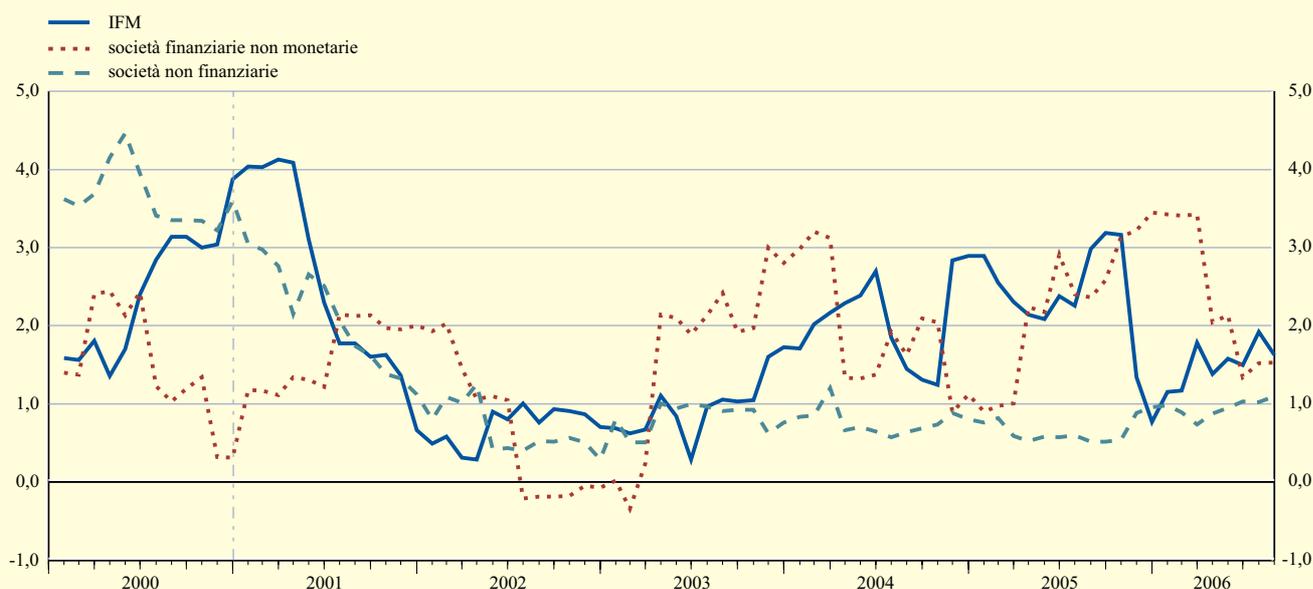
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 ago.	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	355,3	1,6	2.703,4	0,6
set.	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	364,2	2,1	2.764,1	0,7
ott.	3.787,6	102,2	0,9	598,0	1,2	374,6	2,0	2.815,0	0,7
nov.	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	388,6	0,9	2.894,1	0,9
dic.	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	407,7	1,1	2.982,4	0,8
2005 gen.	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	414,2	0,9	3.061,3	0,8
feb.	4.254,5	102,7	1,1	681,1	2,6	434,1	1,0	3.139,2	0,8
mar.	4.242,4	102,7	0,9	677,7	2,3	424,0	1,0	3.140,7	0,6
apr.	4.094,7	102,9	1,0	656,0	2,1	409,4	2,2	3.029,3	0,5
mag.	4.272,7	102,9	1,0	678,1	2,1	424,0	2,2	3.170,5	0,6
giu.	4.381,2	103,1	1,1	698,0	2,4	441,5	2,9	3.241,6	0,6
lug.	4.631,2	103,1	1,0	727,9	2,3	466,7	2,4	3.436,6	0,6
ago.	4.605,9	103,1	1,1	723,4	3,0	457,1	2,4	3.425,4	0,5
set.	4.827,2	103,3	1,1	764,1	3,2	483,7	2,6	3.579,3	0,5
ott.	4.659,4	103,4	1,2	752,4	3,2	480,5	3,1	3.426,6	0,5
nov.	4.882,0	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,2	3.559,2	0,9
dic.	5.056,2	103,8	1,2	836,4	0,8	540,8	3,4	3.679,1	1,0
2006 gen.	5.289,1	103,9	1,3	884,8	1,2	535,8	3,4	3.868,5	1,0
feb.	5.429,2	103,9	1,2	938,8	1,2	561,8	3,4	3.928,7	0,9
mar.	5.629,8	103,9	1,2	962,3	1,8	579,1	3,4	4.088,4	0,7
apr.	5.653,2	104,0	1,1	948,8	1,4	572,9	2,0	4.131,5	0,9
mag.	5.364,6	104,2	1,2	896,7	1,6	533,5	2,1	3.934,4	1,0
giu.	5.376,5	104,3	1,1	905,0	1,5	529,6	1,3	3.941,9	1,0
lug.	5.372,7	104,4	1,2	918,5	1,9	543,3	1,5	3.910,8	1,0
ago.	5.536,2	104,4	1,2	958,7	1,6	594,3	1,5	3.983,3	1,1

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

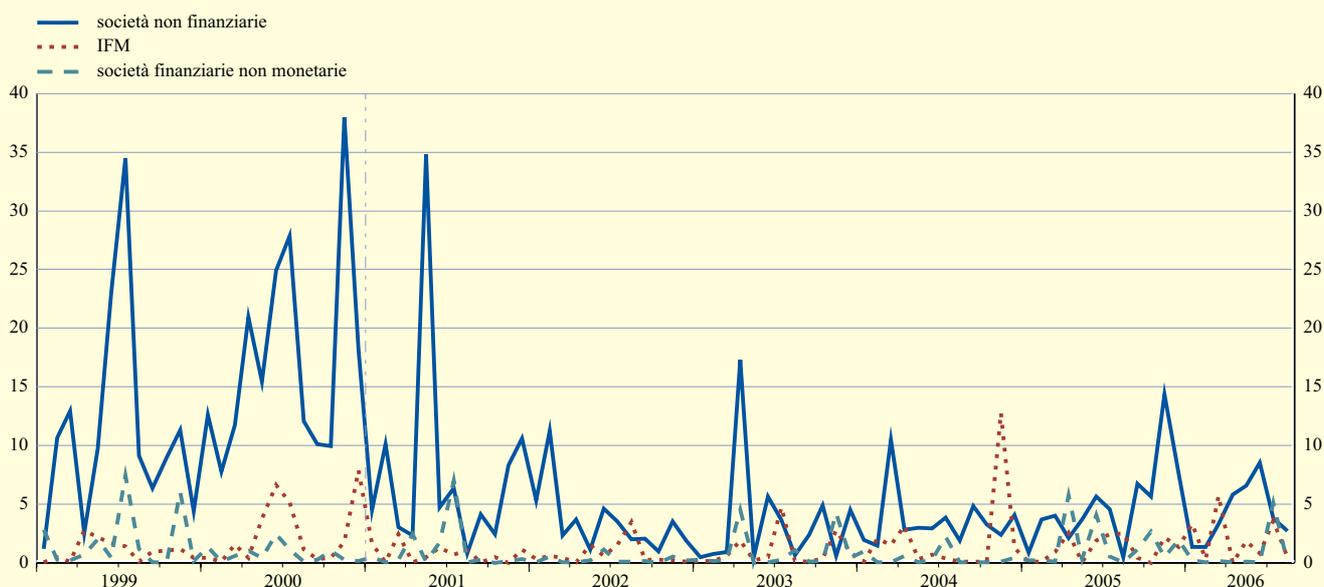
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie non monetarie			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
2004 ago.	2,0	3,1	-1,1	0,1	2,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,0	0,9
set.	4,9	2,2	2,8	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
ott.	3,3	0,7	2,6	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,2	0,7	2,5
nov.	15,3	3,6	11,7	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,3	-0,9
dic.	5,7	2,2	3,5	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	4,1	2,1	2,0
2005 gen.	1,1	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,9	1,2	-0,3
feb.	4,0	1,3	2,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,7	1,2	2,5
mar.	5,0	1,8	3,2	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	4,0	0,8	3,2
apr.	10,4	2,3	8,1	2,5	0,0	2,5	5,8	0,0	5,7	2,1	2,3	-0,2
mag.	4,0	3,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	-0,3	3,7	2,7	1,0
giu.	11,6	4,9	6,7	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	5,6	3,2	2,5
lug.	7,5	6,6	0,9	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,5	3,7	0,8
ago.	2,9	2,2	0,8	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
set.	8,2	2,3	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,1	1,0	6,7	2,2	4,5
ott.	8,3	1,6	6,7	0,0	0,1	-0,1	2,6	0,0	2,6	5,6	1,4	4,2
nov.	17,0	3,8	13,2	2,1	0,0	2,1	0,5	0,0	0,5	14,4	3,8	10,6
dic.	10,9	7,3	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,6	2,6	5,0
2006 gen.	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
feb.	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	1,3	1,6	-0,3
mar.	9,1	5,4	3,7	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	3,3	5,4	-2,1
apr.	5,8	0,4	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
mag.	8,5	2,2	6,3	1,9	0,0	1,8	0,1	0,0	0,1	6,5	2,2	4,4
giu.	9,4	2,6	6,7	0,8	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	8,5	2,4	6,2
lug.	12,5	7,1	5,3	3,6	0,4	3,2	5,1	3,5	1,6	3,8	3,2	0,6
ago.	3,2	1,6	1,5	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,5	1,2

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

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



Fonte: BCE.

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

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

(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 ¹⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ^{1) 2)}		A vista ¹⁾	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
2005 set.	0,69	1,97	2,05	2,04	1,98	2,29	0,97	2,04	2,23	2,97	2,03
ott.	0,69	1,99	2,28	2,16	1,97	2,27	0,97	2,04	2,58	3,54	2,01
nov.	0,70	2,02	2,34	2,18	2,00	2,27	1,00	2,08	2,18	3,52	2,02
dic.	0,71	2,15	2,25	2,21	1,97	2,30	1,02	2,25	2,48	3,55	2,22
2006 gen.	0,73	2,21	2,47	2,56	2,00	2,32	1,05	2,27	2,40	3,52	2,25
feb.	0,74	2,24	2,52	2,36	1,97	2,34	1,08	2,31	2,69	3,37	2,26
mar.	0,76	2,37	2,60	2,45	1,98	2,37	1,14	2,48	2,93	3,28	2,44
apr.	0,79	2,40	2,81	2,49	2,00	2,42	1,16	2,51	2,93	3,71	2,49
mag.	0,79	2,45	2,86	2,48	2,00	2,48	1,18	2,58	3,18	3,38	2,48
giu.	0,81	2,57	2,88	2,57	2,03	2,52	1,22	2,70	3,22	3,27	2,65
lug.	0,81	2,70	3,04	2,80	2,08	2,58	1,24	2,78	3,31	3,98	2,76
ago.	0,85	2,79	2,97	2,82	2,23	2,64	1,32	2,91	3,25	3,76	2,86

2. Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi ¹⁾	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso				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		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005 set.	9,61	7,03	6,43	7,94	7,83	3,31	3,69	3,99	3,97	3,82	3,85	4,51	4,29
ott.	9,65	6,82	6,43	8,01	7,74	3,33	3,68	3,99	3,96	3,81	3,88	4,50	4,33
nov.	9,70	6,75	6,40	7,85	7,61	3,38	3,71	3,98	3,98	3,84	4,00	4,28	4,37
dic.	9,67	6,76	6,36	7,43	7,45	3,49	3,85	4,03	4,01	3,98	4,06	4,57	4,40
2006 gen.	9,80	6,94	6,48	8,13	7,87	3,61	3,91	4,14	4,06	4,09	4,15	4,59	4,34
feb.	9,61	6,88	6,34	7,95	7,76	3,66	3,97	4,14	4,06	4,08	4,24	4,66	4,35
mar.	9,90	6,79	6,28	7,88	7,65	3,73	3,99	4,22	4,10	4,15	4,33	4,72	4,49
apr.	9,76	7,06	6,31	7,92	7,76	3,84	4,07	4,33	4,17	4,29	4,30	4,85	4,62
mag.	9,78	7,24	6,23	7,89	7,77	3,90	4,15	4,40	4,19	4,34	4,43	5,05	4,76
giu.	9,84	7,11	6,31	7,82	7,71	4,00	4,19	4,48	4,25	4,42	4,52	5,09	4,71
lug.	9,86	7,33	6,33	8,02	7,87	4,11	4,23	4,52	4,34	4,52	4,55	5,24	4,74
ago.	9,93	7,84	6,39	8,15	8,11	4,21	4,33	4,60	4,37	4,59	4,64	5,27	4,84

3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi ¹⁾	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
2005 set.		5,13	3,81	4,36	4,05	2,97	3,40	3,88
ott.		5,11	3,88	4,43	4,04	2,94	3,58	3,80
nov.		5,09	3,91	4,44	4,03	3,10	3,60	3,98
dic.		5,12	3,99	4,50	4,12	3,25	3,58	3,96
2006 gen.		5,23	4,07	4,59	4,13	3,18	3,72	3,96
feb.		5,29	4,13	4,69	4,16	3,26	4,36	4,02
mar.		5,30	4,23	4,59	4,16	3,50	3,83	4,18
apr.		5,40	4,34	4,73	4,15	3,51	3,94	4,22
mag.		5,36	4,38	4,83	4,26	3,57	4,13	4,32
giu.		5,45	4,47	4,84	4,33	3,74	4,12	4,23
lug.		5,52	4,57	4,99	4,38	3,84	4,21	4,36
ago.		5,57	4,69	5,09	4,53	3,97	4,33	4,42

Fonte: BCE.

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

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

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

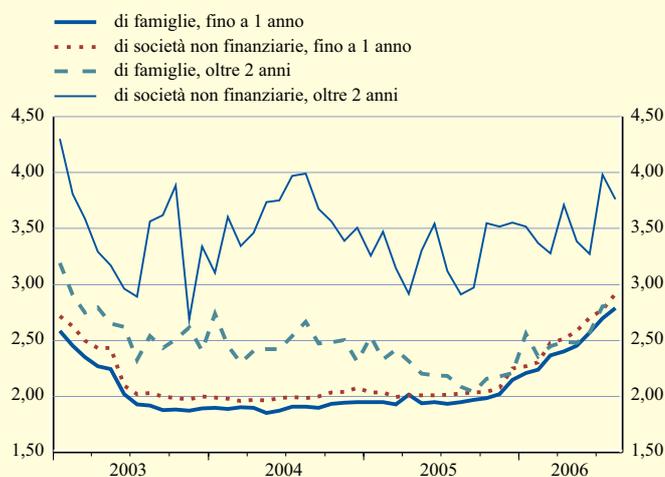
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 set.	0,69	1,92	3,19	1,98	2,29	0,97	2,12	3,56	2,01
ott.	0,69	1,93	3,17	1,97	2,27	0,97	2,12	3,40	2,03
nov.	0,70	1,96	3,15	2,00	2,27	1,00	2,16	3,43	2,06
dic.	0,71	2,01	3,15	1,97	2,30	1,02	2,30	3,41	2,16
2006 gen.	0,73	2,05	3,10	2,00	2,32	1,05	2,32	3,47	2,21
feb.	0,74	2,09	3,12	1,97	2,34	1,08	2,38	3,47	2,27
mar.	0,76	2,16	3,00	1,98	2,37	1,14	2,48	3,46	2,38
apr.	0,79	2,21	3,01	2,00	2,42	1,16	2,53	3,51	2,42
mag.	0,79	2,27	3,04	2,00	2,48	1,18	2,59	3,52	2,49
giu.	0,81	2,34	3,07	2,03	2,52	1,22	2,72	3,53	2,63
lug.	0,81	2,43	3,02	2,08	2,58	1,24	2,80	3,57	2,71
ago.	0,85	2,52	3,05	2,23	2,64	1,32	2,93	3,64	2,81

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
2005 set.	4,49	4,23	4,59	7,91	6,85	5,67	4,25	3,78	4,26
ott.	4,49	4,19	4,57	7,92	6,80	5,64	4,24	3,77	4,24
nov.	4,48	4,17	4,53	7,86	6,77	5,66	4,29	3,79	4,25
dic.	4,54	4,14	4,52	7,89	6,77	5,62	4,35	3,84	4,24
2006 gen.	4,62	4,14	4,50	7,99	6,78	5,60	4,42	3,88	4,26
feb.	4,59	4,17	4,54	7,97	6,78	5,68	4,49	3,95	4,31
mar.	4,60	4,15	4,52	8,06	6,80	5,73	4,53	3,98	4,31
apr.	4,63	4,16	4,52	8,10	6,73	5,75	4,59	4,05	4,34
mag.	4,63	4,16	4,52	8,10	6,70	5,71	4,64	4,10	4,36
giu.	4,69	4,21	4,55	8,10	6,75	5,73	4,72	4,19	4,40
lug.	4,70	4,21	4,57	8,15	6,71	5,82	4,81	4,27	4,45
ago.	4,75	4,23	4,60	8,21	6,72	5,83	4,85	4,33	4,48

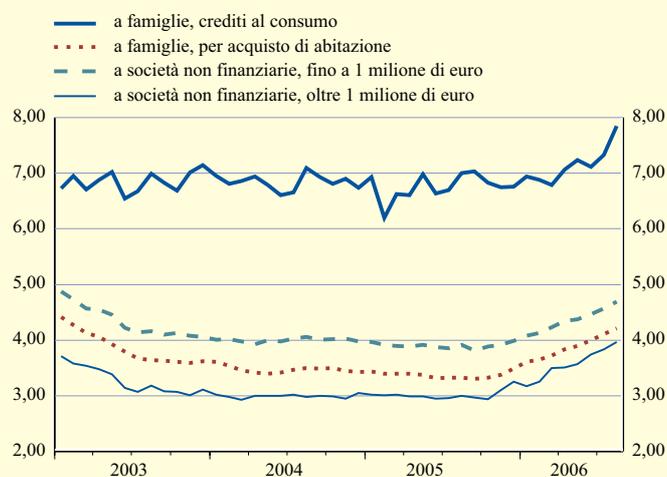
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2005 3° trim.	2,08	2,11	2,13	2,15	2,20	3,77	0,06
4° trim.	2,14	2,25	2,34	2,46	2,63	4,34	0,06
2006 1° trim.	2,40	2,50	2,61	2,75	2,95	4,76	0,08
2° trim.	2,63	2,74	2,90	3,06	3,32	5,21	0,21
3° trim.	2,94	3,06	3,22	3,41	3,62	5,43	0,41
2005 ott.	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	4,17	0,06
nov.	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	4,35	0,06
dic.	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	4,49	0,07
2006 gen.	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	4,60	0,07
feb.	2,35	2,46	2,60	2,72	2,91	4,76	0,07
mar.	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	4,92	0,10
apr.	2,63	2,65	2,79	2,96	3,22	5,07	0,11
mag.	2,58	2,69	2,89	3,06	3,31	5,18	0,19
giu.	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	5,38	0,32
lug.	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	5,50	0,40
ago.	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	5,42	0,41
set.	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	5,38	0,42
ott.	3,28	3,35	3,50	3,64	3,80	5,37	0,44

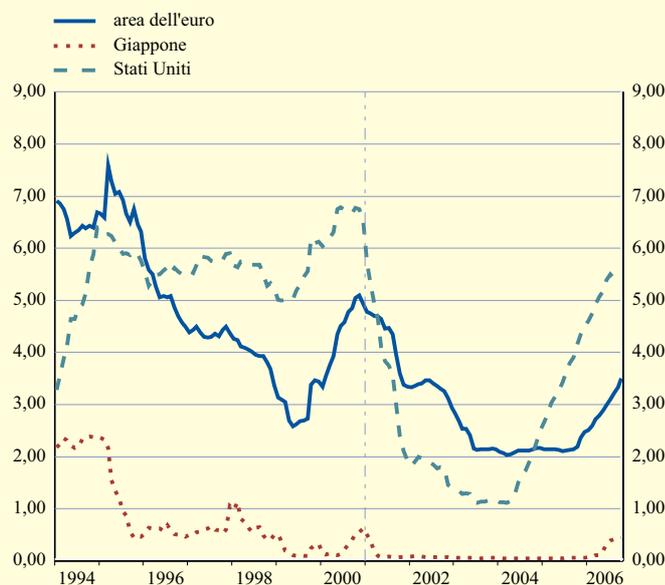
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

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



F24 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

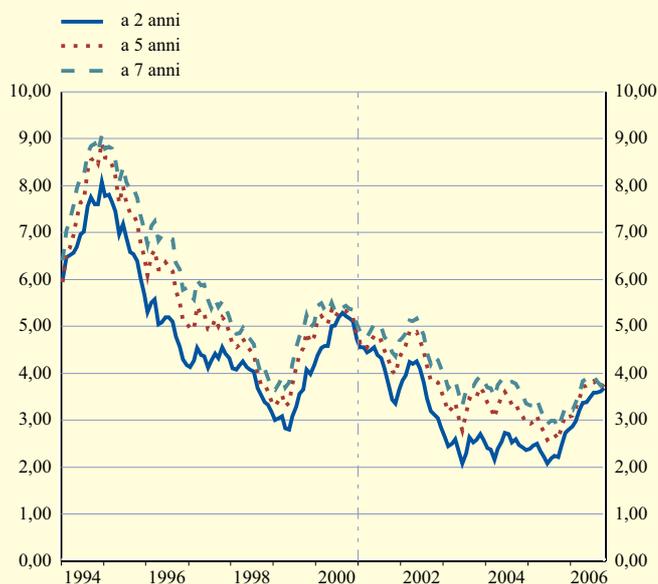
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2005 3° trim.	2,21	2,36	2,65	2,94	3,26	4,21	1,36
4° trim.	2,66	2,79	3,01	3,18	3,42	4,48	1,53
2006 1° trim.	3,02	3,11	3,28	3,39	3,56	4,57	1,58
2° trim.	3,41	3,53	3,75	3,88	4,05	5,07	1,90
3° trim.	3,60	3,66	3,76	3,84	3,97	4,90	1,80
2005 ott.	2,45	2,61	2,85	3,05	3,32	4,45	1,54
nov.	2,73	2,86	3,10	3,28	3,53	4,53	1,52
dic.	2,80	2,88	3,07	3,21	3,41	4,46	1,54
2006 gen.	2,86	2,94	3,10	3,21	3,39	4,41	1,47
feb.	2,97	3,07	3,26	3,37	3,55	4,56	1,57
mar.	3,22	3,30	3,47	3,57	3,73	4,72	1,70
apr.	3,37	3,49	3,71	3,83	4,01	4,99	1,91
mag.	3,38	3,52	3,74	3,89	4,06	5,10	1,91
giu.	3,47	3,59	3,78	3,91	4,07	5,10	1,87
lug.	3,58	3,69	3,84	3,94	4,10	5,10	1,91
ago.	3,59	3,65	3,75	3,83	3,97	4,88	1,81
set.	3,62	3,64	3,70	3,74	3,84	4,72	1,68
ott.	3,69	3,70	3,77	3,80	3,88	4,73	1,76

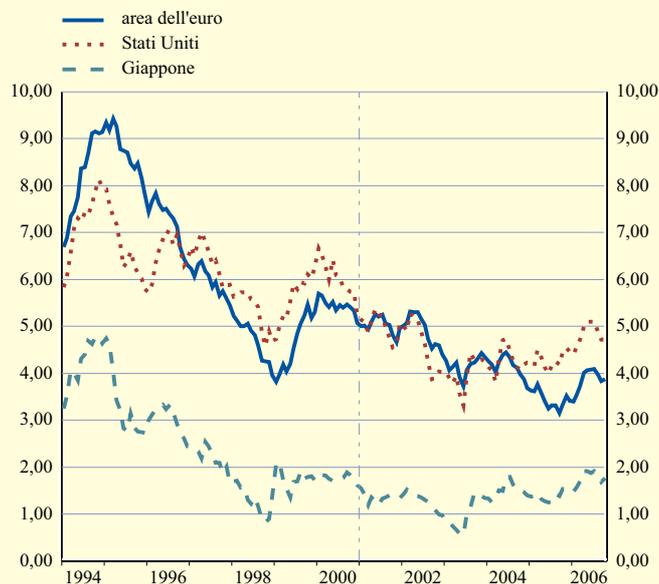
F25 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

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



F26 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



Fonte: BCE.

1) I rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali. Fino al dicembre 1998 questi sono ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza.

4.8 Indici del mercato azionario
(livelli dell'indice; medie per periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2005 3° trim.	303,4	3.308,0	311,9	185,0	256,7	411,3	293,4	318,6	303,8	346,0	439,7	466,5	1.223,6	12.310,9
4° trim.	315,2	3.433,1	334,0	185,5	262,8	411,8	316,8	327,6	325,0	358,6	423,4	478,3	1.231,6	14.487,0
2006 1° trim.	347,6	3.729,4	373,1	199,2	286,5	423,6	358,4	379,7	354,5	413,3	415,8	522,4	1.283,2	16.207,8
2° trim.	348,2	3.692,9	386,0	199,6	285,5	412,8	357,5	387,5	358,0	417,7	403,5	539,1	1.280,9	16.190,0
3° trim.	350,2	3.726,8	399,7	202,0	287,9	410,1	364,7	378,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1.288,6	15.622,2
2005 ott.	306,8	3.340,1	322,4	182,4	260,6	405,3	302,6	317,3	312,4	347,7	434,0	466,8	1.192,0	13.384,9
nov.	312,7	3.404,9	330,8	183,2	259,3	411,2	316,4	322,3	322,9	354,0	418,2	471,6	1.238,7	14.362,0
dic.	325,7	3.550,1	348,4	190,8	268,4	418,5	330,8	342,7	339,2	373,5	418,5	496,1	1.262,4	15.664,0
2006 gen.	335,5	3.626,9	356,5	196,1	276,1	429,6	340,6	361,4	344,6	391,3	414,6	519,2	1.277,7	16.103,4
feb.	349,0	3.743,8	375,9	198,0	288,5	424,3	361,7	383,9	351,7	417,8	409,1	513,8	1.277,2	16.187,6
mar.	358,0	3.814,9	386,5	203,1	294,9	417,4	372,5	393,6	366,3	430,4	422,7	532,9	1.293,7	16.325,2
apr.	362,3	3.834,6	399,0	204,8	299,9	433,6	372,9	404,0	381,1	429,3	415,8	545,4	1.301,5	17.233,0
mag.	351,7	3.726,8	392,2	200,9	287,9	415,8	362,7	394,5	358,9	420,4	401,0	542,2	1.289,6	16.430,7
giu.	331,8	3.528,7	367,8	193,6	269,8	390,7	338,2	365,2	336,0	404,4	394,8	530,2	1.253,1	14.990,3
lug.	339,6	3.617,3	389,0	196,6	277,0	409,5	348,2	369,8	321,7	415,7	393,3	548,6	1.261,2	15.133,2
ago.	351,1	3.743,9	399,7	200,9	289,3	418,2	366,5	375,9	324,4	442,3	394,9	525,3	1.287,2	15.786,8
set.	359,9	3.817,6	410,4	208,4	297,2	401,9	379,1	389,6	331,3	456,0	405,6	525,4	1.317,5	15.930,9
ott.	375,8	3.975,8	435,6	216,9	306,8	419,4	397,5	405,6	341,1	475,6	431,1	532,2	1.363,4	16.515,7

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

5

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	Indice 2005 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici									
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	83,4	59,2	40,8	100,0	11,8	7,4	30,7	9,2	40,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	93,9	2,2	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-
2005 3° trim.	100,3	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,6	-0,3	0,1	5,6	0,6
4° trim.	101,0	2,3	1,5	2,4	2,1	0,4	0,7	0,6	0,2	0,4	0,5
2006 1° trim.	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,4	0,5	0,7	0,1	1,3	0,4
2° trim.	102,4	2,5	1,5	2,8	2,0	0,8	0,4	0,6	0,3	3,9	0,5
3° trim.	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,5	1,9	0,1	0,6	0,6
2006 mag.	102,5	2,5	1,5	2,9	1,8	0,2	0,1	0,4	0,1	1,0	0,2
giu.	102,6	2,5	1,6	2,8	2,0	0,1	0,1	0,4	0,1	-0,1	0,2
lug.	102,4	2,4	1,6	2,7	2,1	0,3	0,2	0,7	0,0	1,4	0,2
ago.	102,5	2,3	1,5	2,5	1,9	0,1	0,1	0,8	0,0	0,1	0,1
set.	102,5	1,7	1,5	1,6	2,0	-0,1	0,2	0,6	0,1	-3,2	0,2
ott. ²⁾	.	1,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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 ¹⁾	19,3	11,8	7,4	39,9	30,7	9,2	10,3	6,3	6,4	2,9	14,5	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2005 3° trim.	1,4	1,8	0,8	2,8	0,1	12,7	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	3,0
4° trim.	1,9	2,2	1,4	2,7	0,4	11,1	2,5	1,9	2,7	-2,7	2,3	2,7
2006 1° trim.	1,8	2,0	1,4	3,0	0,3	12,2	2,5	2,0	2,4	-3,3	2,2	2,3
2° trim.	2,0	2,2	1,6	3,1	0,7	11,6	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,3	2,2
3° trim.	2,8	2,1	3,9	2,0	0,7	6,3	2,5	2,1	2,6	-3,6	2,4	2,3
2006 apr.	1,8	2,2	1,2	3,0	0,7	11,0	2,6	2,1	3,1	-3,7	2,7	2,1
mag.	2,0	2,2	1,5	3,4	0,7	12,9	2,5	2,1	2,6	-3,5	1,9	2,2
giu.	2,2	2,2	2,1	3,1	0,7	11,0	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,2	2,3
lug.	2,7	2,3	3,2	2,7	0,6	9,5	2,5	2,1	2,8	-3,5	2,5	2,3
ago.	2,9	2,2	3,9	2,4	0,6	8,1	2,5	2,1	2,6	-3,9	2,3	2,3
set.	2,9	1,8	4,6	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,4	-3,4	2,3	2,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Con riferimento al 2006.

2) Stime basate su dati nazionali provvisori che coprono il 95 per cento dell'area dell'euro nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni, degli immobili residenziali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	Prezzi internazionali delle materie prime ³⁾	Prezzo del petrolio ⁴⁾ (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia							Beni energetici					
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
								Totale	Durevoli	Non durevoli	Totale al netto dell'energia				
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	6,9	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	6,9	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,2	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,0	13,4	3,1	7,6	28,5	9,4	44,6
2005 3° trim.	110,8	4,2	3,0	1,3	1,7	1,2	0,9	1,2	0,9	15,7	3,0	-	33,5	11,6	50,9
4° trim.	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,4	1,2	1,4	15,6	3,0	7,2 ⁶⁾	34,2	23,2	48,6
2006 1° trim.	113,9	5,2	3,2	1,7	2,3	1,0	1,5	1,4	1,5	19,0	2,6	-	36,4	23,6	52,3
2° trim.	115,8	5,8	3,9	2,7	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,4	3,5	-	30,0	26,2	56,2
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	13,4	26,6	55,7
2006 mag.	115,8	6,0	4,2	2,7	4,6	1,1	1,7	1,7	1,7	18,7	-	-	36,2	31,5	55,7
giu.	116,1	5,8	4,0	3,0	5,3	1,3	1,8	1,6	1,9	16,0	-	-	20,0	22,0	55,4
lug.	116,9	6,0	4,3	3,5	6,2	1,6	2,0	1,7	2,0	14,9	-	-	21,6	26,7	58,8
ago.	117,1	5,7	4,0	3,6	6,5	1,6	2,0	1,8	2,0	12,7	-	-	14,8	26,8	57,8
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	4,0	26,4	50,3
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	3,9	28,7	47,6

3. Costo orario del lavoro⁷⁾

	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	107,6	3,5	3,3	4,4	3,2	4,4	3,6	2,7
2003	110,9	3,1	2,9	3,9	3,1	3,9	2,9	2,4
2004	113,4	2,3	2,1	2,6	2,7	2,9	1,9	2,1
2005	116,0	2,2	2,3	1,9	2,3	2,1	2,2	2,1
2005 2° trim.	115,8	2,3	2,2	2,4	2,2	2,3	2,4	2,1
3° trim.	116,3	1,8	2,2	0,6	2,2	1,6	1,7	2,1
4° trim.	117,0	2,0	2,1	1,8	2,1	1,5	2,0	2,0
2006 1° trim.	117,6	2,2	2,5	1,1	2,3	2,1	2,1	2,1
2° trim.	118,2	2,4	2,4	1,9	3,0	0,7	2,2	2,4

Fonti: Eurostat, HWWA (colonna 13 e 14 nella tavola 2 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 15 nella tavola 2 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 6 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 8 nella tavola 3 della sezione 5.1).

- 1) Costruzioni residenziali, sulla base di dati non armonizzati.
- 2) Indicatore dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, sulla base di fonti non armonizzate.
- 3) Si riferisce a prezzi espressi in euro.
- 4) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 5) Nel 2000.
- 6) I dati trimestrali per il secondo e quarto trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima e seconda metà dell'anno rispettivamente. Alcuni dati nazionali sono disponibili solo a frequenza annuale, pertanto la stima del dato semestrale essendo parzialmente derivata da quello annuale risulta meno accurata di quest'ultimo.
- 7) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.

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⁾								
2002	104,6	2,4	0,9	1,0	3,0	1,8	3,1	3,4
2003	106,4	1,6	6,0	0,4	3,0	2,5	1,1	2,3
2004	107,5	1,1	-9,7	-1,1	3,0	-0,1	3,0	2,8
2005	108,5	0,9	6,4	-0,9	3,5	0,0	1,9	1,6
2005 2° trim.	108,4	0,9	7,9	-0,5	4,1	0,2	2,1	1,1
3° trim.	108,2	0,5	6,1	-0,7	2,1	-0,6	1,9	1,4
4° trim.	109,0	0,8	6,9	-1,9	3,1	-0,4	2,2	2,4
2006 1° trim.	109,1	0,8	2,7	-2,1	3,4	-0,3	2,5	2,3
2° trim.	109,1	0,6	0,0	-2,3	2,2	-0,5	1,5	3,0
Redditi per occupato								
2002	105,2	2,6	2,2	2,0	3,2	2,4	2,6	3,1
2003	107,3	2,0	2,6	2,1	2,7	1,8	2,2	1,9
2004	109,6	2,1	2,1	2,6	2,6	1,3	2,1	2,3
2005	111,3	1,6	2,4	1,5	1,9	1,3	2,0	1,6
2005 2° trim.	111,0	1,4	2,5	1,5	2,3	1,2	2,4	0,9
3° trim.	111,3	1,5	1,8	1,7	2,0	1,3	1,9	1,3
4° trim.	112,2	1,9	1,7	1,6	2,3	1,2	1,7	2,7
2006 1° trim.	112,7	1,9	0,3	2,2	3,2	1,8	1,6	1,8
2° trim.	113,4	2,1	0,0	2,3	2,7	1,8	0,9	2,9
Produttività del lavoro ²⁾								
2002	100,6	0,2	1,2	1,0	0,2	0,6	-0,5	-0,3
2003	100,9	0,3	-3,2	1,7	-0,4	-0,6	1,1	-0,4
2004	101,9	1,0	13,1	3,7	-0,4	1,4	-0,8	-0,5
2005	102,6	0,7	-3,7	2,4	-1,6	1,3	0,1	0,0
2005 2° trim.	102,4	0,5	-5,0	1,9	-1,8	1,0	0,3	-0,2
3° trim.	102,9	0,9	-4,1	2,4	-0,1	1,9	0,0	-0,1
4° trim.	102,9	1,0	-4,8	3,6	-0,7	1,6	-0,5	0,3
2006 1° trim.	103,4	1,2	-2,3	4,4	-0,3	2,2	-0,9	-0,5
2° trim.	103,9	1,4	0,0	4,7	0,5	2,3	-0,6	-0,1

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	105,1	2,6	2,0	1,9	3,1	1,4	-0,2	-2,0
2003	107,3	2,1	2,0	2,1	2,3	1,2	-1,2	-1,8
2004	109,3	1,9	2,1	2,1	2,3	2,4	1,1	1,5
2005	111,4	1,8	2,2	2,1	2,2	2,1	2,8	3,7
2005 2° trim.	111,0	1,6	1,9	1,9	1,6	2,0	2,4	3,1
3° trim.	111,6	1,8	2,3	2,1	2,2	1,8	2,6	3,9
4° trim.	112,3	2,0	2,4	2,2	2,7	2,1	3,1	4,2
2006 1° trim.	112,5	1,8	2,6	2,3	2,0	2,6	3,2	5,3
2° trim.	113,2	1,9	2,5	2,2	2,8	2,8	3,4	5,1

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

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

2) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

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

5.2 Produzione e domanda
1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2002	7.251,4	7.058,9	4.141,9	1.465,0	1.464,8	-12,8	192,6	2.629,0	2.436,4
2003	7.460,9	7.304,0	4.278,5	1.526,1	1.498,3	1,0	156,9	2.624,8	2.467,9
2004	7.734,1	7.573,7	4.425,6	1.579,5	1.561,6	6,9	160,4	2.821,6	2.661,1
2005	7.993,5	7.876,8	4.579,0	1.636,6	1.639,3	21,9	116,7	3.029,6	2.912,8
2005 2° trim.	1.985,6	1.955,2	1.138,3	406,5	406,7	3,8	30,4	745,0	714,5
3° trim.	2.008,2	1.982,0	1.153,1	410,3	413,8	4,8	26,2	771,2	745,0
4° trim.	2.029,6	2.005,7	1.160,1	418,0	418,4	9,2	23,9	786,3	762,5
2006 1° trim.	2.049,0	2.026,5	1.175,0	420,2	426,4	5,0	22,5	820,5	798,0
2° trim.	2.079,4	2.054,9	1.183,8	427,6	438,2	5,3	24,5	836,9	812,4
<i>in percentuale del PIL</i>									
2005	100,0	98,5	57,3	20,5	20,5	0,3	1,5	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati³⁾)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2005 2° trim.	0,4	0,6	0,4	0,6	1,1	-	-	1,8	2,6
3° trim.	0,6	0,5	0,6	0,6	1,2	-	-	2,6	2,4
4° trim.	0,4	0,6	0,1	0,4	0,4	-	-	0,9	1,6
2006 1° trim.	0,8	0,4	0,7	0,9	1,0	-	-	3,6	2,7
2° trim.	0,9	0,9	0,3	0,5	2,1	-	-	1,2	1,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2002	0,9	0,4	0,8	2,4	-1,5	-	-	1,7	0,3
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,0	-	-	1,1	3,1
2004	1,9	1,8	1,5	1,2	2,1	-	-	6,8	6,7
2005	1,4	1,7	1,3	1,4	2,6	-	-	4,2	5,3
2005 2° trim.	1,3	1,9	1,4	1,4	2,6	-	-	3,4	5,4
3° trim.	1,7	1,7	1,8	1,5	3,4	-	-	5,4	5,8
4° trim.	1,8	2,0	1,1	1,7	3,4	-	-	5,0	5,6
2006 1° trim.	2,2	2,2	1,8	2,5	3,8	-	-	9,3	9,7
2° trim.	2,7	2,5	1,7	2,3	4,8	-	-	8,6	8,2
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2005 2° trim.	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,2	-	-
3° trim.	0,6	0,5	0,4	0,1	0,2	-0,2	0,1	-	-
4° trim.	0,4	0,6	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-	-
2006 1° trim.	0,8	0,4	0,4	0,2	0,2	-0,4	0,4	-	-
2° trim.	0,9	0,9	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2002	0,9	0,3	0,5	0,5	-0,3	-0,3	0,5	-	-
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	-0,7	-	-
2004	1,9	1,7	0,9	0,2	0,4	0,2	0,2	-	-
2005	1,4	1,7	0,8	0,3	0,5	0,1	-0,3	-	-
2005 2° trim.	1,3	1,9	0,8	0,3	0,5	0,3	-0,6	-	-
3° trim.	1,7	1,7	1,0	0,3	0,7	-0,3	0,0	-	-
4° trim.	1,8	2,0	0,7	0,4	0,7	0,3	-0,1	-	-
2006 1° trim.	2,2	2,1	1,1	0,5	0,8	-0,2	0,0	-	-
2° trim.	2,7	2,4	1,0	0,5	1,0	0,0	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 tavola 1 della sezione 7.3.
- 2) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2002	6.517,1	153,1	1.381,0	373,8	1.389,0	1.748,1	1.472,1	734,3
2003	6.703,5	152,5	1.382,0	390,2	1.423,3	1.825,6	1.530,0	757,4
2004	6.940,6	156,5	1.428,2	413,7	1.472,8	1.892,7	1.576,7	793,6
2005	7.160,1	144,4	1.461,5	434,8	1.519,3	1.971,7	1.628,6	833,4
2005 2° trim.	1.780,2	35,6	364,7	107,3	378,4	489,0	405,2	205,4
3° trim.	1.797,6	36,0	366,4	109,7	382,4	496,0	407,1	210,6
4° trim.	1.815,3	36,5	368,7	112,3	383,4	500,3	414,0	214,3
2006 1° trim.	1.831,6	35,8	373,3	114,0	385,2	510,1	413,2	217,5
2° trim.	1.859,2	36,6	376,6	117,1	390,6	518,1	420,2	220,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2005	100,0	2,0	20,4	6,1	21,2	27,5	22,7	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati¹⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2005 2° trim.	0,4	-1,6	0,6	1,2	0,8	0,2	0,1	0,1
3° trim.	0,5	0,3	0,7	0,3	0,7	0,6	0,2	1,5
4° trim.	0,4	0,8	0,5	0,9	0,6	0,1	0,2	0,2
2006 1° trim.	0,8	-2,1	1,4	-0,4	0,7	1,1	0,4	0,8
2° trim.	1,1	1,5	1,2	2,1	1,4	1,0	0,3	-0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2002	0,9	-0,6	-0,3	0,0	1,2	1,5	1,6	0,2
2003	0,7	-5,9	0,3	0,4	0,0	1,7	1,3	1,5
2004	2,1	11,7	2,2	1,3	2,5	1,5	1,5	0,8
2005	1,4	-5,5	1,3	0,9	1,9	2,0	1,1	1,2
2005 2° trim.	1,3	-6,3	0,6	0,9	1,7	2,2	1,1	1,2
3° trim.	1,6	-6,2	1,3	1,7	2,4	2,1	1,3	2,2
4° trim.	1,8	-6,0	2,3	1,7	2,4	2,1	1,3	1,9
2006 1° trim.	2,1	-2,6	3,4	2,1	2,9	2,0	0,9	2,7
2° trim.	2,8	0,4	4,0	3,0	3,5	2,8	1,1	2,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2005 2° trim.	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	-
3° trim.	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	-
4° trim.	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2006 1° trim.	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
2° trim.	1,1	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2002	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,4	0,4	-
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,5	0,3	-
2004	2,1	0,3	0,4	0,1	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,4	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,6	0,2	-
2005 2° trim.	1,3	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,6	0,3	-
3° trim.	1,6	-0,1	0,3	0,1	0,5	0,6	0,3	-
4° trim.	1,8	-0,1	0,5	0,1	0,5	0,6	0,3	-
2006 1° trim.	2,1	-0,1	0,7	0,1	0,6	0,5	0,2	-
2° trim.	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,8	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	in perc. del totale ¹⁾	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici							Beni energetici		
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
								Totale	Durevoli	Non durevoli			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2003	0,4	100,3	0,3	0,1	0,1	0,3	-0,1	-0,4	-4,4	0,4	2,8	0,6	
2004	2,1	102,3	2,0	2,1	1,9	2,2	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1	
2005	0,9	103,6	1,2	1,2	1,0	0,7	2,6	0,6	-1,0	0,9	1,2	-0,6	
2005 3° trim.	1,2	104,0	1,4	1,4	1,4	0,8	2,9	1,5	-0,4	1,8	0,4	0,9	
4° trim.	1,7	104,7	2,1	2,2	2,2	2,3	2,9	1,3	1,7	1,2	1,8	0,2	
2006 1° trim.	3,7	105,9	3,4	3,5	3,4	2,9	5,1	2,0	2,1	2,0	3,8	1,6	
2° trim.	2,7	107,1	3,8	3,8	4,1	5,2	4,8	2,3	3,5	2,1	0,7	3,6	
2006 mar.	5,7	106,4	4,2	5,0	5,0	4,7	5,5	2,9	3,1	2,8	3,2	4,4	
apr.	0,2	105,8	1,7	0,7	0,7	2,4	2,2	0,2	-0,8	0,4	1,3	2,1	
mag.	4,0	107,7	5,2	6,0	6,3	6,4	7,7	4,1	7,8	3,4	-0,8	5,2	
giu.	4,0	107,8	4,5	4,8	5,5	6,8	4,7	2,6	3,7	2,4	1,7	3,4	
lug.	.	107,3	3,0	3,2	3,2	4,4	3,3	1,4	2,9	1,1	2,3	.	
ago.	.	109,2	5,4	5,7	5,5	7,8	6,2	2,6	8,6	1,9	2,6	.	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2006 mar.	1,3	-	0,8	0,7	1,1	1,4	0,6	0,2	0,8	0,1	0,5	-0,3	
apr.	-1,4	-	-0,6	-0,3	-0,9	-0,1	-0,9	-0,4	-0,7	-0,4	-2,5	1,7	
mag.	2,0	-	1,8	2,1	2,5	2,3	2,8	1,7	4,3	1,3	-1,7	2,2	
giu.	0,2	-	0,1	-0,1	0,1	0,3	-0,8	-0,4	-1,3	-0,3	3,2	-0,6	
lug.	.	-	-0,5	-0,6	-0,9	-0,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,9	.	
ago.	.	-	1,8	2,2	2,2	3,4	1,8	1,4	4,3	0,9	-1,4	.	

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti					Migliaia (dest.) ³⁾	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
in perc. del totale ¹⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	98,4	0,2	101,3	-0,2	2,2	103,7	0,7	1,3	0,2	-1,8	0,6	911	-1,5
2004	105,3	7,3	106,2	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,8	3,3	922	1,1
2005	110,7	4,6	110,7	3,7	2,2	106,6	1,2	0,6	1,7	2,1	1,2	936	1,5
2005 4° trim.	117,3	7,4	113,2	4,1	2,3	107,2	1,2	0,6	1,7	2,7	1,6	934	-1,2
2006 1° trim.	117,3	11,9	115,5	9,0	2,3	107,4	0,9	0,3	1,4	1,4	2,4	946	2,0
2° trim.	118,6	8,0	118,3	6,4	3,1	108,1	1,8	0,7	2,5	2,5	3,6	958	2,4
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	936	-1,9
2006 apr.	117,3	3,8	116,5	-0,4	3,2	108,0	2,2	1,4	2,5	1,7	3,3	956	1,8
mag.	120,5	14,9	120,2	13,3	3,1	107,9	1,5	-0,1	3,1	4,1	4,8	968	8,9
giu.	118,1	5,7	118,3	6,5	3,0	108,2	1,6	0,9	2,0	1,7	2,7	949	-2,5
lug.	120,4	9,8	118,9	7,2	3,5	108,5	1,8	1,7	1,9	2,6	2,5	917	-4,7
ago.	124,8	14,2	120,4	8,7	4,0	109,3	2,4	0,7	3,7	3,2	3,7	936	-1,2
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	954	0,8
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2006 apr.	-	-0,7	-	0,6	0,7	-	0,9	0,9	0,8	6,0	0,6	-	0,5
mag.	-	2,7	-	3,2	0,4	-	0,0	-0,5	0,4	-1,0	1,2	-	1,3
giu.	-	-2,0	-	-1,6	0,3	-	0,3	0,6	-0,1	1,8	-0,6	-	-2,0
lug.	-	1,9	-	0,5	0,5	-	0,3	0,5	0,1	2,2	-0,1	-	-3,3
ago.	-	3,7	-	1,3	0,8	-	0,7	-0,5	1,7	1,1	1,6	-	2,1
set.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	1,8

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

1) Nel 2000.

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

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

5.2 Produzione e domanda

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

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia					Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	94,9	-11	-25	11	3	81,0	-11	-1	-11	26	-4
2003	93,7	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,8	-5	-16	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	98,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2005 3° trim.	98,0	-7	-17	11	6	80,9	-15	-4	-17	29	-9
4° trim.	100,6	-6	-15	10	7	81,5	-13	-4	-15	22	-9
2006 1° trim.	103,0	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-9
2° trim.	107,2	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
3° trim.	108,8	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
2006 mag.	107,4	2	-2	6	14	-	-9	-3	-10	14	-8
giu.	107,8	3	2	5	13	-	-9	-4	-11	13	-10
lug.	108,6	4	3	5	13	83,6	-8	-4	-10	13	-7
ago.	108,5	2	3	5	10	-	-9	-4	-10	11	-10
set.	109,3	4	4	4	13	-	-8	-3	-9	12	-7
ott.	110,3	5	5	4	14	83,9	-8	-3	-8	11	-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
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2002	-15	-22	-8	-14	-16	16	-9	3	-2	-4	15
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	-1	4	-5	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	7	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-13	13	4	11	5	10	18
2005 3° trim.	-7	-13	-1	-7	-12	14	4	11	5	10	17
4° trim.	-3	-8	2	-5	-9	15	10	14	10	13	19
2006 1° trim.	-2	-8	3	-3	-4	15	9	15	10	14	20
2° trim.	-1	-6	4	1	1	14	16	19	14	18	24
3° trim.	3	-2	7	2	5	13	14	20	14	19	26
2006 mag.	-2	-6	3	-1	-3	14	16	20	16	19	23
giu.	-1	-5	4	2	3	12	17	19	14	19	24
lug.	2	-2	5	0	2	15	12	20	16	18	26
ago.	2	-4	8	3	6	13	15	21	14	21	28
set.	4	0	9	3	8	12	15	18	12	19	24
ott.	3	-2	7	4	9	13	15	21	14	23	26

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire da gennaio 1985.
- 3) I risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 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 dai dati 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

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	84,6	15,4	4,3	17,7	7,5	24,9	15,0	30,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	134,862	0,7	0,8	0,3	-1,8	-1,2	-0,1	0,6	2,0	2,0
2003	135,461	0,4	0,5	0,0	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,7	1,7
2004	136,421	0,7	0,7	0,8	-1,7	-1,4	1,4	0,9	1,9	1,5
2005	137,471	0,8	0,9	-0,2	-1,7	-1,2	2,5	0,8	2,1	1,2
2005 2° trim.	137,269	0,7	0,8	0,3	-1,3	-1,6	2,7	0,8	1,8	1,3
3° trim.	137,543	0,7	0,9	-0,7	-2,1	-0,9	1,7	0,4	2,1	1,3
4° trim.	137,999	0,7	1,0	-0,8	-1,0	-1,2	2,3	0,6	2,6	0,8
2006 1° trim.	138,451	1,0	1,1	0,4	-0,5	-1,0	2,3	0,7	2,9	1,3
2° trim.	139,005	1,2	1,3	0,7	0,4	-0,6	2,4	1,1	3,4	1,1
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2005 2° trim.	0,195	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,4	0,6	-0,1	0,4	0,4
3° trim.	0,274	0,2	0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,4
4° trim.	0,456	0,3	0,4	0,1	0,1	-0,2	1,1	0,4	1,1	0,1
2006 1° trim.	0,452	0,3	0,3	0,7	-0,6	-0,2	0,6	0,3	0,6	0,6
2° trim.	0,554	0,4	0,4	0,4	0,9	0,0	0,7	0,4	1,0	0,2

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		75,6		24,4		48,4		51,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	11,760	8,3	8,740	7,0	3,020	16,8	5,515	6,9	6,245	10,1
2003	12,548	8,7	9,420	7,5	3,128	17,6	5,975	7,4	6,573	10,5
2004	12,900	8,9	9,751	7,6	3,149	18,0	6,186	7,6	6,714	10,5
2005	12,628	8,6	9,545	7,4	3,083	17,8	6,116	7,4	6,511	10,1
2005 2° trim.	12,790	8,7	9,673	7,5	3,117	17,9	6,211	7,6	6,579	10,2
3° trim.	12,489	8,5	9,472	7,3	3,016	17,5	6,070	7,4	6,419	9,9
4° trim.	12,298	8,4	9,268	7,2	3,030	17,7	5,910	7,2	6,388	9,9
2006 1° trim.	11,926	8,1	8,942	6,9	2,984	17,3	5,740	7,0	6,185	9,6
2° trim.	11,581	7,9	8,704	6,7	2,877	16,7	5,619	6,8	5,962	9,2
2006 mar.	11,778	8,0	8,824	6,8	2,954	17,2	5,693	6,9	6,084	9,4
apr.	11,647	7,9	8,748	6,8	2,899	16,9	5,650	6,9	5,997	9,3
mag.	11,566	7,9	8,702	6,7	2,865	16,7	5,618	6,8	5,949	9,2
giu.	11,530	7,9	8,662	6,7	2,867	16,6	5,590	6,8	5,939	9,2
lug.	11,514	7,8	8,614	6,7	2,900	16,8	5,570	6,8	5,944	9,2
ago.	11,521	7,9	8,590	6,6	2,931	17,0	5,569	6,8	5,953	9,2

Fonte: Eurostat.

1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

2) Nel 2005.

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 ³⁾
		Imposte dirette		Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale		
		Famiglie												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	47,0	46,5	11,9	9,0	2,6	13,3	0,7	17,1	8,5	5,4	2,3	0,5	0,3	42,7
1998	46,5	46,3	12,2	9,5	2,3	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,8	12,5	9,7	2,5	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,6	46,4	12,7	9,8	2,6	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7
2001	45,8	45,6	12,3	9,6	2,4	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,3	45,0	11,9	9,4	2,2	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,2	44,5	11,5	9,1	2,1	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3
2004	44,7	44,3	11,4	8,9	2,2	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	40,9
2005	45,1	44,7	11,7	8,8	2,5	13,7	0,3	15,5	8,2	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2

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
1997	49,6	46,0	10,9	4,8	5,0	25,4	22,6	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	44,7
1998	48,8	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,0	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	47,6	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,9	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3
2003	48,2	44,3	10,5	5,0	3,3	25,5	22,7	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,9
2004	47,6	43,8	10,4	5,0	3,1	25,2	22,5	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,5
2005	47,5	43,7	10,4	5,1	3,0	25,3	22,5	1,7	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	44,5

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		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)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,8	4,8	1,9	2,3	8,4	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,7	10,6	4,7	4,8	1,9	2,3	8,2	11,5
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,9	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,9	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,9	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,4	-2,1	-0,3	-0,2	0,2	0,6	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁵⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	0,0	-3,7	-5,2	-0,3	-3,2	-0,4	-2,9	2,1	-2,0	-0,5	-2,9	4,1
2003	0,0	-4,0	-6,1	0,0	-4,2	0,3	-3,5	0,3	-3,1	-1,6	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-7,8	-0,2	-3,7	1,5	-3,4	-1,1	-1,8	-1,2	-3,2	2,3
2005	-2,3	-3,2	-5,2	1,1	-2,9	1,1	-4,1	-1,0	-0,3	-1,5	-6,0	2,7

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95; i dati non comprendono i proventi della vendita delle licenze UMTS (Universal Mobile Telecommunications Systems) nel 2000 (il saldo di bilancio per l'area dell'euro che include tali proventi è pari allo 0,1 per cento del PIL). 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
1996	75,1	2,8	17,0	7,9	47,3	58,3	30,3	12,1	15,9	16,8
1997	74,1	2,8	16,0	6,5	48,8	55,4	28,3	13,6	13,5	18,7
1998	72,8	2,7	15,1	5,6	49,3	52,1	26,4	14,5	11,2	20,7
1999	72,0	2,9	14,2	4,2	50,6	48,5	25,4	12,0	11,2	23,4
2000	69,4	2,7	13,1	3,6	50,0	44,1	22,0	11,0	11,0	25,3
2001	68,3	2,8	12,3	4,0	49,2	42,1	20,6	10,4	11,1	26,2
2002	68,1	2,7	11,7	4,6	49,2	40,2	19,2	9,9	11,1	28,0
2003	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9	39,1	19,2	10,3	9,6	30,2
2004	69,8	2,2	11,9	5,1	50,7	37,3	18,2	10,0	9,1	32,5
2005	70,7	2,4	11,7	4,9	51,6	35,4	17,1	10,3	8,0	35,4

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁵⁾	Altre valute
1996	75,1	62,9	5,9	5,7	0,5	11,6	63,5	8,6	19,1	25,7	30,2	73,1	2,0
1997	74,1	62,1	6,1	5,4	0,6	9,9	64,2	8,5	18,3	25,3	30,5	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,2	0,4	8,9	63,9	7,6	15,8	26,4	30,6	70,9	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,7	64,3	6,6	13,6	28,0	30,4	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,8	62,6	5,9	13,4	28,0	28,0	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,2	61,2	5,0	13,7	26,8	27,8	66,6	1,7
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	8,2	60,0	5,0	15,4	25,3	27,5	66,7	1,5
2003	69,3	57,0	6,6	5,1	0,6	8,5	60,8	5,0	14,4	26,1	28,9	68,2	1,1
2004	69,8	57,5	6,7	5,2	0,4	8,5	61,4	4,7	14,3	26,6	28,9	68,8	1,1
2005	70,7	58,0	6,8	5,3	0,5	8,7	62,0	4,7	14,7	26,1	29,9	69,5	1,2

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	103,3	60,3	110,7	52,5	58,2	32,2	105,6	6,5	50,5	65,8	55,5	41,3
2003	98,6	63,9	107,8	48,7	62,4	31,1	104,3	6,3	52,0	64,6	57,0	44,3
2004	94,3	65,7	108,5	46,2	64,4	29,7	103,9	6,6	52,6	63,8	58,6	44,3
2005	93,2	67,9	107,5	43,1	66,6	27,4	106,6	6,0	52,7	63,4	64,0	41,3

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Dati parzialmente stimati. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

6.3 Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁷⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Effetto di aggregazione ⁵⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁶⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	1,9	2,5	0,0	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,6	-0,8	1,9	2,6
1998	1,8	2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,6	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-1,6	0,0	-2,0	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,0	-2,1	-0,3	3,0
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,5	1,3	-0,1	-0,6	-0,1	2,0
2002	2,1	2,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,7	-0,5	-0,7	-0,2	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,1	0,5	0,7	3,0
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	2,6	-0,4	-0,3	0,1	3,5
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	2,5	-0,8	-0,5	0,6	3,8

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁹⁾												
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche								Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro ¹⁰⁾
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ¹¹⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1997	1,9	-2,6	-0,7	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,7	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,1
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,1	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,4	0,7	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Fonte: BCE.

- 1) Dati parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 2001.
- 6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 10) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 2° trim.	47,7	47,2	13,8	13,4	15,8	2,1	1,2	0,5	0,3	43,2
3° trim.	44,1	43,7	11,9	12,5	15,6	2,0	0,8	0,4	0,2	40,3
4° trim.	49,9	49,4	13,9	14,1	16,6	2,9	1,0	0,5	0,3	44,9
2001 1° trim.	42,3	41,9	10,5	12,7	15,3	1,8	0,9	0,4	0,2	38,7
2° trim.	46,9	46,5	13,5	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
3° trim.	43,4	43,0	11,6	12,3	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
4° trim.	49,2	48,7	13,5	14,0	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 1° trim.	42,0	41,6	10,1	12,7	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
2° trim.	45,6	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,5	0,5	0,3	41,1
3° trim.	43,5	43,0	11,2	12,7	15,5	2,0	0,8	0,4	0,3	39,6
4° trim.	49,1	48,6	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 1° trim.	42,0	41,5	9,8	12,8	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
2° trim.	46,0	44,5	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,7
3° trim.	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
4° trim.	49,3	48,3	13,1	14,3	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9
2004 1° trim.	41,5	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,1
2° trim.	45,1	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
3° trim.	42,7	42,2	10,7	12,6	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
4° trim.	49,5	48,5	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 1° trim.	42,2	41,7	10,0	13,0	15,4	1,7	0,6	0,5	0,3	38,6
2° trim.	45,0	44,3	12,0	13,3	15,3	2,0	0,9	0,6	0,3	40,9
3° trim.	43,4	42,7	11,1	12,8	15,3	1,9	0,8	0,7	0,3	39,5
4° trim.	49,6	48,8	13,5	14,5	16,2	2,9	0,9	0,8	0,3	44,4
2006 1° trim.	42,8	42,2	10,3	13,3	15,3	1,6	0,8	0,6	0,3	39,2
2° trim.	46,0	45,4	12,6	13,7	15,3	1,9	1,1	0,6	0,3	41,9

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
2000 2° trim.	46,2	42,8	10,3	4,6	3,9	24,0	20,7	1,4	3,4	2,3	1,1	1,5	5,4
3° trim.	43,1	42,7	10,1	4,6	4,0	24,2	20,9	1,5	0,3	2,5	1,1	1,0	5,0
4° trim.	49,7	45,9	11,0	5,3	3,7	25,9	22,0	1,6	3,8	3,1	1,5	0,2	3,9
2001 1° trim.	45,7	42,3	10,1	4,2	4,0	24,1	20,9	1,3	3,4	1,9	1,5	-3,4	0,6
2° trim.	46,3	42,8	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,3	1,1	0,7	4,5
3° trim.	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,1
4° trim.	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-1,9	1,6
2002 1° trim.	46,3	42,9	10,3	4,3	3,7	24,6	21,3	1,4	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,7
2° trim.	46,7	43,2	10,3	4,9	3,5	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
3° trim.	46,8	43,1	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
4° trim.	50,8	46,4	11,0	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,6	1,7
2003 1° trim.	47,0	43,5	10,4	4,5	3,5	25,1	21,6	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,1	-1,5
2° trim.	47,4	43,9	10,4	4,8	3,4	25,3	21,8	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,5	1,9
3° trim.	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,1	-4,1	-0,9
4° trim.	51,1	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,2	1,6	-1,8	1,3
2004 1° trim.	46,6	43,2	10,4	4,6	3,2	25,1	21,5	1,2	3,4	1,9	1,4	-5,1	-1,9
2° trim.	46,8	43,4	10,4	4,9	3,1	24,9	21,6	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,5
3° trim.	46,1	42,8	10,0	4,6	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,5	-0,3
4° trim.	50,8	45,9	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,3	1,7
2005 1° trim.	46,8	43,4	10,3	4,6	3,1	25,3	21,6	1,2	3,4	1,9	1,5	-4,6	-1,4
2° trim.	46,4	43,0	10,3	5,0	3,1	24,7	21,6	1,1	3,4	2,3	1,0	-1,4	1,6
3° trim.	45,9	42,5	9,9	4,7	3,0	24,9	21,5	1,2	3,4	2,4	1,0	-2,5	0,5
4° trim.	50,7	46,0	11,1	5,7	2,8	26,3	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,7
2006 1° trim.	46,0	42,7	10,1	4,8	3,0	24,8	21,3	1,1	3,2	1,9	1,3	-3,1	-0,1
2° trim.	46,2	42,7	10,3	5,1	3,0	24,4	21,4	1,1	3,4	2,4	1,1	-0,2	2,8

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
2003 3° trim.	70,4	2,7	11,7	5,5	50,5
4° trim.	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9
2004 1° trim.	70,8	2,1	12,3	5,5	50,8
2° trim.	71,4	2,2	12,1	5,5	51,5
3° trim.	71,3	2,3	12,1	5,6	51,4
4° trim.	69,8	2,2	11,9	5,1	50,7
2005 1° trim.	71,1	2,2	11,9	5,3	51,7
2° trim.	72,0	2,4	11,7	5,3	52,6
3° trim.	71,5	2,4	11,7	5,3	52,1
4° trim.	70,7	2,4	11,7	4,9	51,6
2006 1° trim.	71,1	2,5	11,7	5,1	51,8
2° trim.	71,1	2,5	11,6	5,1	51,9

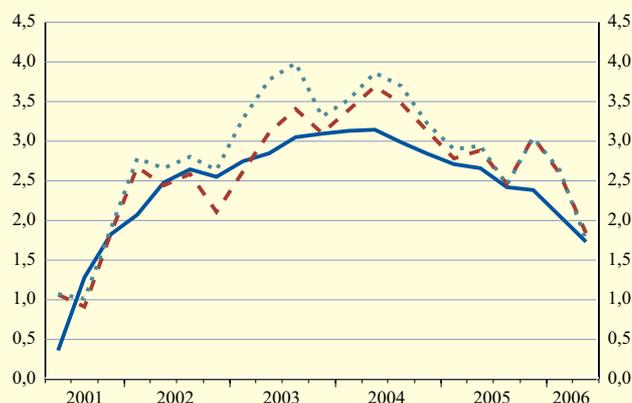
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) / avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli			Azioni e altri titoli di capitale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 3° trim.	2,9	-4,1	-1,3	-1,2	-1,2	0,0	-0,1	0,2	-0,1	0,0	2,9
4° trim.	-2,0	-1,8	-3,8	-3,9	-2,1	-0,3	-0,1	-1,3	-0,5	0,6	-1,5
2004 1° trim.	8,5	-5,1	3,4	2,0	1,4	-0,1	0,2	0,5	-0,1	1,5	8,6
2° trim.	5,6	-1,6	4,0	4,1	3,4	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	5,6
3° trim.	2,0	-3,5	-1,4	-1,1	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,1	2,3
4° trim.	-3,1	-1,3	-4,4	-3,4	-2,6	0,0	-0,2	-0,7	0,0	-1,0	-3,1
2005 1° trim.	7,0	-4,6	2,4	2,4	1,4	0,2	0,4	0,4	-0,2	0,2	7,2
2° trim.	5,8	-1,4	4,4	3,6	2,7	0,2	0,3	0,4	0,2	0,6	5,6
3° trim.	0,4	-2,5	-2,1	-2,5	-2,5	-0,1	0,3	-0,3	0,1	0,4	0,4
4° trim.	-0,7	-1,2	-1,9	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	0,0	0,0	-1,3	-0,7
2006 1° trim.	5,0	-3,1	1,9	1,6	1,1	0,1	0,6	-0,3	-0,4	0,7	5,4
2° trim.	2,7	-0,2	2,5	3,1	2,4	0,1	0,3	0,2	0,7	-1,2	2,1

F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

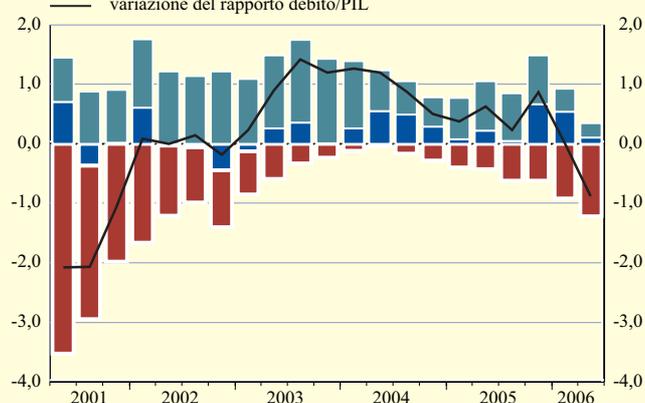
- disavanzo
- - - variazione del debito
- ... fabbisogno



F29 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

- raccordo disavanzo-debito
- disavanzo/avanzo primario
- differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
- variazione del rapporto debito/PIL



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.

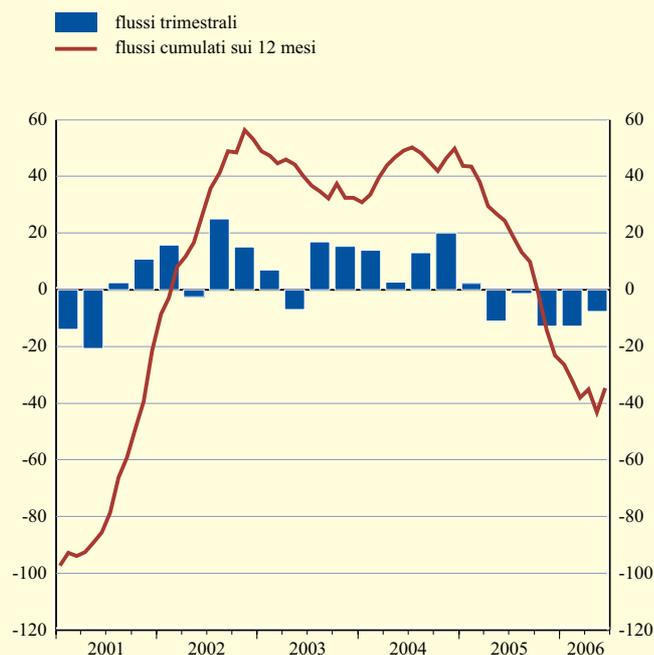
TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni nette)

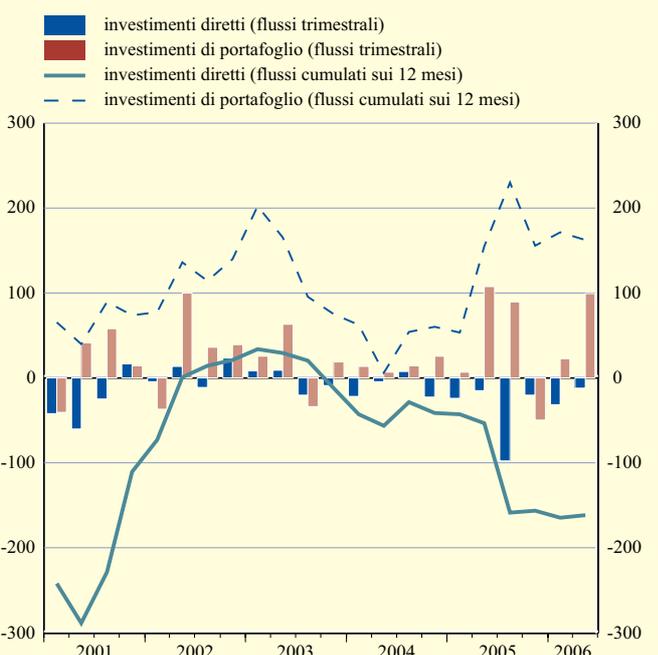
1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	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
2003	32,4	106,1	19,5	-37,2	-56,0	12,9	45,4	-1,3	-12,3	74,9	-13,0	-79,1	28,2	-44,1
2004	49,9	105,3	29,0	-28,0	-56,4	17,5	67,3	-10,9	-41,2	60,3	-5,0	-37,5	12,5	-56,4
2005	-23,1	54,1	34,8	-43,8	-68,2	12,5	-10,6	79,1	-156,3	155,4	-15,2	76,5	18,8	-68,5
2005 2° trim.	-11,2	18,1	10,3	-23,6	-16,0	4,0	-7,2	49,5	-14,7	107,8	1,3	-48,0	3,1	-42,3
3° trim.	-1,4	16,0	9,6	-7,1	-19,8	2,8	1,5	34,6	-97,6	89,8	-0,4	40,8	2,0	-36,0
4° trim.	-12,8	4,9	10,8	-12,3	-16,2	4,7	-8,1	-23,7	-20,2	-49,1	-8,8	45,6	8,8	31,9
2006 1° trim.	-12,8	-2,8	4,8	1,4	-16,2	2,0	-10,8	65,7	-31,5	22,9	-8,5	76,8	6,1	-54,9
2° trim.	-7,6	6,3	12,1	-10,3	-15,8	1,0	-6,6	51,1	-12,1	98,9	-1,7	-32,5	-1,4	-44,5
2005 ago.	-2,7	1,0	1,5	1,0	-6,2	0,8	-2,0	0,4	-12,0	-13,3	-0,7	26,5	-0,1	1,6
set.	-1,6	5,5	3,6	-2,6	-8,1	1,2	-0,4	33,2	-0,5	26,0	-1,2	9,3	-0,5	-32,8
ott.	-7,5	1,7	4,7	-8,5	-5,5	0,6	-6,9	-12,8	-7,9	-1,9	-4,3	1,0	0,2	19,7
nov.	-5,6	1,5	2,9	-4,9	-5,0	0,9	-4,6	2,2	-3,9	-43,7	-0,3	48,9	1,2	2,4
dic.	0,3	1,7	3,2	1,1	-5,7	3,2	3,4	-13,2	-8,5	-3,6	-4,2	-4,3	7,4	9,7
2006 gen.	-10,2	-6,3	0,9	0,0	-4,7	0,8	-9,4	-3,2	-2,7	-36,4	-2,9	41,1	-2,3	12,6
feb.	-0,6	0,5	2,3	0,8	-4,3	1,0	0,4	19,5	-29,1	21,4	-3,3	28,6	1,9	-19,9
mar.	-2,1	3,0	1,5	0,6	-7,2	0,2	-1,9	49,5	0,3	37,9	-2,3	7,1	6,5	-47,6
apr.	-7,5	0,6	3,0	-5,0	-6,1	0,2	-7,3	25,1	8,3	-6,0	-5,6	29,5	-1,1	-17,8
mag.	-10,9	0,6	3,8	-9,9	-5,4	0,2	-10,7	31,9	-4,6	44,4	2,0	-8,2	-1,7	-21,2
giu.	10,8	5,2	5,3	4,5	-4,3	0,6	11,4	-5,9	-15,9	60,5	1,9	-53,8	1,4	-5,5
lug.	2,5	5,6	5,6	-1,8	-7,0	0,7	3,2	12,3	-9,4	1,0	1,8	19,6	-0,8	-15,4
ago.	-3,9	-3,8	-0,7	7,3	-6,7	1,1	-2,8	-3,9	-2,8	-15,5	-3,9	19,1	-0,8	6,8
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2006 ago.	-36,4	15,8	36,1	-18,3	-70,0	10,7	-25,6	134,6	-76,6	84,2	-22,3	137,9	11,4	-108,9

F30 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)



F31 Investimenti diretti e di portafoglio (miliardi di euro)



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

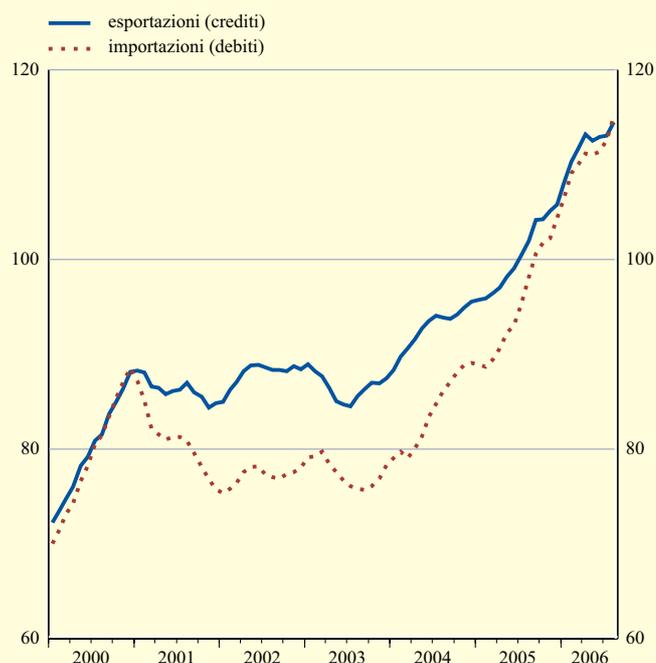
(miliardi di euro; transazioni)

2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2003	1.693,2	1.660,8	32,4	1.036,0	929,9	331,8	312,3	243,3	280,5	82,1	138,1	23,7	10,8
2004	1.843,0	1.793,2	49,9	1.128,2	1.022,9	362,1	333,1	270,9	298,9	81,9	138,3	24,1	6,6
2005	2.022,6	2.045,7	-23,1	1.220,0	1.166,0	397,3	362,5	321,6	365,4	83,6	151,8	23,4	10,9
2005 2° trim.	503,4	514,5	-11,2	305,2	287,1	97,3	87,0	83,8	107,3	17,1	33,1	5,8	1,8
3° trim.	509,7	511,1	-1,4	309,0	293,0	108,9	99,3	76,5	83,6	15,3	35,1	4,6	1,8
4° trim.	548,7	561,5	-12,8	327,4	322,4	105,8	95,0	93,3	105,7	22,2	38,4	8,1	3,5
2006 1° trim.	542,3	555,1	-12,8	329,7	332,6	96,6	91,8	86,3	84,9	29,6	45,8	5,9	3,9
2° trim.	578,9	586,5	-7,6	341,8	335,4	106,6	94,5	113,2	123,5	17,3	33,1	4,6	3,6
2006 giu.	204,5	193,8	10,8	118,1	112,9	38,0	32,7	42,2	37,7	6,2	10,5	1,9	1,4
lug.	190,7	188,2	2,5	116,0	110,4	39,1	33,5	31,0	32,8	4,6	11,6	1,9	1,2
ago.	187,9	191,8	-3,9	107,3	111,0	36,9	37,7	37,8	30,5	5,9	12,6	1,6	0,6
	Dati destagionalizzati												
2005 2° trim.	491,6	490,6	1,0	297,1	279,2	95,9	88,7	77,0	87,3	21,5	35,4	.	.
3° trim.	513,5	522,6	-9,1	312,5	301,8	100,7	92,8	80,2	91,0	20,0	37,0	.	.
4° trim.	531,8	553,4	-21,5	317,4	313,1	104,5	93,4	88,1	107,9	21,9	39,1	.	.
2006 1° trim.	559,8	568,0	-8,1	335,2	330,0	106,5	96,2	92,2	97,4	26,0	44,3	.	.
2° trim.	572,3	569,6	2,7	338,7	334,0	106,2	97,8	105,7	101,9	21,7	35,9	.	.
2005 dic.	181,0	184,0	-3,0	108,5	106,9	34,3	30,7	30,1	32,2	7,9	14,2	.	.
2006 gen.	178,5	178,0	0,5	109,4	108,7	35,5	32,0	30,5	29,3	3,2	8,0	.	.
feb.	195,6	200,0	-4,5	112,9	111,5	36,5	32,6	29,2	32,4	16,9	23,5	.	.
mar.	185,7	189,9	-4,2	112,9	109,8	34,5	31,6	32,5	35,7	5,8	12,8	.	.
apr.	184,6	183,7	0,9	113,8	112,2	34,8	31,7	29,4	27,0	6,6	12,8	.	.
mag.	192,7	199,8	-7,1	110,9	111,1	35,5	33,2	38,9	42,7	7,4	12,8	.	.
giu.	195,0	186,1	8,9	114,0	110,7	35,9	32,9	37,4	32,2	7,7	10,3	.	.
lug.	187,8	191,7	-3,9	114,2	115,9	35,0	31,3	32,6	32,3	6,0	12,3	.	.
ago.	198,2	205,2	-6,9	115,2	118,7	34,8	34,2	40,7	38,3	7,6	14,0	.	.

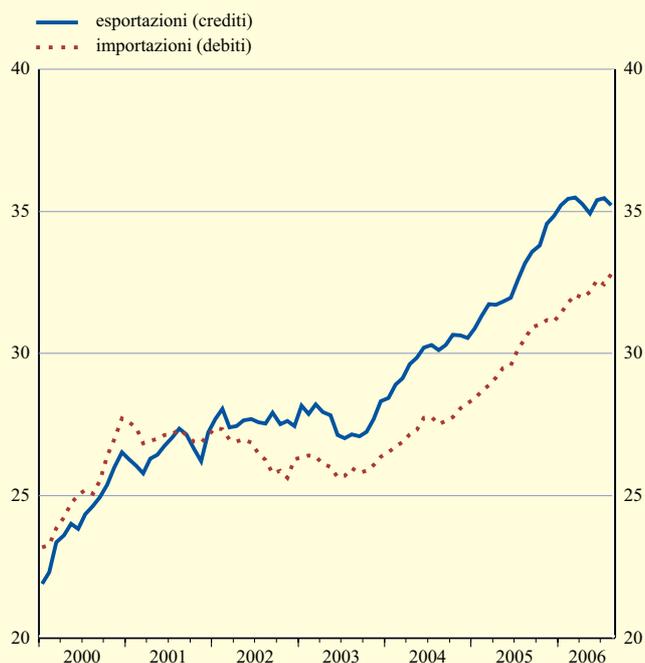
F32 Conto dei beni

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



F33 Conto dei servizi

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro)

3. Conto dei redditi
(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale											
			Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
	1	2			3	4	5	6	7	8	9	10			11	12	13	14
2003	14,8	7,2	228,5	273,3	66,3	56,3	10,0	10,2	18,6	53,5	65,5	80,7	68,1	72,6
2004	15,3	7,7	255,6	291,1	87,0	72,0	12,1	11,8	23,8	56,9	67,5	79,0	65,2	71,5
2005	15,4	9,3	306,2	356,1	97,4	97,6	13,0	13,2	30,8	71,1	79,8	79,3	85,2	94,9
2005 2° trim.	3,8	2,3	80,0	105,0	27,4	26,1	3,3	3,5	9,9	30,2	19,5	22,0	19,9	23,1
3° trim.	3,8	2,8	72,6	80,7	19,9	22,3	2,9	2,9	7,6	15,8	21,5	17,0	20,7	22,7
4° trim.	4,0	2,5	89,3	103,2	31,3	34,4	3,9	3,9	7,3	13,8	21,3	23,0	25,4	28,1
2006 1° trim.	4,0	2,0	82,3	82,9	19,8	12,2	4,2	3,5	8,2	16,1	23,5	21,2	26,7	29,9
2° trim.	4,1	2,9	109,1	120,6	36,4	19,2	4,4	4,0	13,2	40,8	24,6	21,4	30,5	35,2

4. Investimenti diretti
(transazioni nette)

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	-147,2	-130,0	-1,9	-128,2	-17,1	0,0	-17,1	134,9	124,4	3,1	121,3	10,5	0,1	10,5
2004	-141,7	-152,0	-17,3	-134,7	10,3	0,1	10,2	100,5	86,5	1,2	85,3	14,0	0,6	13,4
2005	-232,7	-171,9	-9,2	-162,7	-60,7	0,4	-61,1	76,4	45,7	-0,1	45,8	30,7	1,1	29,7
2005 2° trim.	-28,4	-23,6	-1,9	-21,8	-4,7	0,0	-4,8	13,7	4,2	0,4	3,8	9,5	-0,1	9,6
3° trim.	-115,9	-92,0	-4,9	-87,1	-23,9	0,1	-24,0	18,3	5,5	0,9	4,7	12,8	0,4	12,3
4° trim.	-47,2	-33,0	-0,1	-32,9	-14,2	0,2	-14,4	27,0	18,0	-1,7	19,7	9,0	0,4	8,6
2006 1° trim.	-50,5	-41,7	-1,8	-39,9	-8,8	0,2	-9,1	19,0	14,7	0,7	14,0	4,3	-0,3	4,6
2° trim.	-111,0	-88,7	-6,2	-82,4	-22,4	-1,1	-21,3	98,9	86,6	0,5	86,1	12,3	1,0	11,3
2005 ago.	-11,7	-4,7	-0,5	-4,1	-7,0	0,0	-7,0	-0,4	-0,8	0,2	-1,0	0,4	0,1	0,3
set.	-11,2	-1,4	-1,0	-0,3	-9,8	0,0	-9,9	10,7	-4,1	0,4	-4,5	14,7	0,3	14,4
ott.	-11,5	-0,7	0,3	-1,1	-10,8	0,0	-10,8	3,7	5,9	0,2	5,7	-2,2	0,3	-2,5
nov.	-8,6	-5,9	0,2	-6,1	-2,7	0,0	-2,7	4,8	3,6	-1,7	5,2	1,2	0,2	1,0
dic.	-27,0	-26,4	-0,7	-25,7	-0,7	0,2	-0,9	18,6	8,5	-0,2	8,7	10,0	0,0	10,1
2006 gen.	-6,5	4,4	-0,6	5,0	-10,9	-0,1	-10,8	3,8	6,2	0,2	6,0	-2,4	0,1	-2,5
feb.	-39,4	-33,8	-1,6	-32,3	-5,6	0,1	-5,7	10,3	12,0	0,4	11,6	-1,7	0,1	-1,8
mar.	-4,6	-12,2	0,4	-12,6	7,6	0,2	7,4	4,9	-3,4	0,2	-3,6	8,3	-0,5	8,9
apr.	-84,4	-59,8	-1,9	-57,9	-24,6	-0,5	-24,1	92,7	78,2	0,0	78,1	14,6	0,2	14,4
mag.	-14,6	-18,5	-3,3	-15,2	3,9	-0,3	4,2	10,1	8,5	0,4	8,1	1,5	0,4	1,1
giu.	-12,0	-10,3	-1,0	-9,3	-1,7	-0,2	-1,4	-3,9	-0,1	0,1	-0,1	-3,8	0,4	-4,2
lug.	-13,1	-11,6	-1,2	-10,4	-1,4	0,0	-1,4	3,7	3,4	0,2	3,2	0,2	-0,2	0,4
ago.	-1,8	-7,5	-0,8	-6,7	5,8	-0,1	5,8	-1,1	3,1	0,3	2,9	-4,2	-0,1	-4,1

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni				Titoli di debito										
	Attività			Passività	Obbligazioni e notes				Strumenti di mercato monetario						
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche			
				1									2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	-0,3	-13,9	-64,4	-2,6	110,3	-2,4	-45,0	-128,3	-0,2	198,9	0,2	-45,9	23,7	0,6	42,2
2004	0,0	-22,4	-81,0	-3,4	128,1	1,2	-81,8	-97,1	-2,1	254,9	-0,1	-43,2	-13,7	0,1	15,4
2005	-0,1	-15,6	-124,9	-3,9	279,5	-0,7	-124,6	-161,4	-0,5	255,8	0,1	-11,6	-3,8	0,1	62,9
2005 2° trim.	0,0	21,7	-22,8	-0,8	25,0	-0,7	-39,5	-34,3	-0,1	158,1	-0,4	-9,1	-5,2	-2,4	14,9
3° trim.	-0,1	-4,9	-26,9	-1,1	150,7	-0,4	-21,3	-49,7	0,1	24,5	0,1	-7,1	1,6	0,2	23,4
4° trim.	0,0	-4,8	-53,9	-0,9	62,5	0,6	-28,1	-36,4	-0,1	26,4	0,1	-1,4	5,8	5,9	-19,8
2006 1° trim.	0,0	-19,1	-77,9	-0,6	121,2	-0,1	-53,7	-36,2	-0,2	80,8	0,7	2,5	-10,3	-3,8	15,0
2° trim.	0,0	11,6	7,6	-2,6	35,5	1,0	-23,9	-26,2	0,1	115,4	-3,2	-7,1	-0,7	-3,2	-11,0
2005 ago.	0,0	2,0	-8,8	-	23,4	-0,5	-5,7	-13,8	-	-6,9	0,3	-11,5	-0,1	-	8,2
set.	0,0	-3,4	-3,4	-	15,9	-0,2	-11,5	-21,4	-	33,7	0,4	4,4	3,3	-	8,2
ott.	0,0	4,6	-10,8	-	-4,5	0,6	-17,4	-14,8	-	24,7	0,0	6,4	4,0	-	5,3
nov.	0,0	-6,7	-21,4	-	10,6	0,1	-3,6	-15,7	-	5,5	0,1	-5,1	0,0	-	-7,4
dic.	0,0	-2,7	-21,7	-	56,4	-0,2	-7,1	-5,9	-	-3,7	0,0	-2,7	1,8	-	-17,7
2006 gen.	0,0	-6,7	-37,2	-	35,5	0,2	-32,8	-2,5	-	1,0	0,4	3,0	-7,5	-	10,2
feb.	0,0	-3,7	-23,4	-	36,2	-0,2	-7,1	-16,9	-	25,0	0,3	1,5	-2,3	-	12,0
mar.	0,0	-8,7	-17,4	-	49,5	-0,1	-13,8	-16,8	-	54,9	0,0	-2,0	-0,5	-	-7,1
apr.	0,0	3,5	-5,8	-	-9,4	0,5	-6,1	-11,4	-	26,1	-1,1	-6,5	0,2	-	3,9
mag.	0,0	3,4	12,2	-	-10,2	0,4	-11,2	-11,8	-	65,8	-1,6	-2,2	-2,0	-	1,7
giu.	0,0	4,6	1,2	-	55,1	0,0	-6,6	-3,0	-	23,5	-0,5	1,6	1,1	-	-16,6
lug.	0,0	2,3	-8,2	-	45,5	0,2	-10,5	-4,0	-	0,6	0,4	-18,3	-1,9	-	-5,2
ago.	0,0	-4,8	-5,0	-	-2,8	0,0	-8,9	-8,0	-	7,4	1,0	0,0	2,3	-	3,3

6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Banconote, monete e depositi	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
	1	2	3	4	5	6							7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2003	-253,1	174,1	-0,8	10,0	-0,4	-	-3,4	-152,6	134,8	-50,7	52,3	-101,9	82,5	-99,3	-	32,7
2004	-312,5	275,0	-0,2	6,9	-2,3	-2,0	-3,6	-259,4	246,9	-20,1	-3,6	-239,3	250,5	-50,6	-10,5	24,7
2005	-564,8	641,3	-1,2	6,1	5,1	-2,3	-2,4	-385,3	477,0	-99,6	50,6	-285,6	426,4	-183,4	-22,4	160,6
2005 2° trim.	-156,6	108,5	-1,3	0,3	-7,6	-8,6	-1,9	-97,1	45,0	-18,5	22,5	-78,6	22,5	-50,5	18,0	65,2
3° trim.	-108,4	149,2	0,4	4,3	7,7	4,7	1,2	-87,8	122,9	-21,9	14,6	-65,8	108,3	-28,9	-18,9	20,8
4° trim.	-121,5	167,2	-0,8	-3,4	-2,3	-1,1	-2,0	-73,7	113,3	-37,7	3,2	-36,0	110,1	-44,7	7,9	59,3
2006 1° trim.	-218,3	295,1	-3,4	6,6	7,6	3,8	-3,6	-136,4	222,2	-13,3	12,8	-123,2	209,4	-86,1	-8,4	69,8
2° trim.	-103,9	71,4	0,8	2,3	-11,2	-12,1	0,3	-57,6	10,1	-31,4	21,1	-26,2	-10,9	-35,9	15,5	58,6
2005 ago.	19,6	6,9	0,2	0,8	6,3	8,4	0,5	20,1	-2,0	-1,4	3,1	21,4	-5,1	-7,0	-6,5	7,6
set.	-84,4	93,7	-0,1	4,6	2,1	0,9	-0,2	-69,2	76,6	-14,3	6,0	-54,9	70,7	-17,3	-9,0	12,6
ott.	-53,9	54,9	0,0	-1,0	0,7	-0,3	1,8	-46,4	50,7	-3,8	1,2	-42,7	49,5	-8,2	3,5	3,4
nov.	-149,6	198,5	-0,9	1,7	-1,2	1,3	0,2	-113,3	170,9	-0,9	-3,2	-112,4	174,1	-34,2	-6,0	25,7
dic.	82,0	-86,3	0,1	-4,1	-1,8	-2,1	-4,1	86,0	-108,3	-33,1	5,2	119,1	-113,5	-2,3	10,3	30,2
2006 gen.	-103,2	144,3	0,1	4,9	3,7	2,3	-2,4	-71,1	117,7	6,6	-1,0	-77,8	118,6	-35,9	-15,8	24,2
feb.	-44,5	73,1	-4,4	0,2	1,2	1,0	-1,2	-3,9	36,3	-7,4	9,8	3,5	26,4	-37,5	-3,4	37,9
mar.	-70,5	77,6	1,0	1,6	2,6	0,5	0,0	-61,5	68,3	-12,5	4,0	-48,9	64,3	-12,7	10,9	7,8
apr.	-82,1	111,6	0,1	-1,3	-4,4	-4,8	4,3	-64,3	82,3	-5,5	9,8	-58,8	72,5	-13,4	6,0	26,3
mag.	-72,3	64,1	0,0	5,0	-4,1	-4,5	-4,8	-45,1	40,6	-8,4	2,5	-36,7	38,1	-23,1	-3,5	23,3
giu.	50,5	-104,3	0,6	-1,3	-2,6	-2,9	0,9	51,8	-112,8	-17,4	8,8	69,3	-121,6	0,6	13,1	9,0
lug.	-53,7	73,3	0,8	0,1	7,0	6,9	1,8	-42,9	64,5	-13,1	7,6	-29,8	56,9	-18,6	-2,8	7,0
ago.	-2,0	21,1	-2,5	1,3	0,5	-0,1	-0,5	7,9	18,5	-7,7	5,8	15,7	12,6	-7,9	-5,4	1,8

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro; transazioni)

7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,7	-0,3	0,9	-1,0	0,0	-3,7	0,3
2004	0,1	-0,3	6,9	0,1	0,0	-0,6	1,4	-2,0	-1,7	0,0	-3,5	0,0
2005	-1,0	-0,1	6,1	0,0	0,0	6,6	8,9	-2,3	-1,5	0,0	-2,2	-0,3
2005 2° trim.	-1,2	-0,1	0,3	0,0	0,0	-7,1	1,5	-8,6	-0,5	0,0	-2,0	0,0
3° trim.	0,4	0,0	4,3	0,0	0,0	8,0	3,3	4,7	-0,3	0,0	1,3	-0,1
4° trim.	-0,8	0,0	-3,4	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	-0,2	0,0	-2,1	0,0
2006 1° trim.	-3,4	0,0	6,6	0,1	0,0	7,8	4,0	3,8	-0,1	0,0	-3,2	-0,4
2° trim.	0,8	0,0	2,4	0,0	0,0	-10,8	1,4	-12,1	-0,4	0,0	0,2	0,1

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2003	-152,1	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-95,8	-9,6	-86,3	-2,3	4,2	28,4	0,2
2004	-256,3	-3,1	244,0	2,9	-6,0	-39,5	-29,0	-10,5	-5,1	8,6	13,4	2,7
2005	-381,2	-4,0	475,0	2,0	-7,8	-163,3	-140,9	-22,4	-12,3	9,0	147,9	3,7
2005 2° trim.	-97,0	-0,1	43,8	1,2	-5,4	-43,1	-61,1	18,0	-2,1	1,1	62,8	1,3
3° trim.	-82,5	-5,2	120,2	2,7	2,0	-24,3	-5,4	-18,9	-6,6	0,5	22,1	-1,7
4° trim.	-77,0	3,3	118,0	-4,7	-1,7	-42,1	-49,9	7,9	-0,9	4,4	56,0	-1,1
2006 1° trim.	-132,6	-3,9	216,3	5,9	-3,8	-74,0	-65,5	-8,4	-8,4	4,4	60,0	5,4
2° trim.	-58,1	0,5	15,7	-5,5	-3,6	-34,7	-50,3	15,5	2,4	4,0	59,6	-4,9

8. Riserve ufficiali

	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati	
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbliga- zioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	28,2	1,7	0,0	-1,6	28,1	-2,5	1,9	-0,1	22,1	6,7	0,1	0,0
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,9	-3,8	4,0	0,4	18,3	-11,9	-0,1	0,0
2005	18,8	3,9	-0,2	8,6	6,5	0,1	7,8	0,0	-4,8	3,5	0,0	0,0
2005 2° trim.	3,1	1,3	0,0	1,3	0,5	-4,4	1,1	0,0	0,9	2,9	0,0	0,0
3° trim.	2,0	0,5	0,0	2,6	-1,1	1,6	0,9	0,0	-4,9	1,4	-0,1	0,0
4° trim.	8,8	1,2	-0,1	3,0	4,6	-2,3	6,9	0,0	-2,0	2,1	0,0	0,0
2006 1° trim.	6,1	0,8	0,0	3,4	2,4	6,2	-4,8	0,0	-3,6	4,6	0,0	-0,5
2° trim.	-1,4	1,4	0,0	-0,5	-3,0	0,9	2,4	0,0	-6,8	0,5	0,0	0,7

Fonte: BCE.

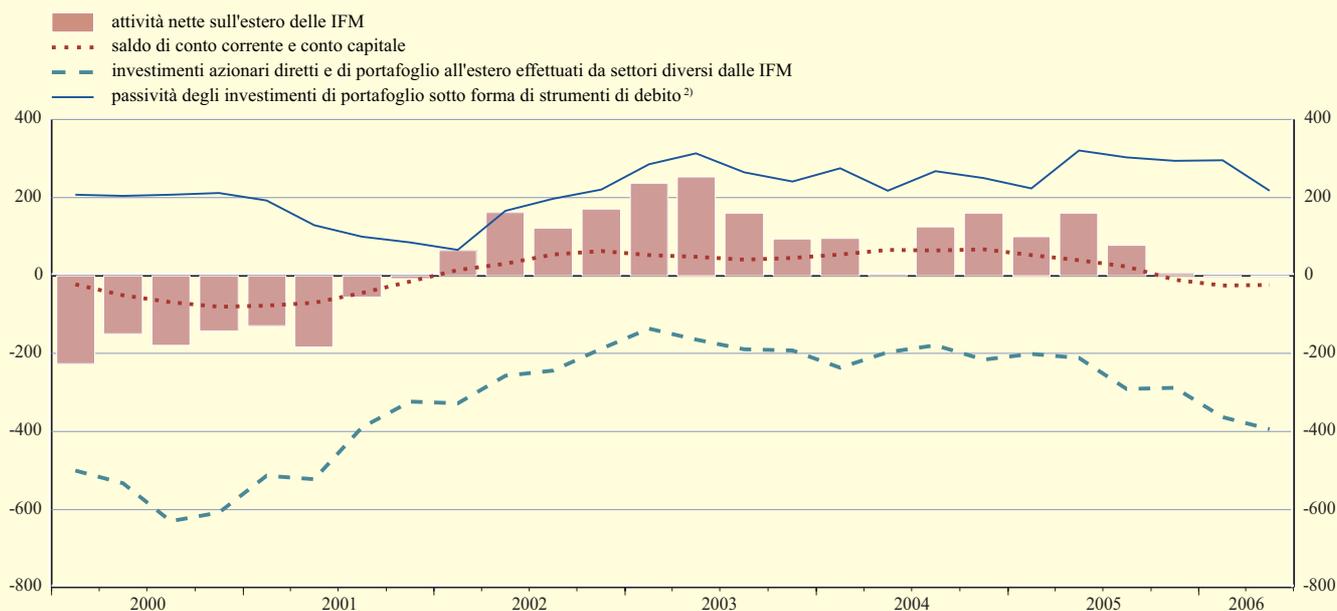
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ¹⁾	Strumenti di debito ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	45,4	-145,3	134,8	-169,0	114,5	241,3	-99,7	29,3	-13,0	-44,1	94,2	93,7
2004	67,3	-124,5	99,9	-191,9	118,0	250,4	-52,9	21,2	-5,0	-56,4	126,2	160,8
2005	-10,6	-223,8	75,3	-290,1	236,3	294,6	-178,4	158,2	-15,2	-68,5	-22,3	5,5
2005 2° trim.	-7,2	-26,5	13,8	-62,2	-0,8	178,6	-58,1	63,3	1,3	-42,3	59,9	64,4
3° trim.	1,5	-111,1	17,9	-75,0	155,3	41,1	-21,1	22,0	-0,4	-36,0	-6,0	-19,2
4° trim.	-8,1	-47,2	26,6	-84,5	47,8	2,8	-47,0	57,3	-8,8	31,9	-29,4	-15,2
2006 1° trim.	-10,8	-49,0	19,3	-124,4	116,1	73,8	-78,5	66,2	-8,5	-54,9	-50,8	-34,1
2° trim.	-6,6	-103,8	97,9	-19,3	28,9	100,3	-47,1	58,9	-1,7	-44,5	63,1	66,8
2005 ago.	-2,0	-11,1	-0,4	-22,6	25,0	0,2	-0,7	8,1	-0,7	1,6	-2,6	1,9
set.	-0,4	-10,2	10,3	-21,5	11,9	38,0	-15,2	12,4	-1,2	-32,8	-8,5	-21,1
ott.	-6,9	-11,9	3,4	-21,5	-5,3	24,0	-7,5	5,3	-4,3	19,7	-5,0	-5,2
nov.	-4,6	-8,8	4,6	-37,2	10,6	-1,4	-35,4	25,9	-0,3	2,4	-44,4	-44,9
dic.	3,4	-26,5	18,6	-25,8	42,5	-19,8	-4,1	26,1	-4,2	9,7	19,9	34,9
2006 gen.	-9,4	-5,8	3,8	-47,1	31,8	3,6	-32,2	21,8	-2,9	12,6	-23,9	5,7
feb.	0,4	-37,9	10,2	-42,6	31,3	31,0	-36,3	36,7	-3,3	-19,9	-30,3	-19,2
mar.	-1,9	-5,3	5,4	-34,7	52,9	39,2	-10,0	7,7	-2,3	-47,6	3,5	-20,6
apr.	-7,3	-82,0	92,5	-17,0	-13,5	20,4	-17,8	30,6	-5,6	-17,8	-17,5	-7,3
mag.	-10,7	-11,0	9,7	-1,6	-10,6	63,3	-27,2	18,5	2,0	-21,2	11,0	11,2
giu.	11,4	-10,7	-4,3	-0,7	53,1	16,6	-2,0	9,8	1,9	-5,5	69,6	62,9
lug.	3,2	-11,8	3,8	-14,1	27,3	-1,0	-11,6	8,8	1,8	-15,4	-9,2	4,4
ago.	-2,8	-0,9	-1,0	-10,7	1,1	3,3	-7,4	1,3	-3,9	6,8	-14,1	-11,4
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2006 ago.	-25,6	-223,0	157,0	-274,5	233,0	217,2	-206,7	205,0	-22,3	-108,9	-48,9	-10,5

F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.

2) Esclusi i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni.

7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero
(miliardi di euro)

1. Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
dal 3° trim. 2005 al 2° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	2.179,5	793,1	45,1	69,6	418,6	201,4	58,4	28,8	53,9	142,8	373,2	787,7
Beni	1.307,9	454,0	30,6	46,5	216,2	160,7	0,1	17,1	34,0	72,6	195,5	534,8
Servizi	417,9	147,0	8,2	11,2	101,3	21,2	5,1	6,1	12,0	40,4	78,4	133,9
Redditi	369,3	131,9	5,9	11,3	91,5	17,3	5,8	5,1	7,1	23,7	92,7	108,9
<i>di cui:</i> redditi da capitale	353,3	126,6	5,8	11,2	89,8	17,2	2,6	5,1	7,0	17,6	91,2	105,8
Trasferimenti correnti	84,4	60,2	0,5	0,6	9,6	2,2	47,3	0,4	0,8	6,1	6,7	10,2
Conto capitale	23,3	19,8	0,0	0,0	0,8	0,3	18,7	0,0	0,0	0,4	0,5	2,4
Debiti												
Conto corrente	2.214,2	706,3	37,7	66,4	349,6	161,4	91,1	21,0	82,3	135,4	335,7	933,5
Beni	1.283,5	365,0	26,2	43,2	166,8	128,9	0,0	10,1	52,2	65,1	124,9	666,3
Servizi	380,6	120,0	6,8	9,1	79,3	24,7	0,2	5,5	7,6	30,8	85,4	131,3
Redditi	397,7	125,5	4,3	13,4	95,5	6,5	5,8	4,2	22,2	34,4	117,7	93,7
<i>di cui:</i> redditi da capitale	387,4	120,5	4,2	13,3	94,4	2,6	5,8	4,1	22,1	33,8	116,8	90,2
Trasferimenti correnti	152,4	95,8	0,4	0,7	8,1	1,4	85,1	1,2	0,3	5,2	7,7	42,2
Conto capitale	12,7	1,4	0,0	0,1	0,8	0,2	0,2	0,1	0,0	0,3	1,1	9,8
Saldo												
Conto corrente	-34,7	86,8	7,4	3,2	69,0	40,0	-32,7	7,8	-28,4	7,3	37,6	-145,8
Beni	24,4	89,0	4,4	3,3	49,4	31,8	0,1	7,0	-18,2	7,5	70,6	-131,5
Servizi	37,3	27,0	1,4	2,1	22,0	-3,5	5,0	0,6	4,5	9,6	-7,0	2,6
Redditi	-28,3	6,4	1,6	-2,1	-4,0	10,8	0,0	0,9	-15,1	-10,7	-25,0	15,1
<i>di cui:</i> redditi da capitale	-34,1	6,1	1,6	-2,2	-4,6	14,5	-3,2	1,0	-15,1	-16,2	-25,6	15,7
Trasferimenti correnti	-68,0	-35,6	0,0	-0,1	1,5	0,8	-37,8	-0,7	0,5	0,9	-1,0	-32,0
Conto capitale	10,5	18,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	18,5	-0,1	0,0	0,1	-0,6	-7,3

2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 3° trim. 2005 al 2° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-161,5	-130,7	1,7	13,6	-122,7	-23,2	0,0	-0,6	11,0	7,5	-14,3	9,7	-44,1
All'estero	-324,7	-236,7	0,6	4,1	-218,0	-23,4	0,0	-6,4	8,0	0,0	-24,0	-15,4	-50,3
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-255,3	-213,6	-0,7	0,3	-191,0	-22,1	0,0	-1,8	8,5	-0,6	3,2	-6,6	-44,4
Debito	-69,4	-23,1	1,4	3,9	-27,0	-1,3	0,0	-4,6	-0,5	0,7	-27,2	-8,8	-5,9
Nell'area dell'euro	163,2	106,0	1,1	9,5	95,3	0,2	0,0	5,8	3,0	7,5	9,6	25,1	6,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	124,9	82,7	0,3	9,3	71,8	1,1	0,0	4,7	2,7	5,1	-10,3	36,2	3,8
Debito	38,3	23,4	0,7	0,1	23,5	-1,0	0,0	1,1	0,3	2,3	19,9	-11,0	2,4

Fonte: BCE.

7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero

(miliardi di euro)

3. Bilancia dei pagamenti: investimenti di portafoglio, attività distinte per strumento

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 3° trim. 2005 al 2° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti di portafoglio: attività	-462,3	-135,5	-0,6	-11,9	-105,6	-12,8	-4,5	-9,8	-31,0	1,5	-107,6	-80,9	-98,9
Azioni e altre partecipazioni	-168,6	-14,4	0,8	-5,5	-9,0	-0,7	0,0	-4,5	-23,1	4,8	-49,5	-23,9	-58,0
Strumenti di debito	-293,7	-121,0	-1,4	-6,4	-96,6	-12,2	-4,5	-5,4	-7,9	-3,3	-58,2	-56,9	-41,0
Obbligazioni e notes	-274,5	-105,9	-0,9	-3,7	-82,5	-13,7	-5,0	-4,1	-6,8	-1,2	-63,6	-51,1	-41,9
Strumenti di mercato monetario	-19,1	-15,2	-0,5	-2,6	-14,1	1,6	0,5	-1,2	-1,1	-2,1	5,5	-5,9	0,9

4. Bilancia dei pagamenti: altri investimenti distinti per settore

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
dal 3° trim. 2005 al 2° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Altri investimenti	130,7	14,8	-8,8	12,9	12,6	-13,7	11,7	-2,1	34,2	-20,3	44,2	47,8	10,1	2,0
Attività	-552,1	-368,8	-25,4	4,1	-320,2	-26,9	-0,3	-3,4	17,6	-42,8	8,0	-67,1	-2,4	-93,3
Amministrazioni pubbliche	1,8	-5,5	1,4	-0,8	-5,5	0,1	-0,7	0,1	0,0	0,0	0,6	0,0	-1,3	8,0
IFM	-358,5	-202,6	-26,0	5,2	-158,3	-23,7	0,2	-3,3	16,9	-37,2	-6,5	-46,6	-0,7	-78,4
Altri settori	-195,5	-160,6	-0,7	-0,4	-156,4	-3,3	0,2	-0,2	0,7	-5,6	13,9	-20,5	-0,4	-22,8
Passività	682,9	383,5	16,6	8,8	332,8	13,2	12,1	1,3	16,6	22,5	36,2	115,0	12,5	95,3
Amministrazioni pubbliche	-4,1	-2,9	0,0	0,0	-2,6	0,0	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,8	0,0	1,0	-1,2
IFM	478,4	219,6	16,0	7,6	183,5	11,2	1,3	1,7	14,3	17,7	17,0	109,8	11,3	87,1
Altri settori	208,6	166,8	0,6	1,3	151,9	2,1	11,0	-0,4	2,2	5,2	20,0	5,2	0,2	9,3

5. Posizione patrimoniale sull'estero

(consistenze di fine periodo)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Investimenti diretti	33,1	-273,1	-10,4	-11,8	-361,5	110,8	-0,2	22,7	-4,0	35,3	-63,5	-30,9	0,0	346,7
All'estero	2.265,1	759,8	26,1	71,1	537,6	125,1	0,0	66,8	55,9	220,3	486,6	272,2	0,0	403,5
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.825,7	608,4	22,9	43,8	432,7	108,9	0,0	58,3	50,5	171,0	377,2	255,7	0,0	304,8
Debito	439,3	151,4	3,1	27,2	104,9	16,2	0,0	8,5	5,4	49,4	109,4	16,5	0,0	98,7
Nell'area dell'euro	2.231,9	1.032,9	36,5	82,8	899,1	14,3	0,2	44,1	59,8	185,1	550,2	303,0	0,1	56,8
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.642,1	814,3	23,0	67,4	719,4	4,4	0,1	40,4	48,8	129,6	387,7	177,0	0,0	44,2
Debito	589,9	218,6	13,4	15,4	179,8	9,9	0,1	3,7	11,1	55,4	162,4	126,1	0,0	12,6
Investimenti di portafoglio: attività	2.984,0	941,1	45,1	100,8	680,8	56,8	57,6	63,4	174,3	91,9	1.050,2	310,3	28,4	324,4
Azioni e altre partecipazioni	1.238,7	315,3	6,6	32,9	261,4	14,4	0,0	12,6	109,5	82,3	483,3	106,8	0,9	128,0
Strumenti di debito	1.745,3	625,8	38,5	67,9	419,4	42,4	57,6	50,8	64,8	9,7	566,9	203,5	27,5	196,3
Obbligazioni e notes	1.458,6	513,8	34,4	58,7	322,5	41,1	57,1	48,7	39,9	8,5	463,5	185,9	27,1	171,2
Strumenti di mercato monetario	286,7	112,1	4,1	9,2	96,9	1,3	0,5	2,1	25,0	1,2	103,4	17,6	0,3	25,1
Altri investimenti	-195,9	34,7	26,1	30,2	90,7	20,8	-133,0	3,6	20,0	-68,9	-42,6	-232,8	-13,4	103,4
Attività	2.940,3	1.472,4	53,8	67,1	1.261,0	85,5	5,0	14,5	85,0	174,1	415,3	258,2	39,8	481,0
Amministrazioni pubbliche	98,6	10,4	1,1	0,0	4,1	2,2	3,1	0,0	0,2	0,1	2,8	1,2	34,3	49,6
IFM	2.004,7	1.136,1	45,0	54,2	971,8	64,0	1,1	7,4	67,1	106,8	244,4	171,5	4,8	266,7
Altri settori	837,0	325,9	7,8	12,9	285,2	19,3	0,8	7,1	17,7	67,2	168,1	85,6	0,7	164,6
Passività	3.136,2	1.437,6	27,7	36,9	1.170,3	64,8	138,0	10,9	65,0	243,0	457,9	491,1	53,2	377,5
Amministrazioni pubbliche	43,6	24,0	0,0	0,2	5,3	0,0	18,5	0,0	0,9	0,1	4,1	0,3	2,9	11,3
IFM	2.539,5	1.143,3	23,9	20,5	955,2	52,2	91,6	6,9	44,5	207,0	355,4	449,5	48,7	284,2
Altri settori	553,2	270,2	3,8	16,2	209,8	12,5	27,9	4,0	19,6	35,9	98,4	41,3	1,6	82,1

Fonte: BCE.

7.4 Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze di fine periodo)

1. Riepilogo della posizione patrimoniale sull'estero

	Totale	Totale in percentuale del PIL	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7
Posizione patrimoniale netta verso l'estero							
2002	-703,6	-9,7	184,5	-937,6	-12,0	-304,6	366,1
2003	-809,3	-10,9	43,1	-914,0	-8,3	-236,8	306,6
2004	-946,2	-12,2	33,1	-1.049,4	-14,8	-195,9	280,8
2005 4° trim.	-1.061,1	-13,3	259,1	-1.306,9	-16,8	-316,6	320,1
2006 1° trim.	-960,3	-11,6	327,7	-1.217,9	-6,7	-390,6	327,2
2° trim.	-955,0	-11,5	340,7	-1.280,3	-2,0	-337,2	323,8
Attività							
2002	7.429,3	102,5	2.008,7	2.292,7	136,0	2.625,9	366,1
2003	7.934,3	106,4	2.152,0	2.634,6	158,0	2.683,1	306,6
2004	8.632,6	111,4	2.265,1	2.984,0	162,3	2.940,3	280,8
2005 4° trim.	10.511,3	131,4	2.564,9	3.758,2	232,0	3.636,1	320,1
2006 1° trim.	11.277,9	135,9	2.747,5	4.082,3	269,7	3.851,3	327,2
2° trim.	11.297,5	136,1	2.837,0	3.963,5	268,3	3.904,9	323,8
Passività							
2002	8.132,9	112,2	1.824,3	3.230,2	147,9	2.930,5	-
2003	8.743,6	117,3	2.108,9	3.548,6	166,3	2.919,8	-
2004	9.578,8	123,6	2.231,9	4.033,4	177,2	3.136,2	-
2005 4° trim.	11.572,4	144,7	2.305,8	5.065,1	248,8	3.952,7	-
2006 1° trim.	12.238,3	147,4	2.419,8	5.300,2	276,4	4.241,9	-
2° trim.	12.252,5	147,6	2.496,3	5.243,8	270,3	4.242,1	-

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti					
	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	1.547,4	133,3	1.414,1	461,4	1,6	459,7	1.293,1	42,1	1.251,0	531,2	2,9	528,3
2003	1.702,8	125,9	1.577,0	449,2	1,4	447,8	1.526,9	46,6	1.480,3	582,0	2,9	579,1
2004	1.825,7	139,9	1.685,9	439,3	1,2	438,1	1.642,1	46,1	1.596,0	589,9	3,4	586,5
2005 4° trim.	2.038,6	156,7	1.881,9	526,2	4,8	521,4	1.683,4	49,9	1.633,5	622,4	4,7	617,7
2006 1° trim.	2.219,1	163,4	2.055,7	528,4	6,8	521,6	1.814,7	44,3	1.770,4	605,1	10,0	595,1
2° trim.	2.288,0	165,6	2.122,4	549,0	7,3	541,7	1.883,6	44,4	1.839,2	612,6	10,1	602,6

3. Investimenti di portafoglio: attività distinte per strumento e per settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
	Attività				Passività	Obbligazioni e notes				Strumenti di mercato monetario					
	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Passività	Attività				Passività
			Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori	Eurosistema			IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Altri settori				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,3	6,4	402,9	8,0	784,6	1.654,4	1,2	189,4	1,3	47,1	211,5
2003	1,7	53,6	11,5	1.008,2	1.555,0	8,3	459,2	8,0	842,5	1.744,1	1,1	191,5	0,6	48,4	249,5
2004	2,1	74,1	15,8	1.146,7	1.782,6	6,2	538,4	9,7	904,3	2.011,2	1,0	231,6	0,5	53,7	239,6
2005 4° trim.	2,9	105,4	23,3	1.521,3	2.438,0	6,7	698,4	9,9	1.076,8	2.319,2	0,8	251,7	0,3	60,7	307,9
2006 1° trim.	2,9	121,5	28,7	1.722,1	2.671,4	6,7	733,4	11,0	1.145,7	2.309,8	0,2	247,7	4,1	58,4	319,0
2° trim.	2,8	104,9	29,7	1.611,5	2.561,9	5,8	732,5	10,7	1.144,3	2.369,8	3,3	253,6	7,3	57,0	312,0

Fonte: BCE.

7.4 Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

4. Altri investimenti distinti per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,3	59,4	54,7	4,7	54,5	0,1	42,2	13,8
2003	4,4	0,6	65,3	0,2	1,4	54,2	50,1	4,1	39,1	0,0	40,2	3,8
2004	4,5	0,1	73,0	0,2	1,4	57,6	51,0	6,7	39,6	0,0	40,1	3,5
2005 4° trim.	5,4	0,2	80,1	0,2	1,3	56,1	46,0	10,0	41,8	0,0	41,1	3,6
2006 1° trim.	8,2	0,2	86,5	0,3	0,1	50,2	42,1	8,1	43,3	0,0	40,8	2,7
2° trim.	7,9	0,2	88,5	0,3	0,1	60,6	40,4	20,2	42,6	0,0	41,1	2,8

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	1.686,3	60,8	2.251,1	48,5	174,5	492,6	204,4	288,1	92,7	104,4	365,2	47,8
2003	1.739,6	38,4	2.242,9	30,9	170,3	538,4	208,7	329,8	96,7	106,6	383,5	46,3
2004	1.955,8	44,3	2.424,3	42,0	172,3	558,6	227,5	331,1	106,2	109,5	394,7	48,9
2005 4° trim.	2.447,4	56,2	3.039,5	54,0	176,9	723,1	363,9	359,2	127,8	124,6	544,9	64,7
2006 1° trim.	2.575,2	55,5	3.236,0	54,7	189,2	789,0	420,2	368,9	140,4	130,2	607,3	83,3
2° trim.	2.588,6	53,6	3.197,0	47,2	190,9	823,8	470,0	353,7	136,7	134,1	653,4	77,9

5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali													Per memoria:		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Totale	Valuta estera						Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nete predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di once				Banconote, monete e depositi	Titoli			Strumenti finanziari derivati					
								presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale		Azioni				Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,6	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,7	1,0	80,2	26,5	0,9	0,0	20,3	-16,3
2004	280,8	125,4	389,998	3,9	18,6	132,9	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,2	0,0	19,1	-12,8
2005 4° trim.	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,7	21,4	107,9	0,6	69,6	37,7	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006 1° trim.	327,2	179,7	373,695	4,3	6,9	136,3	6,5	26,0	103,7	0,5	71,2	31,9	0,1	0,0	27,7	-19,4
2° trim.	323,8	178,9	370,694	4,2	7,8	133,0	5,4	22,0	105,3	0,5	74,6	30,2	0,2	0,0	26,9	-19,0
2006 giu.	323,8	178,9	370,694	4,2	7,8	133,0	5,4	22,0	105,3	-	-	-	0,2	0,0	26,9	-19,0
lug.	330,1	183,3	369,890	4,2	7,6	135,0	4,4	25,6	104,9	-	-	-	0,1	0,0	26,3	-19,7
ago.	326,4	179,4	369,671	4,4	7,3	135,3	3,9	23,2	108,1	-	-	-	0,2	0,0	26,2	-19,7
set.	325,0	174,2	367,958	4,5	7,0	139,4	4,5	25,3	109,7	-	-	-	-0,1	0,0	26,8	-21,9
delle quali detenute dalla Banca centrale europea																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005 4° trim.	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 1° trim.	40,5	11,1	23,145	0,2	0,0	29,3	2,6	3,6	23,1	0,0	15,3	7,8	0,0	0,0	3,9	-0,5
2° trim.	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	0,0	18,6	6,5	0,0	0,0	3,5	0,0
2006 giu.	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	-	-	-	0,0	0,0	3,5	0,0
lug.	41,0	10,6	21,312	0,2	0,0	30,3	1,1	4,5	24,7	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-0,7
ago.	40,4	10,3	21,312	0,2	0,0	29,8	0,7	4,4	24,7	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4
set.	40,8	10,1	21,312	0,2	0,0	30,5	1,4	3,8	25,3	-	-	-	0,0	0,0	2,9	-0,7

Fonte: BCE.

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

1. Esportazioni e importazioni in valore, in volume e valori unitari, per categoria merceologica

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2002	2,0	-3,0	1.083,5	512,9	227,8	309,6	949,2	984,6	559,4	163,5	234,2	717,7	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,1	501,3	222,8	300,4	924,0	991,2	553,2	164,4	241,0	716,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,9	547,6	247,4	313,6	999,4	1.074,9	605,4	184,1	256,3	770,2	129,5
2005	7,4	12,7	1.237,7	588,2	267,3	330,6	1.068,7	1.217,2	697,7	202,9	273,6	842,8	184,4
2005 1° trim.	3,3	8,9	291,4	138,6	62,5	78,2	255,4	278,6	159,6	44,2	64,6	198,5	37,1
2° trim.	6,2	11,2	302,8	144,5	64,7	81,6	258,9	293,6	167,2	50,4	66,5	201,6	41,6
3° trim.	10,0	15,1	319,5	150,3	70,6	85,0	275,1	317,9	183,7	53,2	70,4	217,9	52,7
4° trim.	9,8	15,1	324,0	154,7	69,4	85,9	279,3	327,1	187,1	55,2	72,1	224,8	53,0
2006 1° trim.	16,5	23,0	332,8	159,3	71,2	89,0	285,2	336,4	197,0	52,4	73,8	224,6	55,8
2° trim.	9,6	14,6	338,5	161,2	71,3	89,4	290,5	343,5	203,1	51,6	74,0	232,5	56,0
2006 mar.	18,8	22,5	112,2	54,2	23,7	29,9	95,1	112,1	66,3	17,2	24,7	74,4	19,8
apr.	5,6	9,5	112,5	53,4	23,5	29,2	96,0	113,9	66,1	17,0	24,3	76,9	17,7
mag.	14,3	20,1	112,5	53,7	23,9	30,1	96,9	114,8	68,4	17,4	25,0	77,3	19,5
giu.	8,8	14,1	113,5	54,1	23,9	30,0	97,5	114,8	68,6	17,2	24,6	78,3	18,7
lug.	7,3	13,7	111,1	53,4	22,5	29,3	95,1	117,4	68,9	16,4	24,6	78,4	18,8
ago.	7,4	10,3	114,7	54,9	23,4	30,6	98,4	120,2	73,2	17,4	25,2	80,2	
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,2	108,4	98,2	98,9	89,8	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,1	105,9	108,0	115,0	109,3	102,0	100,4	95,4	110,5	100,1	104,9
2004	9,1	6,7	118,2	115,4	121,5	120,0	118,7	108,0	104,4	108,1	118,6	107,6	105,7
2005	4,4	4,5	124,1	119,1	129,6	123,9	124,3	113,4	106,9	120,0	123,4	115,4	109,6
2005 1° trim.	1,0	2,5	118,7	114,4	122,6	119,0	120,2	109,3	105,5	106,1	119,3	110,3	107,9
2° trim.	4,2	5,3	122,4	118,3	125,9	123,3	121,2	112,0	105,8	120,4	121,7	111,4	106,3
3° trim.	6,7	5,4	127,3	121,0	136,5	126,4	127,4	115,6	108,3	124,4	125,9	118,6	113,3
4° trim.	5,6	4,9	127,8	122,8	133,5	126,8	128,6	116,8	108,0	129,1	126,8	121,2	110,8
2006 1° trim.	11,4	8,6	129,5	124,9	135,7	130,0	130,1	116,4	109,6	120,0	128,0	118,8	108,6
2° trim.	5,3	3,7	131,5	126,3	136,3	129,9	132,6	118,5	111,0	121,0	130,0	123,5	104,0
2006 mar.	13,7	10,0	130,7	127,2	135,6	130,5	129,8	116,6	110,3	118,1	128,9	117,9	116,1
apr.	1,6	-1,6	131,2	125,8	135,2	127,6	131,6	117,5	108,4	118,2	127,1	121,9	100,3
mag.	9,1	7,3	131,1	125,9	136,0	131,4	132,6	119,0	112,3	122,4	131,5	122,8	109,1
giu.	5,3	5,3	132,3	127,1	137,6	130,6	133,6	119,1	112,2	122,3	131,4	125,8	102,6
lug.	4,2	5,9	129,6	125,2	129,6	127,7	130,2	120,6	111,1	117,6	128,1	124,2	101,7
ago.													
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,7	99,6	101,9	100,0	84,5
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	-0,2	2,4	96,7	96,3	94,2	99,5	96,2	97,1	98,1	93,0	97,8	96,1	99,5
2005	2,8	7,7	99,4	100,2	95,3	101,7	98,2	104,6	110,4	92,4	100,3	98,1	136,8
2005 1° trim.	2,3	6,2	97,9	98,3	94,4	100,1	97,1	99,5	102,5	91,1	98,1	96,7	112,1
2° trim.	2,0	5,5	98,7	99,2	95,1	100,9	97,6	102,3	107,1	91,5	99,0	97,2	127,8
3° trim.	3,0	9,2	100,0	100,9	95,8	102,5	98,7	107,3	114,9	93,5	101,2	98,7	151,5
4° trim.	4,0	9,8	101,1	102,2	96,2	103,3	99,3	109,3	117,3	93,5	102,9	99,6	155,9
2006 1° trim.	4,6	13,3	102,4	103,6	97,1	104,4	100,2	112,8	121,7	95,5	104,4	101,6	167,5
2° trim.	4,0	10,5	102,6	103,7	96,8	104,9	100,1	113,1	123,9	93,2	103,1	101,1	175,3
2006 mar.	4,5	11,4	102,7	103,8	97,0	104,7	100,4	112,6	122,0	95,5	104,1	101,7	166,8
apr.	4,0	11,2	102,5	103,5	96,5	104,8	100,0	113,5	123,8	94,3	104,0	101,6	172,4
mag.	4,8	11,9	102,7	103,8	97,4	104,6	100,2	113,0	123,7	93,1	103,4	101,4	175,2
giu.	3,3	8,4	102,6	103,7	96,5	105,2	100,1	112,8	124,2	92,1	101,8	100,3	178,4
lug.	3,0	7,4	102,6	103,9	96,6	104,9	100,1	113,9	126,0	91,6	104,3	101,7	180,3
ago.													

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (indici di volume e destagionalizzazione degli indici di valore unitario).

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

2. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone	Altri paesi asiatici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2002	1.083,5	25,3	37,1	205,7	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,4	59,5	43,4	100,3
2003	1.060,1	24,9	38,7	194,8	117,6	29,3	63,4	24,9	166,3	35,2	31,2	135,5	59,5	37,8	101,0
2004	1.146,9	25,6	41,8	203,9	128,0	35,3	66,1	31,8	173,7	40,3	33,2	149,8	63,8	40,6	112,9
2005	1.237,7	28,6	44,9	202,9	142,3	43,1	70,2	34,6	184,8	43,6	34,1	165,8	72,9	46,7	123,1
2005 1° trim.	291,4	6,7	11,0	49,9	33,3	9,9	17,4	7,9	43,5	10,2	8,5	38,9	17,1	11,0	26,1
2° trim.	302,8	7,0	11,1	49,7	33,8	10,5	16,9	8,2	45,2	10,1	8,5	40,5	17,2	11,4	32,9
3° trim.	319,5	7,3	11,4	51,6	36,2	11,2	17,9	9,1	47,2	11,5	8,5	44,0	19,4	12,2	31,8
4° trim.	324,0	7,6	11,4	51,8	39,0	11,5	18,0	9,4	48,8	11,8	8,6	42,4	19,2	12,1	32,2
2006 1° trim.	332,8	7,6	11,6	52,7	40,9	12,1	18,0	9,7	50,3	12,5	8,8	43,9	19,0	13,5	32,3
2° trim.	338,5	7,8	12,2	53,8	42,9	12,8	18,2	9,8	49,2	12,7	8,3	44,8	19,1	13,4	33,5
2006 mar.	112,2	2,6	3,9	17,7	13,7	4,1	6,0	3,3	16,8	4,2	2,9	14,5	6,2	4,4	12,0
apr.	112,5	2,5	3,9	17,7	14,5	4,2	6,1	3,2	16,6	4,2	2,8	15,2	6,3	4,3	11,0
mag.	112,5	2,6	4,1	17,8	14,1	4,2	6,1	3,3	16,5	4,2	2,8	14,4	6,3	4,2	11,9
giu.	113,5	2,7	4,2	18,2	14,3	4,4	6,1	3,3	16,1	4,3	2,8	15,2	6,5	4,9	10,6
lug.	111,1	2,6	4,2	17,5	14,4	4,4	6,4	3,0	16,0	4,2	2,8	14,8	6,2	3,9	10,7
ago.	114,7	.	.	.	.	4,5	6,4	3,2	16,4	4,3	2,8	14,6	6,2	4,5	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2005	100,0	2,3	3,6	16,4	11,5	3,5	5,7	2,8	14,9	3,5	2,8	13,4	5,9	3,8	9,9
Importazioni (c.i.f.)															
2002	984,6	23,0	35,7	149,7	93,5	42,1	52,1	17,7	125,6	61,7	52,7	143,0	67,8	39,4	80,6
2003	991,2	23,7	36,9	138,9	102,0	47,4	50,6	19,3	110,3	74,5	52,2	141,8	68,9	39,8	84,7
2004	1.074,9	25,3	39,6	144,1	107,1	56,3	53,0	22,8	113,8	92,1	53,9	161,1	72,6	45,1	88,1
2005	1.217,2	25,4	41,9	151,4	116,7	75,4	58,1	24,8	120,4	117,6	52,9	188,8	95,0	53,1	95,6
2005 1° trim.	278,6	6,2	10,0	36,0	27,2	17,2	13,5	6,3	28,5	26,2	12,9	41,8	20,4	12,1	20,4
2° trim.	293,6	6,4	10,2	36,7	28,6	18,0	14,4	5,8	30,0	27,7	12,6	43,6	22,2	12,2	25,1
3° trim.	317,9	6,2	10,7	39,4	29,9	19,9	14,9	6,1	30,9	31,3	13,6	50,8	26,3	13,9	24,1
4° trim.	327,1	6,5	11,0	39,4	30,9	20,3	15,4	6,6	30,9	32,5	13,8	52,6	26,1	14,9	26,1
2006 1° trim.	336,4	6,7	11,3	40,7	32,3	23,6	15,1	6,7	31,7	33,4	13,9	51,1	26,9	15,6	27,2
2° trim.	343,5	6,7	11,5	43,3	34,2	24,8	15,4	7,5	31,5	34,4	13,7	53,0	27,2	15,7	24,5
2006 mar.	112,1	2,3	3,8	13,9	10,7	8,2	5,1	2,3	10,4	11,1	4,5	16,2	9,0	5,2	9,3
apr.	113,9	2,3	3,7	14,6	11,3	7,8	5,1	2,6	10,4	11,2	4,4	17,7	8,8	5,1	8,9
mag.	114,8	2,3	3,9	14,6	11,4	8,5	5,1	2,5	10,5	11,4	4,5	17,9	9,2	5,2	8,0
giu.	114,8	2,1	3,8	14,0	11,5	8,6	5,3	2,5	10,7	11,9	4,8	17,3	9,1	5,4	7,7
lug.	117,4	2,5	4,0	14,0	11,7	7,8	5,3	2,3	10,7	11,7	4,6	18,4	9,0	5,5	9,9
ago.	120,2	.	.	.	.	8,7	5,4	2,4	10,8	11,6	4,7	18,7	10,0	5,6	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2005	100,0	2,1	3,5	12,5	9,6	6,2	4,8	2,0	9,9	9,6	4,4	15,5	7,8	4,4	7,9
Saldo															
2002	98,9	2,3	1,4	56,0	18,6	-15,0	12,0	3,7	58,4	-31,8	-19,6	-2,6	-8,3	4,0	19,7
2003	69,0	1,2	1,7	56,0	15,6	-18,1	12,7	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-6,3	-9,4	-1,9	16,2
2004	71,9	0,3	2,2	59,9	20,9	-21,0	13,1	8,9	59,9	-51,8	-20,7	-11,3	-8,9	-4,5	24,8
2005	20,4	3,2	3,0	51,5	25,6	-32,3	12,0	9,8	64,4	-74,0	-18,9	-22,9	-22,2	-6,4	27,5
2005 1° trim.	12,8	0,5	1,1	13,9	6,0	-7,3	3,9	1,7	15,0	-16,0	-4,5	-2,9	-3,3	-1,2	5,8
2° trim.	9,2	0,6	0,8	13,0	5,1	-7,5	2,5	2,4	15,2	-17,7	-4,1	-3,2	-5,0	-0,8	7,9
3° trim.	1,5	1,1	0,7	12,2	6,4	-8,7	3,0	2,9	16,3	-19,8	-5,1	-6,7	-6,9	-1,7	7,7
4° trim.	-3,1	1,1	0,4	12,4	8,1	-8,8	2,6	2,8	17,8	-20,6	-5,3	-10,2	-6,9	-2,8	6,2
2006 1° trim.	-3,5	0,8	0,3	12,0	8,5	-11,5	2,9	3,0	18,5	-20,9	-5,1	-7,2	-7,9	-2,2	5,1
2° trim.	-5,0	1,1	0,7	10,5	8,7	-12,0	2,8	2,3	17,7	-21,7	-5,4	-8,2	-8,1	-2,3	9,0
2006 mar.	0,0	0,2	0,2	3,8	3,0	-4,2	0,8	0,9	6,4	-6,9	-1,7	-1,7	-2,7	-0,8	2,6
apr.	-1,4	0,2	0,2	3,1	3,2	-3,6	1,0	0,7	6,2	-7,0	-1,6	-2,5	-2,5	-0,8	2,1
mag.	-2,3	0,3	0,2	3,2	2,7	-4,2	1,0	0,8	6,0	-7,2	-1,7	-3,5	-2,9	-1,0	4,0
giu.	-1,3	0,5	0,3	4,2	2,7	-4,2	0,8	0,8	5,5	-7,5	-2,1	-2,2	-2,6	-0,5	2,9
lug.	-6,2	0,1	0,2	3,6	2,7	-3,3	1,1	0,7	5,3	-7,5	-1,9	-3,6	-2,8	-1,6	0,8
ago.	-5,5	.	.	.	.	-4,1	1,0	0,7	5,6	-7,3	-1,9	-4,1	-3,8	-1,1	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (saldo e colonne 5, e 12 e 15).

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

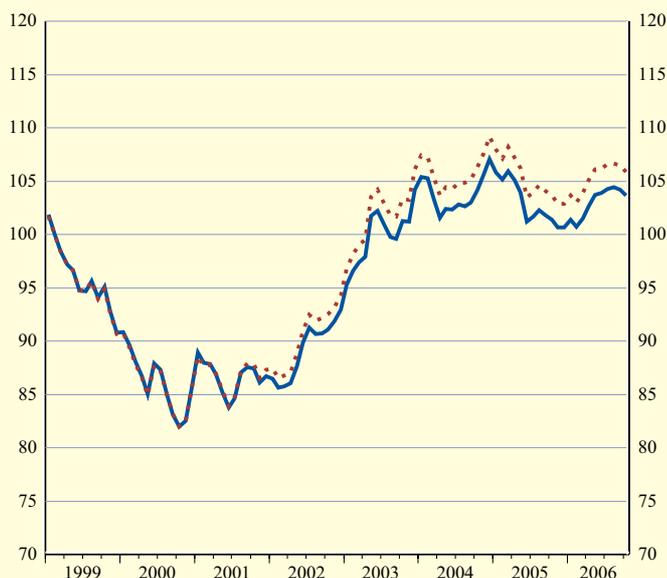
(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-23						TCE-42		
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2003	99,9	101,7	102,1	100,8	96,2	99,2	106,6	101,6	
2004	103,8	105,9	105,2	104,4	100,3	103,6	111,0	105,4	
2005	102,9	105,2	103,6	103,2	98,3	101,5	109,5	103,5	
2005 3° trim.	101,9	104,2	102,4	101,3	97,0	100,2	108,3	102,5	
4° trim.	100,9	103,1	101,1	103,0	95,7	99,0	107,2	101,1	
2006 1° trim.	101,2	103,5	102,0	103,0	95,0	98,8	107,2	101,1	
2° trim.	103,5	105,8	104,3	105,1	96,7	100,4	109,9	103,5	
3° trim.	104,3	106,6	105,1	.	.	.	111,0	104,4	
2005 ott.	101,4	103,6	101,4	-	-	-	107,8	101,8	
nov.	100,7	102,9	100,9	-	-	-	106,9	100,8	
dic.	100,7	102,9	101,0	-	-	-	106,9	100,8	
2006 gen.	101,4	103,7	101,9	-	-	-	107,5	101,4	
feb.	100,7	103,0	101,7	-	-	-	106,6	100,5	
mar.	101,5	103,9	102,5	-	-	-	107,4	101,3	
apr.	102,7	105,1	103,6	-	-	-	108,6	102,4	
mag.	103,8	106,1	104,7	-	-	-	110,3	103,8	
giu.	103,9	106,2	104,7	-	-	-	110,9	104,2	
lug.	104,3	106,6	105,2	-	-	-	111,0	104,5	
ago.	104,4	106,7	105,3	-	-	-	111,1	104,4	
set.	104,2	106,5	104,7	-	-	-	110,9	104,1	
ott.	103,7	105,9	103,9	-	-	-	110,2	103,5	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2006 ott.	-0,5	-0,5	-0,8	-	-	-	-0,6	-0,6	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2006 ott.	2,2	2,2	2,5	-	-	-	2,3	1,7	

F35 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

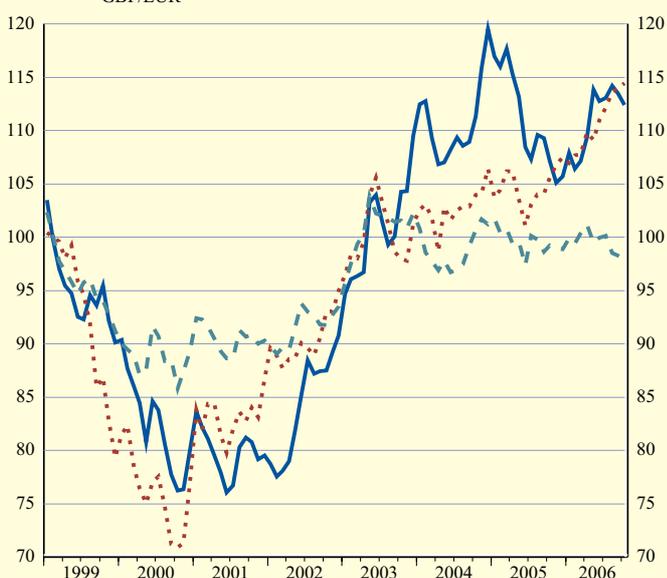
— TCE-23 nominale
 - - - TCE-23 reale IPC



F36 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

— USD/EUR
 - - - JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006 1° trim.	7,4621	9,3525	0,68625	1,2023	140,51	1,5590	1.173,72	9,3273	1,9567	1,3894	8,0227	1,6274
2° trim.	7,4581	9,2979	0,68778	1,2582	143,81	1,5631	1.194,34	9,7618	1,9989	1,4108	7,8314	1,6838
3° trim.	7,4604	9,2304	0,67977	1,2743	148,09	1,5768	1.217,10	9,9109	2,0125	1,4283	8,0604	1,6831
2006 apr.	7,4618	9,3346	0,69463	1,2271	143,59	1,5748	1.168,67	9,5182	1,9643	1,4052	7,8413	1,6662
mag.	7,4565	9,3310	0,68330	1,2770	142,70	1,5564	1.202,04	9,9019	2,0133	1,4173	7,7988	1,6715
giu.	7,4566	9,2349	0,68666	1,2650	145,11	1,5601	1.207,64	9,8210	2,0129	1,4089	7,8559	1,7104
lug.	7,4602	9,2170	0,68782	1,2684	146,70	1,5687	1.205,89	9,8600	2,0083	1,4303	7,9386	1,6869
ago.	7,4609	9,2098	0,67669	1,2811	148,53	1,5775	1.231,42	9,9627	2,0185	1,4338	7,9920	1,6788
set.	7,4601	9,2665	0,67511	1,2727	148,99	1,5841	1.212,64	9,9051	2,0101	1,4203	8,2572	1,6839
ott.	7,4555	9,2533	0,67254	1,2611	149,65	1,5898	1.202,31	9,8189	1,9905	1,4235	8,3960	1,6733
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2006 ott.	-0,1	-0,1	-0,4	-0,9	0,4	0,4	-0,9	-0,9	-1,0	0,2	1,7	-0,6
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2006 ott.	-0,1	-1,8	-1,3	5,0	8,4	2,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6	7,2	5,0
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno ¹⁾
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37,551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40,510
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	239,57	38,599	1,9558	3,6209
2006 1° trim.	28,599	15,6466	0,57449	0,6961	3,4528	254,56	0,4293	3,8346	239,51	37,456	1,9558	3,5638
2° trim.	28,378	15,6466	0,57538	0,6960	3,4528	266,83	0,4293	3,9482	239,63	37,690	1,9558	3,5172
3° trim.	28,337	15,6466	0,57579	0,6960	3,4528	275,41	0,4293	3,9537	239,62	37,842	1,9558	3,5415
2006 apr.	28,501	15,6466	0,57613	0,6960	3,4528	265,47	0,4293	3,9177	239,60	37,374	1,9558	3,4892
mag.	28,271	15,6466	0,57510	0,6960	3,4528	262,37	0,4293	3,8954	239,63	37,578	1,9558	3,5072
giu.	28,386	15,6466	0,57504	0,6960	3,4528	272,39	0,4293	4,0261	239,65	38,062	1,9558	3,5501
lug.	28,448	15,6466	0,57500	0,6960	3,4528	277,49	0,4293	3,9962	239,65	38,377	1,9558	3,5715
ago.	28,194	15,6466	0,57585	0,6960	3,4528	274,41	0,4293	3,9046	239,62	37,669	1,9558	3,5271
set.	28,383	15,6466	0,57650	0,6961	3,4528	274,42	0,4293	3,9649	239,59	37,497	1,9558	3,5274
ott.	28,290	15,6466	0,57672	0,6961	3,4528	267,10	0,4293	3,9014	239,60	36,804	1,9558	3,5191
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2006 ott.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,7	0,0	-1,6	0,0	-1,8	0,0	-0,2
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2006 ott.	-4,7	0,0	0,6	-0,1	0,0	6,1	0,0	-0,5	0,0	-5,4	0,0	-
	Yuan renminbi cinese ²⁾	Kuna croata ³⁾	Corona islandese	Rupia indonesiana ³⁾	Ringgit malese ³⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino ³⁾	Rublo russo ³⁾	Rand sud africano	Bath thailandese ³⁾	Nuova lira turca ³⁾	
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	
2003	9,3626	7,5688	86,65	9.685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1.694.851	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777.052	
2005	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2006 1° trim.	9,6793	7,3426	78,43	11.178,36	4,4814	1,8128	62,292	33,8349	7,4067	47,273	1,6026	
2° trim.	10,0815	7,2786	92,72	11.479,67	4,5853	2,0172	65,819	34,1890	8,1745	47,981	1,8473	
3° trim.	10,1506	7,3109	91,21	11.626,90	4,6786	2,0079	65,356	34,1602	9,1094	48,015	1,9118	
2006 apr.	9,8361	7,3111	91,94	10.956,51	4,4918	1,9733	63,077	33,7987	7,4656	46,619	1,6381	
mag.	10,2353	7,2731	91,69	11.536,41	4,6107	2,0240	66,622	34,5386	8,0859	48,534	1,8400	
giu.	10,1285	7,2575	94,38	11.850,97	4,6364	2,0462	67,259	34,1587	8,8431	48,541	2,0258	
lug.	10,1347	7,2509	94,33	11.582,39	4,6527	2,0551	66,291	34,1393	8,9892	48,197	1,9712	
ago.	10,2141	7,2893	90,08	11.649,96	4,7078	2,0220	65,712	34,2755	8,9034	48,192	1,8802	
set.	10,0971	7,3945	89,31	11.646,15	4,6724	1,9453	64,029	34,0549	9,4553	47,640	1,8870	
ott.	9,9651	7,3913	86,29	11.569,46	4,6390	1,9066	63,022	33,8849	9,6481	47,068	1,8654	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2006 ott.	-1,3	0,0	-3,4	-0,7	-0,7	-2,0	-1,6	-0,5	2,0	-1,2	-1,1	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2006 ott.	2,5	0,1	17,7	-4,5	2,3	10,8	-5,6	-1,3	21,9	-4,2	14,2	

Fonte: BCE.

1) I dati precedenti a luglio 2005 si riferiscono al leu romeno; un nuovo leu romeno equivale a diecimila lei romeni.

2) Per queste valute la BCE pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° aprile 2005; i dati precedenti vanno intesi come indicativi.

3) I dati precedenti al gennaio 2005 si riferiscono alla lira turca; una nuova lira turca equivale a un milione di lire turche.

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

9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Slovenia	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IACP													
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,2	6,8	2,7	3,6	3,7	7,5	1,0	1,3
2005	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	2,5	2,8	0,8	2,1
2006 1° trim.	2,4	2,0	4,4	2,3	7,0	3,3	2,4	2,5	0,9	2,3	4,2	1,2	2,0
2° trim.	2,5	2,0	4,5	2,6	6,5	3,6	2,7	3,4	1,4	3,1	4,6	1,9	2,2
3° trim.	2,4	1,8	4,4	2,6	6,6	4,0	4,6	3,2	1,5	2,5	4,8	1,5	2,4
2006 mag.	2,8	2,1	4,6	2,5	7,1	3,6	2,9	3,5	1,5	3,4	4,8	1,9	2,2
giu.	2,3	2,1	4,4	2,6	6,3	3,7	2,9	3,3	1,5	3,0	4,5	1,9	2,5
lug.	2,4	2,0	4,5	2,8	6,9	4,4	3,2	3,6	1,4	1,9	5,0	1,8	2,4
ago.	2,6	1,9	5,0	2,7	6,8	4,3	4,7	3,0	1,7	3,1	5,0	1,6	2,5
set.	2,2	1,5	3,8	2,2	5,9	3,3	5,9	3,1	1,4	2,5	4,5	1,2	2,4
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2003	-6,6	1,1	2,0	-6,3	-1,2	-1,3	-6,3	-10,0	-4,7	-2,8	-3,7	0,1	-3,3
2004	-2,9	2,7	2,3	-4,1	-0,9	-1,5	-5,3	-5,0	-3,9	-2,3	-3,0	1,8	-3,2
2005	-3,6	4,9	2,3	-2,3	0,1	-0,5	-6,5	-3,2	-2,5	-1,4	-3,1	3,0	-3,3
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2003	30,1	44,4	5,7	69,1	14,4	21,2	55,8	70,2	43,9	28,5	42,7	51,8	38,9
2004	30,7	42,6	5,2	70,3	14,5	19,4	56,3	74,9	41,9	28,7	41,6	50,5	40,4
2005	30,4	35,9	4,5	69,2	12,1	18,7	57,7	74,2	42,0	28,0	34,5	50,4	42,4
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo													
2006 apr.	3,85	3,98	-	4,07	3,60	3,92	7,00	4,19	5,03	3,73	4,27	3,84	4,37
mag.	3,93	4,02	-	4,07	3,60	4,13	6,85	4,24	5,27	3,73	4,50	3,89	4,49
giu.	4,05	4,03	-	4,03	4,14	4,34	7,26	4,27	5,55	3,87	4,66	3,93	4,50
lug.	4,04	4,06	-	4,21	4,32	4,28	7,55	4,31	5,56	3,86	5,42	3,96	4,49
ago.	3,85	3,93	-	4,28	4,36	4,28	7,49	4,34	5,62	3,92	5,13	3,84	4,49
set.	3,90	3,79	-	4,28	4,38	4,28	7,58	4,34	5,48	3,98	4,79	3,70	4,44
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2006 apr.	2,11	2,92	2,91	3,22	3,91	2,84	6,26	3,24	4,14	3,50	3,86	2,27	4,63
mag.	2,12	2,98	2,92	3,22	4,48	2,90	-	3,24	4,15	3,50	3,96	2,31	4,70
giu.	2,16	3,08	3,06	3,19	4,16	3,00	-	3,45	4,17	3,38	4,20	2,47	4,73
lug.	2,29	3,20	3,18	3,20	4,43	3,13	6,90	3,63	4,19	3,34	4,92	2,56	4,73
ago.	2,36	3,33	3,32	3,21	5,07	3,27	7,11	3,69	4,19	3,52	4,93	2,70	4,94
set.	2,49	3,45	3,40	3,39	4,84	3,38	7,88	3,65	4,21	3,55	4,95	2,83	5,03
PIL a prezzi costanti													
2004	4,2	1,9	8,1	3,9	8,6	7,3	5,2	0,0	5,3	4,2	5,4	3,7	3,1
2005	6,1	3,0	10,5	3,7	10,2	7,6	4,1	2,2	3,3	3,9	6,0	2,7	1,8
2006 1° trim.	7,1	3,5	11,6	3,4	13,1	8,1	4,3	-1,8	4,6	4,8	6,7	4,2	2,3
2° trim.	6,2	3,6	11,8	3,8	11,1	8,5	4,0	5,5	5,6	5,6	6,7	4,8	2,6
3° trim.	.	.	.	.	.	7,1	.	.	.	.	.	.	2,8
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2004	-6,5	2,4	-11,7	-4,2	-11,9	-6,4	-8,1	-6,6	-3,8	-3,1	-3,3	6,8	-1,5
2005	-1,9	3,5	-9,5	-5,2	-11,4	-5,9	-5,9	-7,1	-1,4	-2,4	-8,6	6,3	-2,1
2005 4° trim.	-2,4	2,6	-7,9	-23,8	-14,3	-6,0	-4,7	-15,9	-1,7	-6,5	-14,9	5,6	-2,1
2006 1° trim.	0,7	-0,8	-11,3	-12,2	-13,0	-9,6	-7,4	-12,4	-1,6	-2,0	-6,4	5,7	-2,8
2° trim.	-6,3	2,5	-9,7	-4,0	-16,5	-9,0	-6,4	-7,9	-1,5	0,7	-9,5	5,7	-3,0
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2004	1,8	1,0	4,4	0,8	6,6	3,0	5,6	1,1	-1,5	3,6	3,2	-0,6	2,1
2005	-0,6	1,2	2,7	1,5	5,8	3,7	.	-0,1	0,4	1,6	1,2	1,4	.
2005 4° trim.	-1,3	0,5	4,3	-	-	5,8	-	-1,8	-	-	1,2	2,6	.
2006 1° trim.	-0,2	1,4	3,7	-	-	3,6	-	-	-	-	3,3	-1,5	.
2° trim.	.	1,5	5,1	-	-	3,5	-	-	-	-	1,8	0,1	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2004	8,3	5,5	9,7	4,6	10,4	11,4	6,1	7,4	19,0	6,3	18,2	7,7	4,7
2005	7,9	4,8	7,9	5,3	8,8	8,2	7,2	7,3	17,7	6,5	16,3	7,8	4,8
2006 1° trim.	7,6	4,2	5,9	5,3	7,6	5,8	7,4	7,6	15,2	6,4	14,2	7,8	5,2
2° trim.	7,3	4,1	6,3	5,2	7,3	5,8	7,3	7,6	14,4	6,3	13,6	.	5,5
3° trim.	7,1	3,6	4,5	5,1	7,0	6,0	7,6	7,5	14,2	5,9	13,0	.	.
2006 mag.	7,3	4,1	6,2	5,3	7,2	5,7	7,2	7,5	14,4	6,3	13,6	.	5,5
giu.	7,1	4,0	6,1	5,2	7,1	5,7	7,2	7,6	14,2	6,2	13,5	.	5,5
lug.	7,2	3,7	4,7	5,2	7,3	5,7	7,5	7,5	14,4	6,1	13,2	.	5,6
ago.	7,1	3,7	4,6	5,1	7,0	6,0	7,6	7,5	14,2	5,9	13,0	.	.
set.	7,0	3,5	4,4	5,0	6,8	6,1	7,6	7,5	14,1	5,7	12,8	.	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

9.2 Stati Uniti e Giappone

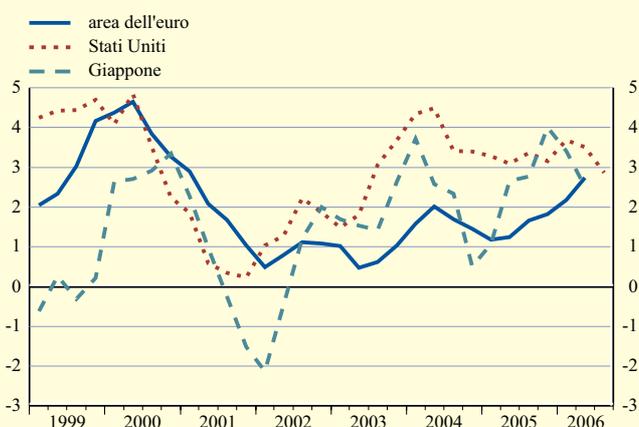
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	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											
2002	1,6	0,3	1,6	0,3	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,4
2003	2,3	0,8	2,5	0,7	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	0,1	3,9	5,0	5,5	5,0	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	0,5	3,2	3,9	5,1	6,0	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2005 3° trim.	3,8	0,3	3,4	3,1	5,0	5,9	3,77	4,21	1,2199	-4,3	48,7
4° trim.	3,7	-0,9	3,1	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	-3,4	49,2
2006 1° trim.	3,6	2,1	3,7	4,8	4,7	8,2	4,76	4,57	1,2023	-2,3	49,8
2° trim.	4,0	2,3	3,5	5,7	4,6	9,0	5,21	5,07	1,2582	-2,0	48,6
3° trim.	3,3	.	2,9	6,1	4,7	9,0	5,43	4,90	1,2743	.	.
2006 giu.	4,3	-	-	5,9	4,6	9,2	5,38	5,10	1,2650	-	-
lug.	4,1	-	-	6,2	4,8	9,3	5,50	5,10	1,2684	-	-
ago.	3,8	-	-	6,0	4,7	9,0	5,42	4,88	1,2811	-	-
set.	2,1	-	-	6,2	4,6	8,9	5,38	4,72	1,2727	-	-
ott.	.	-	-	.	.	.	5,37	4,73	1,2611	-	-
Giappone											
2002	-0,9	-3,2	0,1	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-8,4	143,9
2003	-0,2	-3,8	1,8	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,3	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	-0,5	2,6	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	.	.
2005 3° trim.	-0,3	0,3	2,8	-0,2	4,3	1,7	0,06	1,36	135,62	.	.
4° trim.	-0,7	-2,1	4,0	3,0	4,5	1,9	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 1° trim.	-0,1	-1,6	3,4	3,2	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
2° trim.	0,2	-2,4	2,5	4,2	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
3° trim.	0,6	.	.	5,3	4,1	0,5	0,41	1,80	148,09	.	.
2006 giu.	0,5	-2,5	-	5,0	4,2	1,2	0,32	1,87	145,11	-	-
lug.	0,3	-2,5	-	5,1	4,1	0,6	0,40	1,91	146,70	-	-
ago.	0,9	.	-	5,9	4,2	0,5	0,41	1,81	148,53	-	-
set.	0,6	.	-	5,1	4,2	0,6	0,42	1,68	148,99	-	-
ott.	.	.	-	.	.	.	0,44	1,76	149,65	-	-

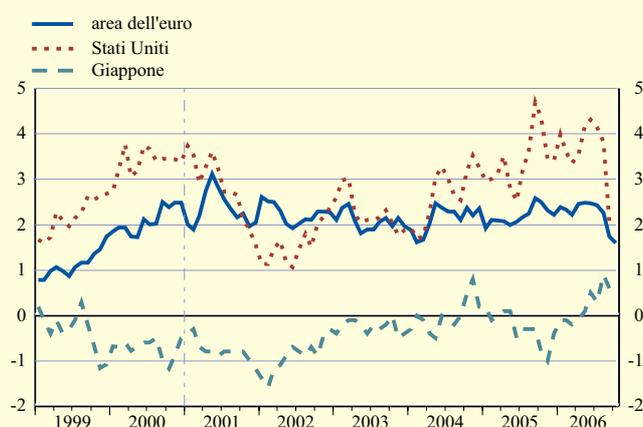
F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.

2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.

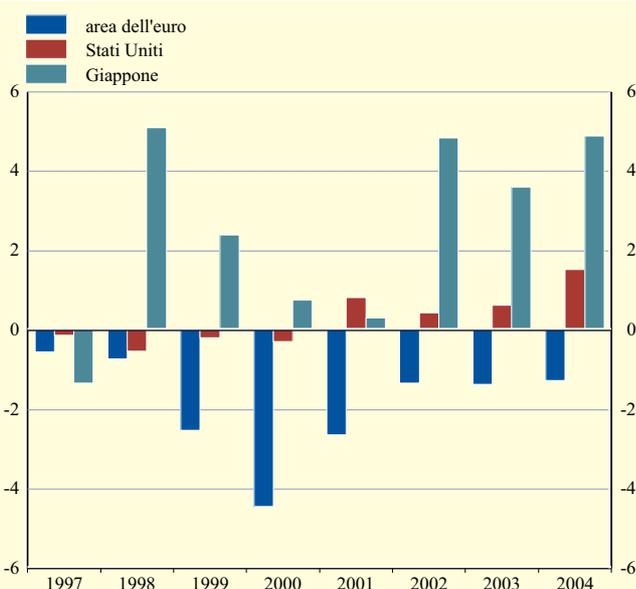
5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

9.2 Stati Uniti e Giappone
(in percentuale del PIL)

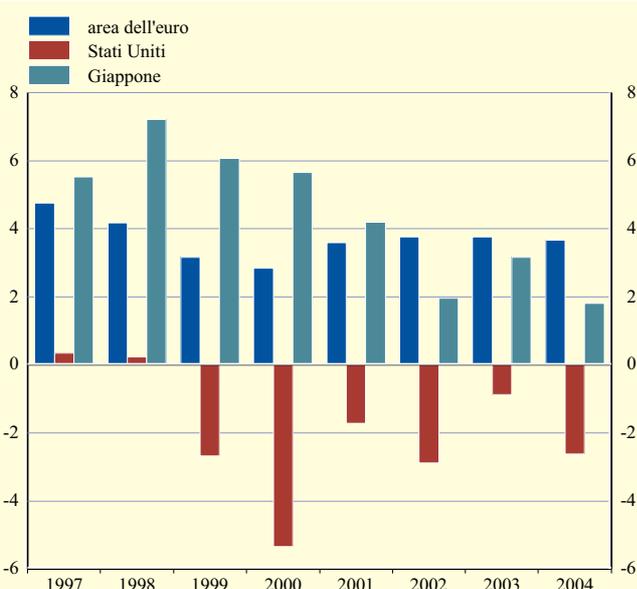
2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie ¹⁾				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Spesa in beni di investimento ²⁾	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo ³⁾	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	4,4	11,4	7,3
2003	13,3	18,5	-4,7	6,8	6,8	0,8	7,6	0,1	0,4	13,3	8,5	11,3	9,3
2004	13,2	19,3	-5,6	7,0	6,7	6,7	7,6	5,2	0,4	13,5	7,4	11,2	10,1
2005	12,9	19,7	-6,2	7,1	7,0	3,2	7,9	2,6	-0,7	13,8	4,7	9,6	9,7
2004 3° trim.	13,4	19,5	-5,6	7,0	6,7	6,0	8,1	4,3	0,2	13,6	6,8	11,1	8,7
4° trim.	12,9	19,6	-6,1	7,2	6,8	7,5	6,7	6,4	0,7	13,6	7,4	11,3	11,8
2005 1° trim.	13,2	19,8	-6,3	7,3	6,9	3,4	7,4	3,6	0,2	13,6	5,5	10,0	8,5
2° trim.	12,7	19,5	-6,1	6,9	7,0	3,4	7,9	3,1	-0,4	14,0	4,7	9,4	10,4
3° trim.	13,2	19,5	-5,7	6,8	7,0	3,3	8,5	1,8	-1,3	13,9	5,2	10,0	10,4
4° trim.	12,7	20,2	-6,8	7,3	7,1	2,7	7,9	2,0	-1,3	13,6	3,6	9,1	9,7
2006 1° trim.	14,5	20,3	-6,3	7,5	7,2	3,1	8,4	1,9	-0,7	13,6	5,0	9,1	9,3
2° trim.	14,5	20,3	-6,4	7,6	7,3	3,2	8,2	2,4	-1,4	13,3	2,4	8,8	8,1
Giappone													
2002	25,3	23,3	2,8	12,8	13,2	-1,7	16,0	-7,5	-0,9	4,9	-0,3	7,7	-2,2
2003	25,6	22,9	3,1	13,3	13,4	2,4	17,0	-5,4	0,2	4,7	0,3	7,1	-0,7
2004	25,5	22,9	3,7	13,3	13,6	4,2	17,7	-0,5	1,0	4,7	3,1	6,6	-1,0
2005	.	23,2	.	.	.	4,4	.	-7,4	-4,9	.	2,9	.	0,8
2004 3° trim.	23,9	23,0	3,9	.	.	10,2	.	0,0	0,1	.	-1,3	.	1,9
4° trim.	26,1	21,4	3,0	.	.	11,7	.	14,0	2,6	.	9,7	.	-0,6
2005 1° trim.	31,5	25,4	3,7	.	.	10,3	.	-3,4	-1,7	.	-12,1	.	2,9
2° trim.	.	23,7	.	.	.	-15,4	.	-13,8	2,2	.	8,9	.	-6,3
3° trim.	.	23,5	.	.	.	6,3	.	6,2	0,8	.	-2,4	.	2,8
4° trim.	.	23,9	.	.	.	16,0	.	-17,2	-19,9	.	15,7	.	3,6
2006 1° trim.	.	23,7	.	.	.	12,1	.	-2,6	-2,4	.	-5,6	.	5,6
2° trim.	.	23,4	.	.	.	-19,5	.	-16,2	1,3	.	9,5	.	-9,3

F39 Saldo finanziario delle società non finanziarie
(in percentuale del PIL)



F40 Saldo finanziario delle famiglie¹⁾
(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Federal Reserve Board, Banca del Giappone ed Economic and Social Research Institute.

1) Comprende le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

2) Investimenti fissi lordi in Giappone. La spesa in beni di investimento negli Stati Uniti comprende gli acquisti di beni di consumo durevoli.

3) Al risparmio lordo negli Stati Uniti si aggiunge la spesa per i beni di consumo durevoli.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F14	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S30
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S32
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S33
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S34
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S35
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S36
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S38
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S38
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S39
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S39
F25	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	S40
F26	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	S40
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S41
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S54
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S54
F30	Saldi di conto corrente	S55
F31	Investimenti diretti e di portafoglio	S55
F32	Conto dei beni	S56
F33	Conto dei servizi	S56
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S60
F35	Tassi di cambio effettivi	S67
F36	Tassi di cambio bilaterali	S67
F37	PIL a prezzi costanti	S70
F38	Indici dei prezzi al consumo	S70
F39	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S71
F40	Saldo finanziario delle famiglie	S71

NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

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-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni

derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

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.

Definendo come T_t le transazioni nel trimestre t e come L_t le consistenze al termine del trimestre t , il tasso di crescita per il trimestre t viene calcolato come:

$$(j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.
- 2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

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:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina

nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). 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 viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLA TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. Per i dati sui beni, i servizi e i redditi, la correzione per il numero di giornate lavorative tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. I dati sui crediti del conto dei beni sono preliminarmente sottoposti anche alla correzione per tener conto degli effetti della Pasqua. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

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 "Data services" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). I servizi disponibili all'interno della sezione "Statistics on-line" comprendono una interfaccia per il browser con strumenti di ricerca, l'abbonamento a diverse banche dati nonché la possibilità di scaricare file compressi in formato CSV (comma separated value). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.int.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 31 ottobre 2006.

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 12, salvo diversa indicazione. Per i dati monetari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le statistiche sui fondi di investimento e i mercati finanziari, le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole, mentre nelle figure l'interruzione è indicata mediante una linea tratteggiata.

Per le statistiche monetarie, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001, calcolate su una base nel 2000, utilizzano una serie che tiene conto dell'impatto dovuto all'ingresso della Grecia nell'area dell'euro.

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 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche moneta-

rie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia, Slovacchia, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) ed il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, per strumenti con scadenza originaria fino a n anni si intendono quegli strumenti con scadenza originaria non superiore a n anni.

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. Le

osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 sono stati implementati il 10 marzo del 2004. In seguito a tali cambiamenti, l'inizio dei periodi di mantenimento coincide con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Un periodo di mantenimento transitorio è stato in vigore nella fase dal 24 gennaio al 9 marzo del 2004.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari

al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (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 banche centrali iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre

istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni,

rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie ¹⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10 ²⁾.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

Le sezioni 3.1 e 3.2 riportano dati trimestrali sui conti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro, che comprendono le Amministrazioni pubbliche (S13 nel SEC 95), le società non finanziarie (S11) e le famiglie (S14), che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15). I dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e transazioni finanziarie, classificati in base al SEC 95, e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento dei settori non finanziari. Sul lato delle fonti di finanziamento (passività), i dati sono presentati per settore (secondo le definizioni SEC 95) e per scadenza originaria degli strumenti ("a breve termine" indica una scadenza originaria fino a un anno, "a lungo termine" una scadenza superiore a un anno). Ovunque possibile i dati dei finanziamenti ottenuti dalle IFM sono identificati separatamente. Le informazioni riguardanti gli investimenti finanziari (attività) sono al momento meno dettagliate di quelle sulle fonti di finanziamento dato che, in particolare, non è possibile ottenere una scomposizione per settore.

La sezione 3.3 riporta dati trimestrali sui conti finanziari delle aziende di assicurazione e dei fondi pensione (S125 nel SEC 95) dell'area dell'euro. Come nelle sezioni 3.1 e 3.2, i dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e le transazioni finanziarie e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento di questo settore.

I dati trimestrali di queste tre sezioni sono basati sui conti finanziari nazionali trimestrali, sulle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli. Le sezioni 3.1 e 3.2 si riferiscono, inoltre, ai dati tratti dalle statistiche bancarie internazionali della BRI.

La sezione 3.4 riporta dati annuali sui risparmi, sugli investimenti (finanziari e non finanziari) e sulle fonti di finanziamento dei settori dell'area dell'euro nel suo complesso e separatamente per le società non finanziarie e per le famiglie. Questi dati annuali forniscono, in particolare,

informazioni per settore più complete in merito all'acquisizione di attività finanziarie e sono coerenti con i dati trimestrali riportati nelle due sezioni precedenti.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono.

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I

titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ch  di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine.

Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che   stato depurato dagli effetti della stagionalit  . Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE   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 passivit  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   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 stagionalit  , 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 passivit  . 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 societ  non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passivit  , colonna 21).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente vende o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Le transazioni includono la quotazione in borsa per la prima volta di un soggetto emittente cos  come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle societ  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 della BCE dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999 la colonna 1 riporta l'indice medio *overnight* dell'euro (Eonia). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i rendimenti dei titoli di Stato per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Fino al dicembre 1998 i rendimenti a due, tre, cinque e sette anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a dieci anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato. Fino al dicembre 1998 i rendimenti

dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali, ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza. Per gli Stati Uniti e il Giappone, i rendimenti a dieci anni sono medie nel periodo indicato.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative. L'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (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, 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 ³⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001 ⁴⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrika* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro ⁵⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003 ⁶⁾. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio ad esclusione delle vendite di veicoli a motore e motocicli ed al netto delle riparazioni. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si

3) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

4) G.U. L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

5) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

6) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000 ⁷⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 ⁸⁾ sui conti trimestrali non finanziari delle

Amministrazioni pubbliche. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle Banche Centrali Nazionali.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15) ⁹⁾ e con la documentazione dell'Eurostat. 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* (novembre 2005) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/ Commissione (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

7) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

8) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

9) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate 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 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 5 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Al momento non è possibile, invece, ottenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area. Nelle tavole 6 e 7 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.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p.: le transazioni di b.d.p. che riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati dalle statistiche bancarie e monetarie (colonna

12); per questi ultimi dati un segno positivo indica un incremento di attività o un decremento di passività. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e 6), le transazioni di b.d.p. includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta una scomposizione geografica della b.d.p. (tavole da 1 a 4) e della posizione patrimoniale verso l'estero (Tavola 5) dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione fra Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro e aree o paesi esterni all'Unione Europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le tavole da 1 a 4 contengono le transazioni cumulate di b.d.p. negli ultimi quattro trimestri; la tavola 5 presenta una scomposizione geografica della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine dell'anno scorso. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.4 sono redatte sulla base delle posizioni nei confronti dei non residenti nell'area, considerando l'area dell'euro come

una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). 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. 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.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella sezione 7.5, insieme ai corrispondenti dati per la BCE. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione geografica (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina continentale non comprende Hong Kong.

Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.3). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-23 è composto dai 13 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-23,

i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Bulgaria, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Romania, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia. 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 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini,

Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾

8 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

12 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo decide di aumentare, da 15 a 25 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2004. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2004. L'Eurosistema continuerà tuttavia a fornire la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo può decidere di adeguare ancora all'inizio del 2005 l'importo da aggiudicare.

5 FEBBRAIO E 4 MARZO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

10 MARZO 2004

In accordo con la decisione del Consiglio direttivo del 23 gennaio 2003, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotta da due a una settimana e il periodo di mantenimento del sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema è ridefinito in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione

mensile dell'orientamento di politica monetaria, anziché con il 24° giorno del mese.

1 APRILE, 6 MAGGIO, 3 GIUGNO, 1 LUGLIO, 5 AGOSTO, 2 SETTEMBRE, 7 OTTOBRE, 4 NOVEMBRE, 2 DICEMBRE 2004 E 13 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

14 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 25 a 30 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2005. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2005. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

3 FEBBRAIO, 3 MARZO, 7 APRILE, 4 MAGGIO, 2 GIUGNO, 7 LUGLIO, 4 AGOSTO, 1° SETTEMBRE, 6 OTTOBRE E 3 NOVEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinan-

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2003, cfr. le pagine 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE, le pagine 231-232 del Rapporto Annuale 2001 della BCE, la pagina 246 del Rapporto Annuale 2002 della BCE e le pagine 229-230 del Rapporto Annuale 2003 della BCE.

ziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

1 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 6 dicembre 2005. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 3,25 e all'1,25 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2005.

16 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 30 a 40 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2006. Tale incremento tiene conto di due fattori: in primo luogo, ci si attende che le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro aumenteranno ulteriormente nel 2006; in secondo luogo, l'Eurosistema ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2007.

12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

2 MARZO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

6 APRILE E 4 MAGGIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

8 GIUGNO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

6 LUGLIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

3 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

31 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

5 OTTOBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'11 ottobre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dall'11 ottobre 2006.

2 NOVEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.



DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2005

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2005. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra agosto 2006 e ottobre 2006. 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.int.

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.int>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2004, aprile 2005.

Rapporto annuale 2005, aprile 2006.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza maggio 2006.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

Il nuovo accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali: principali caratteristiche e implicazioni, gennaio 2005.

I flussi di capitale verso le economie emergenti: nuove caratteristiche e sviluppi recenti, gennaio 2005.

La disciplina di mercato per le banche, febbraio 2005.

L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria, febbraio 2005.

Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti, febbraio 2005.

Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria, aprile 2005.

Comparabilità delle statistiche per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone, aprile 2005.

Gli standard SEBC-CESR in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli nell'Unione europea, aprile 2005.

La politica monetaria e i differenziali di inflazione in un'area valutaria eterogenea, maggio 2005.

Il consolidamento e la diversificazione nel settore bancario dell'area dell'euro, maggio 2005.

L'evoluzione del quadro istituzionale in tema di corporate governance, maggio 2005.

L'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo: concetto, proprietà ed esperienza, luglio 2005.

La strategia di Lisbona cinque anni dopo, luglio 2005.

L'uso delle statistiche armonizzate sui tassi di interesse delle IFM, luglio 2005.

La riforma del Patto di stabilità e crescita, agosto 2005.

Il ruolo dei paesi emergenti dell'Asia nell'economia mondiale, agosto 2005.

Le banconote in euro: sviluppi e sfide future, agosto 2005.

Domanda di moneta e incertezza, ottobre 2005.

Valutazione della performance dei sistemi finanziari, ottobre 2005.

Modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro, novembre 2005.

Evoluzione del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro, novembre 2005.

Relazioni economiche e finanziarie tra l'area dell'euro e la Russia, novembre 2005.

La prevedibilità della politica monetaria della BCE, gennaio 2006.

Hedge fund: sviluppi e implicazioni sul piano delle scelte di policy, gennaio 2006.

Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro, febbraio 2006.

Politiche di bilancio e mercati finanziari, febbraio 2006.
L'importanza delle riforme della spesa pubblica per la crescita economica e la stabilità, aprile 2006.
La gestione di portafoglio presso la BCE, aprile 2006.
Regimi monetari e di cambio tra l'area dell'euro e alcuni paesi terzi e territori, aprile 2006.
Il contributo della BCE e dell'Eurosistema all'integrazione finanziaria europea, maggio 2006.
La lista unica nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema, maggio 2006.
L'emissione azionaria nell'area dell'euro, maggio 2006.
Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro, luglio 2006.
Competitività ed esportazioni dell'area dell'euro, luglio 2006.
La domanda settoriale di moneta: determinanti e andamenti recenti, agosto 2006.
L'evoluzione dei sistemi di pagamento di importo rilevante nell'area dell'euro, agosto 2006.
Evoluzione demografica nell'area dell'euro: previsioni e conseguenze, ottobre 2006.
Conti finanziari e non finanziari integrati per i settori istituzionali dell'area dell'euro, ottobre 2006.
"Attivismo" della politica monetaria, novembre 2006.
Lo sviluppo finanziario nell'Europa centrale, orientale e sud-orientale, novembre 2006.
L'esperienza dell'Eurosistema dopo le operazioni di regolazione puntuale alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve, novembre 2006.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 1 *The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments*, di K. M. Löber, febbraio 2006.
- 2 *The application of multilingualism in the European Union context*, di P. Athanasiou, marzo 2006.
- 3 *National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview*, di J. Garcia-Andrade e P. Athanasiou, ottobre 2006.

OCCASIONAL PAPERS SERIES

- 22 *Assessing potential output growth in the euro area – A growth accounting perspective*, di A. Musso e T. Westermann, gennaio 2005.
- 23 *The bank lending survey for the euro area*, di J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt e S. Scopel, febbraio 2005.
- 24 *Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries*, di V. Genre, D. Momferatou e G. Mourre, febbraio 2005.
- 25 *Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices*, di G. Wolswijk and J. de Haan, marzo 2005.
- 26 *Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators*, di L. Mörntinen, P. Poloni, P. Sandars e J. Vesala, aprile 2005.
- 27 *The EU budget: how much scope for institutional reform?*, di H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez e R. Ritter, aprile 2005.
- 28 *Regulatory reforms in selected EU network industries*, di R. Martin, M. Roma e J. Vansteenkiste, aprile 2005.
- 29 *Wealth and asset price effects on economic activity*, di F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan, A. William, giugno 2005.

- 30 *Competitiveness and the export performance of the euro area*, a cura di una *task force* del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.
- 31 *Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council*, di M. Sturm e N. Siegfried, giugno 2005.
- 32 *Managing financial crises in emergine market economies*, a cura di una *Task force* del Comitato per le relazioni internazionali del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.
- 33 *Integration of securities market infrastructure in the euro area*, di H. Schmiedel e A. Schönenberger, luglio 2005.
- 34 *Hedge funds and their implications for financial stability*, di T. Garbaravicius e F. Dieririk, agosto 2005.
- 35 *The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective*, di R. Petschnigg, settembre 2005.
- 36 *Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route*, di I. Angeloni, M. Flad e F. P. Mongelli, settembre 2005.
- 37 *Financing conditions in the euro area*, di L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel e S. Scopel, ottobre 2005.
- 38 *Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature*, di M. G. Briotti, ottobre 2005.
- 39 *Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004*, di A. Annenkov e C. Madaschi, ottobre 2005.
- 40 *What does European institutional integration tell us about trade integration?*, di F.P. Mongelli, E. Dorrucchi e I. Agur, dicembre 2005.
- 41 *Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences*, di N. Leiner-Killinger, C. Madaschi e M. Ward-Warmedinger, dicembre 2005.
- 42 *The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union*, di F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher e K.G. Spitzer, dicembre 2005.
- 43 *The accumulation of foreign reserves*, a cura di una *task force* del Comitato per le Relazioni internazionali, febbraio 2006.
- 44 *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, a cura di una *task force* del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, aprile 2006.
- 45 *Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts*, di N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi e N. Vidalis, maggio 2006.
- 46 *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence*, di F. Altissimo, M. Ehrmann e F. Smets, giugno 2006.
- 47 *The reform and implementation of the Stability and Growth Pact*, di R. Morris, H. Ongena e L. Schuknecht, giugno 2006.
- 48 *Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries*, a cura della *Task Force* sull'allargamento del Comitato per le Relazioni Internazionali, luglio 2006.
- 49 *Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem*, di U. Bindsted e F. Papadia, agosto 2006.
- 50 *Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market*, di M. Laganà, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes e A. Persauda, agosto 2006.
- 51 *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*, di A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger e T. Westermann, agosto 2006.
- 52 *Cross-border labour mobility within an enlarged EU*, di F.F. Heinz e M. Ward-Warmedinger, ottobre 2006.
- 53 *Labour productivity developments in the euro area*, di R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker e J. Turunen, ottobre 2006.

WORKING PAPERS SERIES

- 665 *The euro as invoicing currency in international trade*, di A. Kamps, agosto 2006.
- 666 *Quantifying the impact of structural reforms*, di E. Ernst, G. Gong, W. Semmler e L. Bukeviciute, agosto 2006.
- 667 *The behaviour of the real exchange rate: evidence from regression quantiles*, di K. Nikolaou, agosto 2006.
- 668 *Declining valuations and equilibrium bidding in central bank refinancing operations*, di C. Ewerhart, N. Cassola e N. Valla, agosto 2006.
- 669 *Regular adjustment: theory and evidence*, di J. D. Konieczny e F. Rumler, agosto 2006.
- 670 *The importance of being mature: the effect of demographic maturation on global per-capita GDP*, di R. Gómez e P. Hernández de Cos, agosto 2006.
- 671 *Business cycle synchronisation in East Asia*, di F. Moneta e R. Ruffer, agosto 2006.
- 672 *Understanding inflation persistence: a comparison of different models*, di H. Dixon e E. Kara, settembre 2006.
- 673 *Optimal monetary policy in the generalised Taylor economy*, di E. Kara, settembre 2006.
- 674 *A quasi-maximum likelihood approach for large approximate dynamic factor models*, di C. Doz, D. Giannone e L. Reichlin, settembre 2006.
- 675 *Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence*, di A. Afonso, settembre 2006.
- 676 *The distribution of contract durations across firms: a unified framework for understanding and comparing dynamic wage and price-setting models*, di H. Dixon, settembre 2006.
- 677 *What drives EU banks' stock returns? Bank-level evidence using the dynamic dividend-discount model*, di O. Castren, T. Fitzpatrick e M. Sydow, settembre 2006.
- 678 *The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks*, di R. A. De Santis, settembre 2006.
- 679 *Monetary policy in the media*, di H. Berger, M. Ehrmann e M. Fratzscher, settembre 2006.
- 680 *Comparing alternative predictors based on large-panel factor models*, di A. D'Agostino e D. Giannone, ottobre 2006.
- 681 *Regional inflation dynamics within and across euro area countries and a comparison with the United States*, di G. W. Beck, K. Hubrich e M. Marcellino, ottobre 2006.
- 682 *Is reversion to PPP in euro exchange rates non-linear?*, di B. Schnatz, ottobre 2006.
- 683 *Financial integration of new EU Member States*, di L. Cappiello, B. Gérard, A. Kadareja e S. Manganelli, ottobre 2006.
- 684 *Inflation dynamics and regime shifts*, di J. Lendvai, ottobre 2006.
- 685 *Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility*, di M. Fidora, M. Fratzscher e C. Thimann, ottobre 2006.
- 686 *Stale information, shocks and volatility*, di R. Gropp e A. Kadareja, ottobre 2006.
- 687 *Credit growth in central and eastern Europe: new (over)shooting stars?*, di B. Égert, P. Backé e T. Zumer, ottobre 2006.
- 688 *Determinants of workers' remittances – evidence from the European neighbouring region*, di I. Schioppa e N. Siegfried, ottobre 2006.
- 689 *The effect of financial development on the investment-cash flow relationship: cross-country evidence from Europe*, di B. Becker e J. Sivadasan, ottobre 2006.
- 690 *Optimal simple monetary policy rules and non-atomistic wage-setters in a New Keynesian framework*, di S. Gnocchi, ottobre 2006.

ALTRE PUBBLICAZIONI

Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers, gennaio 2005.

Review of the international role of the euro, gennaio 2005.

Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report, gennaio 2005.

Banking structures in the new EU Member States, gennaio 2005.

Progress Report on TARGET2, febbraio 2005 (disponibile solo online).

The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, febbraio 2005.

Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation, febbraio 2005 (disponibile solo online).

Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures, febbraio 2005.

Statistics and their use for monetary and economic policy-making, marzo 2005.

Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amendments to IAS 39 – The fair value option, aprile 2005 (disponibile solo online).

Euro money market study, maggio 2005.

Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties, maggio 2005 (disponibile online; copie cartacee solo in inglese).

Regional economic integration in a global framework, Proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004, maggio 2005.

Target Annual Report 2004, maggio 2005.

The New EU Member States: Convergence and Stability, maggio 2005.

Financial stability review, giugno 2005.

Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, member of the European Parliament, giugno 2005 (disponibile solo online).

Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions, giugno 2005.

Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: Connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL, giugno 2005 (disponibile solo online).

Information guide for credit institution using TARGET, giugno 2005 (disponibile solo online).

Statistical classification of financial markets instruments, luglio 2005.

Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions, luglio 2005 (disponibile solo online).

Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book, agosto 2005), (dati per il periodo 1999-2003), agosto 2005.

Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010), agosto 2005 (disponibile solo online).

Central banks' provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement, agosto 2005 (disponibile solo online).

ECB statistics: a brief overview, agosto 2005.

Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles, agosto 2005.

Indicators of financial integration in the euro area, settembre 2005.

EU banking structures, ottobre 2005.

EU banking sector stability, ottobre 2005.

Second progress report on TARGET2, ottobre 2005 (disponibile solo online).

Legal aspects of the European System of Central Banks, ottobre 2005.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2005.

Large EU banks' exposures to hedge funds, novembre 2005.

Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission's public consultation, novembre 2005 (disponibile solo online).

The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosystem contribution to the public consultation, dicembre 2005 (disponibile solo online).

Financial stability review, dicembre 2005.

Review of the international role of the euro, dicembre 2005.

The Eurosystem, the Union and beyond, dicembre 2005.

Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables, gennaio 2006 (disponibile solo online).

Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling, gennaio 2006 (disponibile solo online).

Euro Money Market Survey 2005, gennaio 2006.

Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report, febbraio 2006.

Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report), febbraio 2006 (disponibile online; copie cartacee solo in inglese).

Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet, febbraio 2006 (disponibile online).

Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment, febbraio 2006 (disponibile solo online).

National implementation of Regulation ECB/2001/13, febbraio 2006 (disponibile solo online).

Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book), marzo 2006.

ECB statistics: an overview, aprile 2006.

TARGET Annual Report 2005, maggio 2006.

Financial Stability Review, maggio 2006.

Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS), giugno 2006 (disponibile solo online).

Communication on TARGET2, luglio 2006 (disponibile solo online).

Government Finance Statistics Guide, agosto 2006.

Implementation of banknote recycling framework, agosto 2006.

L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema, settembre 2006.

Differences in MFI interest rates across euro area countries, settembre 2006.

Indicators of financial integration in the euro area, settembre 2006.

Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries, ottobre 2006 (disponibile solo online).

EU banking structures, ottobre 2006.

OPUSCOLI INFORMATIVI

The current TARGET system, agosto 2005.

TARGET2 – innovation and transformation, agosto 2005.

The euro area at a glance, agosto 2005.

ECB statistics: a brief overview, agosto 2005.

The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, maggio 2006.

TARGET2 – Securities brochure, settembre 2006.

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.int/home/glossary/html/index.en.html).

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 che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato.

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

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.

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 costituita dal fatto 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.

Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli e 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 fra il tasso di interesse o il rendimento e la scadenza a una certa data di titoli di debito con stesso rischio di credito ma con scadenze differenti. L'inclinazione della curva può essere misurata come la differenza fra i tassi di interesse per coppia di scadenze.

Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]: i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei più ampi conti finanziari annuali.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Deflazione [*deflation*]: calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso le banche centrali, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario *overnight* in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

Eurosistema [Eurosistem]: il sistema di banche centrali costituito dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [borrowing requirement (general government)]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [autonomous liquidity factors]: fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

Forze di lavoro [labour force]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [MFIs (monetary financial institutions)]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

Impieghi disponibili [job vacancies]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [Bank lending survey (BLS)]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [Eurozone purchasing managers' surveys]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività in attesa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inflazione [*inflation*]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e *notes*, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere dalle banche centrali nazionali, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight* a fronte di attività idonee.

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [*labour productivity*]: la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [*industrial production*]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato [*compensation per employee*]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

Riserve ufficiali [*international reserves*]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-23 (comprendente i 13 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e i 10 principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-42 (composto dal TCE-23 più altri 19 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'an-

damento 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 dalle 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.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.