



BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

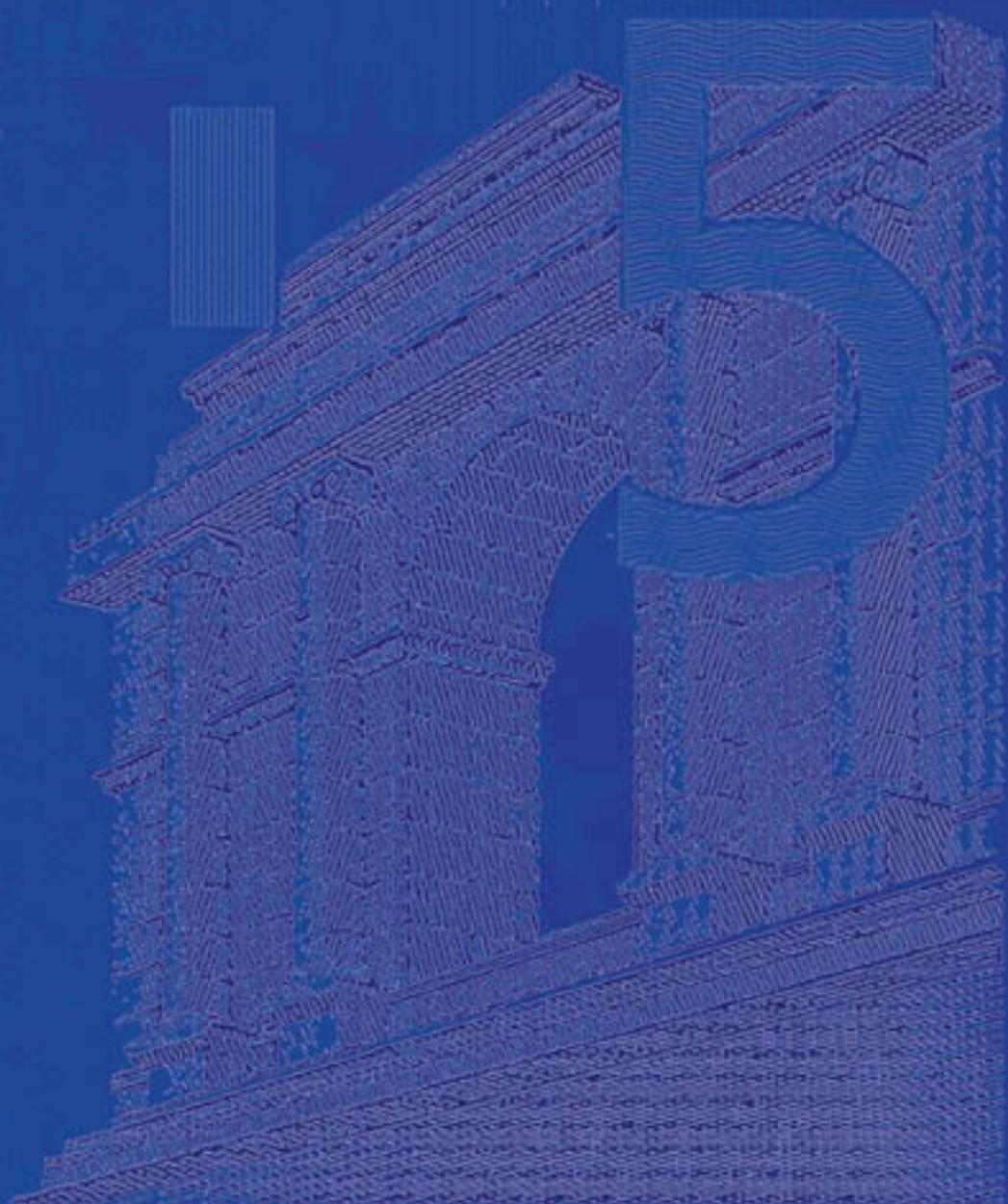
09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

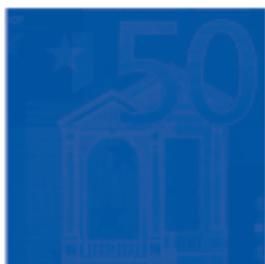
**12 | 2006**

**BOLLETTINO MENSILE  
DICEMBRE**





BANCA CENTRALE EUROPEA



## BOLLETTINO MENSILE DICEMBRE 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 6 dicembre 2006.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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

# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>	<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>		<b>ALLEGATI</b>	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	15	Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale)	V
Prezzi e costi	53	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2005	IX
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	63	Glossario	XVII
La finanza pubblica	72		
Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema	79		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	83		
<b>Riquadri:</b>			
1 Gli investimenti delle famiglie in società di assicurazione e fondi pensione	22		
2 Operazioni di politica monetaria e condizioni di liquidità dal 9 agosto al 7 novembre 2006	27		
3 Ruolo dei premi al rischio nel recente appiattimento della curva dei rendimenti dell'area dell'euro	33		
4 Tendenze recenti delle operazioni di <i>Leveraged buy-out</i> nell'area dell'euro	44		
5 Le stime della ricchezza immobiliare delle famiglie nell'area dell'euro	49		
6 L'utilizzo dei dati di contabilità nazionale per misurare le pressioni sui prezzi nell'area dell'euro	55		
7 Andamenti recenti delle forze di lavoro nell'area dell'euro	68		
8 La sostenibilità fiscale di lungo periodo dell'area dell'euro	76		
9 Ipotesi tecniche	79		
10 Previsioni formulate da altre organizzazioni	82		

## 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)
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 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 7 dicembre 2006 il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare di 25 punti base, al 3,50 per cento, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Anche i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati innalzati di 25 punti base, rispettivamente al 4,50 e al 2,50 per cento. Queste decisioni hanno avuto effetto dal 13 dicembre, data di inizio del nuovo periodo di mantenimento delle riserve.

La decisione del Consiglio direttivo di aumentare i tassi d'interesse di riferimento della BCE riflette i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine da esso individuati sulla scorta dell'analisi sia economica sia monetaria. Tale decisione concorrerà ad assicurare che le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo nell'area dell'euro restino saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Ciò costituisce un presupposto affinché la politica monetaria continui a contribuire a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro nell'area. Dopo questo aumento, la politica monetaria della BCE seguita a essere accomodante, considerando i livelli tuttora contenuti dei tassi di interesse della BCE, la vigorosa espansione di moneta e credito e le condizioni di liquidità abbondante nell'area secondo tutte le misure plausibili. Pertanto, in prospettiva, intervenire con tempestività e fermezza è giustificato per assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine. Il Consiglio direttivo seguirà con molta attenzione tutti gli sviluppi al fine di evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Passando all'analisi economica, la prima stima dell'Eurostat indica per il terzo trimestre del 2006 una crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro pari allo 0,5 per cento sul periodo precedente. I dati confermano quindi la valutazione del Consiglio direttivo secondo cui l'attività economica ha continuato a crescere vigorosamente, pur segnando una moderazione rispetto ai ritmi di espansione molto sostenuti della prima metà dell'anno. La domanda interna è rimasta la principale determinante della crescita economica nel terzo trimestre, confermando la prevista diffusione della ripresa ed evidenziando la natura, sempre meno dipendente dall'im-

pulso esterno, dell'espansione nell'area dell'euro. Le informazioni sull'attività economica provenienti da varie indagini sul clima di fiducia e da diverse stime basate su indicatori confortano la valutazione secondo cui la vigorosa crescita dell'economia è proseguita nel quarto trimestre dell'anno.

Guardando al futuro, 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, per effetto delle variazioni delle imposte indirette in un grande paese dell'area, le prospettive di medio periodo per l'attività economica rimangono positive. Quanto al contesto esterno, l'espansione economica è divenuta più equilibrata tra le regioni del mondo e risulta vigorosa, grazie anche al calo delle quotazioni petrolifere, sostenendo quindi le esportazioni dell'area. La domanda interna dell'area dell'euro dovrebbe rimanere relativamente vivace. Gli investimenti dovrebbero restare dinamici, beneficiando di un prolungato periodo caratterizzato da condizioni di finanziamento molto favorevoli, ristrutturazioni dei bilanci, utili elevati, pregressi e correnti, e guadagni di efficienza delle imprese. Anche i consumi dovrebbero rafforzarsi ulteriormente nel tempo, in linea con l'andamento del reddito disponibile reale, allorché le condizioni per l'occupazione seguiranno a migliorare.

Queste prospettive si riflettono anche nelle nuove proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso in un intervallo del 2,5-2,9 per cento nel 2006, dell'1,7-2,7 nel 2007 e dell'1,8-2,8 l'anno seguente. Le più recenti previsioni diffuse da organizzazioni internazionali forniscono un quadro pressoché simile. Rispetto alle proiezioni dello scorso settembre formulate dagli esperti della BCE, gli intervalli previsti per la crescita del PIL nel 2006 e 2007 sono stati corretti verso l'alto, rispecchiando soprattutto l'ipotesi di prezzi dell'energia più bassi e il loro impatto sul reddito disponibile reale.

Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per questo scenario sostanzialmente favorevole per la crescita economica siano orientati verso il basso sul-

l'orizzonte di proiezione. I principali rischi sono riconducibili 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 alla preoccupazione circa un'eventuale evoluzione disordinata connessa agli squilibri mondiali.

Per quanto concerne i prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per novembre un aumento del tasso di inflazione misurato sullo IAPC all'1,8 per cento, rispetto all'1,6 di ottobre e all'1,7 di settembre. Sebbene non siano ancora disponibili dati disaggregati per lo IAPC di novembre, i livelli più contenuti dell'inflazione nei due mesi precedenti sono principalmente attribuibili, oltre che a effetti base, al sensibile calo delle quotazioni del greggio osservato a partire da agosto. Da un lato le prospettive per i corsi dell'energia restano incerte, dall'altro, in base agli attuali prezzi del petrolio impliciti nei contratti *future*, è probabile che i tassi di inflazione complessiva riprendano a salire agli inizi del 2007, per poi oscillare intorno al 2 per cento in corso d'anno, anche per l'effetto dell'incremento delle imposte indirette.

Le proiezioni di dicembre elaborate dagli esperti dell'Eurosistema indicano un tasso di inflazione annuo compreso in un intervallo del 2,1-2,3 per cento nel 2006, dell'1,5-2,5 nel 2007 e dell'1,3-2,5 l'anno seguente. Le più recenti previsioni diffuse da organizzazioni internazionali forniscono un quadro pressoché analogo. Rispetto alle proiezioni dello scorso settembre formulate dagli esperti della BCE, gli intervalli di valori per il 2006 e il 2007 risultano in certa misura inferiori, rispecchiando soprattutto l'ipotesi di prezzi dell'energia più bassi. In tale contesto, è importante rammentare la natura stessa di questi esercizi previsivi, che sono soggetti a una serie di ipotesi tecniche, tra cui le aspettative del mercato sui tassi di interesse a breve e lungo termine nonché sulle quotazioni del greggio e delle materie prime non energetiche.

Il Consiglio direttivo ritiene che le prospettive per l'andamento dei prezzi restano soggette a rischi al rialzo, derivanti in particolare da una trasmissione dei passati rincari del greggio ai prezzi al consumo superiore a quanto ipotizzato nello scenario di base,

nonché dalla possibilità di nuovi rincari del petrolio e di ulteriori incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette rispetto a quelli annunciati e decisi finora. Cosa più rilevante, dati il favorevole slancio della crescita del PIL negli ultimi trimestri e i segnali positivi provenienti dai mercati del lavoro, la dinamica delle retribuzioni potrebbe risultare più vigorosa di quanto atteso attualmente. È, pertanto, di cruciale importanza che le parti sociali seguitino a mostrare senso di responsabilità. Negli accordi salariali è necessario tenere conto dell'andamento della produttività in relazione alla disoccupazione tuttora elevata e alla competitività di prezzo ed è, inoltre, importante abbandonare i meccanismi di indicizzazione automatica sull'inflazione precedente.

Quanto all'analisi monetaria, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è rimasto invariato in ottobre, all'8,5 per cento, mantenendosi prossimo ai livelli più elevati osservati dall'introduzione dell'euro e segnalando rischi inflazionistici nel medio-lungo periodo. L'aumento dei tassi di interesse ha esercitato una certa influenza sugli andamenti della moneta negli ultimi mesi, benché finora abbia stimolato soprattutto riallocazioni di portafoglio fra strumenti compresi in M3 piuttosto che contenere l'espansione dello stesso aggregato. In particolare, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 ha mostrato una certa moderazione, ascrivibile a un mutamento delle preferenze degli investitori a scapito dei depositi a vista e a favore di altre attività di M3 che offrono rendimenti più vicini a quelli di mercato.

Più in generale, la crescita della moneta e del credito prosegue a ritmi sostenuti, per effetto del livello contenuto dei tassi di interesse e del rafforzamento dell'attività economica nell'area dell'euro. In particolare, i prestiti al settore privato seguitano a registrare tassi di incremento a due cifre su base annua; questa rapida espansione continua a interessare tanto le famiglie quanto le imprese. In un contesto di tassi di interesse in aumento, la crescita dell'indebitamento delle famiglie ha mostrato segnali di stabilizzazione negli ultimi mesi, seppure su livelli molto elevati. Per contro, l'espansione dell'indebitamento delle società non finanziarie continua a evidenziare una tendenza al rialzo, avendo ormai raggiunto ritmi superiori al 12 per cento su base

annua, 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 una prospettiva di medio-lungo 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 protratta sostenuta dinamica dei mercati immobiliari in molte parti dell'area dell'euro.

In sintesi, il tasso annuo di inflazione dovrebbe oscillare intorno al 2 per cento nei prossimi due anni, e i rischi per questo scenario seguitano a essere orientati al rialzo. Inoltre, tenuto conto del perdurante marcato vigore della crescita della moneta e del credito in condizioni di liquidità 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. Di fatto, intervenire con tempestività e fermezza è giustificato per assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine. Il Consiglio direttivo seguirà pertanto con molta attenzione tutti gli sviluppi al fine di evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Per quanto concerne la finanza pubblica, le previsioni di autunno della Commissione europea suggeriscono che nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro i disavanzi scenderanno al di sotto del 3 per cento del PIL entro il 2007, evoluzione questa da accogliere con favore. Tuttavia,

il previsto miglioramento dei saldi di bilancio è dovuto solo in parte a progressi considerevoli nel risanamento strutturale, dato il ruolo rilevante della maggiore crescita economica e delle entrate inattese. Inoltre, in diversi paesi con squilibri di bilancio le misure di aggiustamento restano insufficienti a raggiungere tempestivamente i rispettivi obiettivi di medio termine e soddisfare quindi i requisiti del Patto di stabilità e crescita rivisto, fatto che desta grande preoccupazione. Pertanto, è d'importanza cruciale che i prossimi aggiornamenti dei programmi di stabilità non solo prevedano progressi significativi verso una correzione durevole dei disavanzi eccessivi, ma anche sufficienti passi avanti verso posizioni di bilancio solide nei paesi interessati. Per tutti i paesi è essenziale evitare politiche procicliche nell'attuale fase di ripresa economica. Occorre, inoltre, portare avanti una riforma strutturale delle finanze pubbliche quale parte integrante di una strategia complessiva di medio termine, volta a rafforzare gli incentivi economici e la solidità dei sistemi previdenziali. In tal modo le politiche di bilancio darebbero un contributo fondamentale alla crescita economica e alla sostenibilità dei conti pubblici, nonché alla fiducia nel Patto di stabilità e crescita nella sua versione modificata.

Per quanto attiene alle politiche strutturali, il Consiglio direttivo ha accolto con favore i rapporti 2006 sullo stato di attuazione dei programmi nazionali di riforma per il 2005-2008 presentati dagli Stati membri dell'UE, in linea con la rinnovata strategia di Lisbona. È certo incoraggiante che siano state prese o siano previste molte misure di riforma concrete, nondimeno vi è ancora tanto da realizzare per rendere l'area dell'euro un'economia più dinamica, aspetto d'importanza cruciale per far fronte alle sfide poste dalla globalizzazione, dall'invecchiamento demografico e dai rapidi mutamenti tecnologici. Gli interventi di riforma devono promuovere economie più integrate, flessibili e competitive nell'area dell'euro, contribuendo in tal modo a processi di aggiustamento più efficienti e maggiore capacità di tenuta agli shock. Queste rappresentano le condizioni essenziali per poter sfruttare meglio i considerevoli benefici della moneta unica e per un miglioramento dei risultati economici sia nel complesso dell'area dell'euro sia nei singoli paesi partecipanti.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*I risultati delle indagini recenti confermano che il ritmo di espansione dell'economia mondiale resta vigoroso, anche se in via di moderazione. Allo stesso tempo, l'inflazione al consumo è diminuita sensibilmente in vari paesi. I rischi derivanti dal mercato del petrolio si sono attenuati rispetto a qualche mese fa, nonostante il livello dei prezzi rimanga elevato in un contesto di notevole volatilità. Persistono inoltre i rischi connessi a un disordinato riassorbimento degli squilibri economici internazionali e a un'intensificazione delle spinte protezionistiche.*

## I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale continua a registrare un'espansione vigorosa. In settembre la crescita sui dodici mesi della produzione industriale nei paesi dell'OCSE (esclusa l'area dell'euro) è proseguita a ritmi piuttosto sostenuti (cfr. figura 1). I risultati delle indagini indicano un leggero miglioramento dell'attività su scala internazionale nel quarto trimestre: ciò riflette l'ulteriore rafforzamento del settore dei servizi, mentre la produzione manifatturiera si è lievemente moderata.

Per quanto concerne i prezzi, nel periodo recente l'inflazione al consumo sui dodici mesi è sensibilmente calata in varie economie. I prezzi al consumo al netto di quelli dei beni alimentari ed energetici hanno di norma continuato ad aumentare a tassi relativamente modesti e per lo più invariati. I risultati delle indagini sui prezzi degli input segnalano la possibilità di una recente attenuazione delle spinte inflazionistiche a livello mondiale.

## STATI UNITI

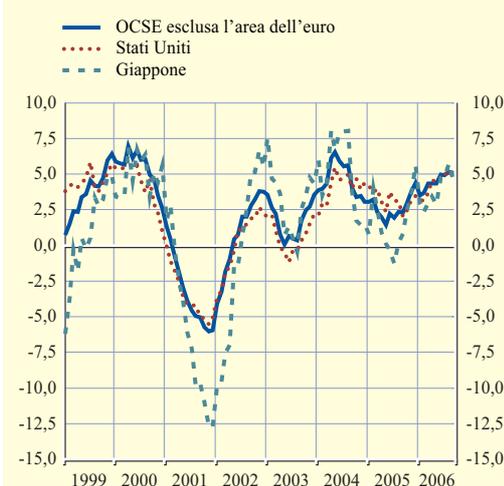
Stime preliminari mostrano che negli Stati Uniti l'espansione del PIL in termini reali sul periodo precedente è scesa allo 0,5 per cento nel terzo trimestre, dallo 0,6 del secondo, di riflesso soprattutto al calo degli investimenti in edilizia residenziale. I consumi delle famiglie hanno tenuto nonostante il rallentamento del mercato delle abitazioni, mentre gli investimenti lordi sono rimasti sostanzialmente invariati in quanto la flessione nel settore residenziale è stata controbilanciata dalla robusta crescita degli investimenti in strutture non residenziali, attrezzature e software, e scorte.

Dopo avere continuato ad ampliarsi nella parte precedente dell'anno, in settembre il disavanzo della bilancia dei beni e dei servizi è sceso sensibilmente, a 64,3 miliardi di dollari (dai 69 miliardi, rivisti al ribasso, di agosto). Ciò è dovuto a un aumento delle esportazioni e a un netto calo delle importazioni, quest'ultimo connesso principalmente – anche se non esclusivamente – alle minori importazioni di petrolio che hanno riflesso una riduzione sia di prezzo sia di volume.

L'inflazione al consumo, che era notevolmente calata in settembre, è scesa anche in ottobre per l'effetto congiunto dell'ulteriore calo dei corsi dei beni energetici e dell'aumento moderato di

**Figura 1 Produzione industriale nei paesi dell'OCSE**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2006.

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

In prospettiva, il tasso di espansione dell'economia statunitense dovrebbe mantenersi al di sotto del trend nel prossimo futuro. È probabile che l'impatto della minore attività sul mercato delle abitazioni, assieme alla moderazione del tasso di crescita dei prezzi degli immobili residenziali, gravi sulla spesa per consumi e sugli investimenti in edilizia residenziale. Allo stesso tempo, la perdurante crescita dei redditi da lavoro, i prezzi più bassi dei beni energetici e gli incrementi della ricchezza azionaria potrebbero continuare a sostenere i consumi. Anche se nel quarto trimestre è prevedibile un lieve indebolimento, la spesa del settore societario per investimenti in comparti diversi dall'edilizia residenziale dovrebbe crescere stabilmente grazie alla solidità patrimoniale e agli elevati livelli di redditività delle imprese.

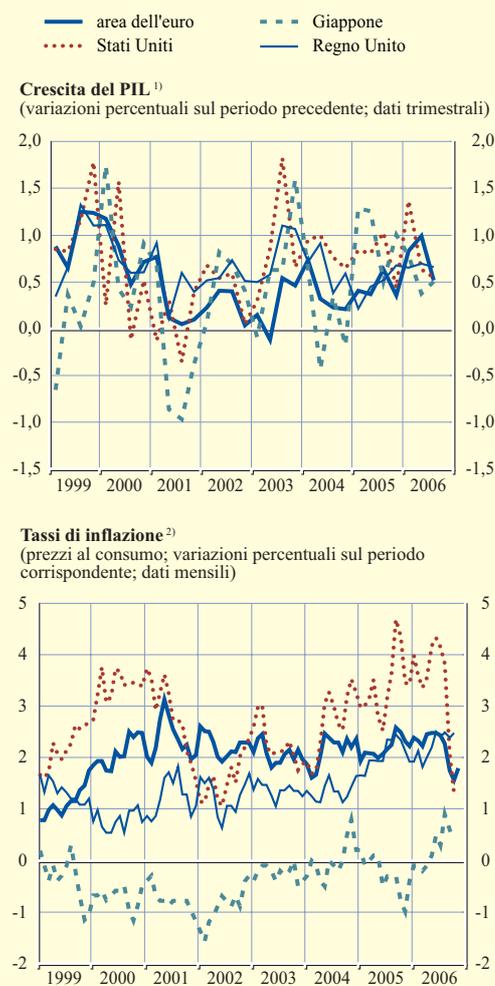
### GIAPPONE

In Giappone prosegue stabilmente la ripresa dell'economia, mentre l'inflazione è lievemente diminuita. La crescita è trainata dal vigore delle esportazioni e dalla tenuta della domanda interna, che a sua volta ha tratto particolare sostegno dalla vivace dinamica degli investimenti delle imprese negli ultimi trimestri. I primi dati preliminari pubblicati dal Cabinet Office mostrano che nel terzo trimestre il PIL in termini reali è aumentato dello 0,5 per cento sul periodo precedente (contro lo 0,4 per cento del secondo trimestre) nonostante la recente debolezza dei consumi privati, grazie al notevole contributo degli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale e delle esportazioni nette.

In ottobre l'inflazione al consumo sui dodici mesi è calata allo 0,4 per cento, dallo 0,6 di settembre. Anche l'inflazione alla produzione è diminuita (al 2,8 per cento, dal 3,5 di settembre), riflettendo in particolare il recente calo dei corsi petroliferi.

Guardando al futuro, le prospettive per l'economia giapponese restano favorevoli. L'espansione dell'attività dovrebbe proseguire, sorretta dalla tenuta della domanda interna e dal persistente vigore delle esportazioni in un contesto di condizioni concorrenziali positive.

**Figura 2 | 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

In base alla seconda stima, nel terzo trimestre il tasso di crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è stato pari allo 0,7 per cento, invariato rispetto agli ultimi tre trimestri. L'espansione del prodotto nel terzo trimestre è stata trainata dalla domanda interna, in presenza di una forte accelerazione degli investimenti, mentre la dinamica dei consumi privati si è moderata. La crescita delle esportazioni è diminuita notevolmente rispetto al secondo trimestre, sopravanzando il calo di quella delle importazioni. Le statistiche sul commercio andrebbero tuttavia interpretate con grande cautela, in quanto questi andamenti riflettono in parte dei ridotti scambi di materie prime che sono da ricondurre alle frodi sull'IVA.

In ottobre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è stata pari al 2,4 per cento, invariata rispetto al mese precedente. La crescita delle retribuzioni medie è rimasta piuttosto stabile e contenuta. Il mercato delle abitazioni ha mostrato tenuta, caratterizzandosi per una crescita robusta dell'attività, aumenti dei prezzi degli immobili e una sensibile espansione dei mutui ipotecari. Nella riunione dell'8-9 novembre, il *Monetary Policy Committee* della Bank of England ha deciso di innalzare il tasso ufficiale di 25 punti base, al 5,0 per cento, lasciandolo invariato nella riunione del 6-7 dicembre. Nell'insieme, il ritmo di crescita dovrebbe restare sostanzialmente invariato nei prossimi trimestri.

## 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. I dati disponibili per alcuni paesi relativi al terzo trimestre segnalano in generale un rallentamento dell'attività economica. Se in gran parte dei paesi la domanda interna ha costituito la determinante principale della crescita, in molti di quelli che hanno aderito all'UE nel 2004 l'espansione economica è stata sostenuta dal robusto risultato delle esportazioni. Nella maggioranza delle economie l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è diminuita in ottobre, soprattutto a causa di un calo della componente energetica riconducibile a un effetto base e agli andamenti favorevoli dei corsi petroliferi sui mercati internazionali.

Nel terzo trimestre la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è scesa allo 0,6 per cento in Danimarca e all'1,0 per cento in Svezia. In entrambi i paesi l'attività economica è stata sorretta da una domanda interna abbastanza robusta. In ottobre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è ulteriormente moderata – all'1,4 per cento – in Danimarca, mentre è rimasta invariata all'1,2 per cento in Svezia.

Nelle tre economie principali dell'Europa centrale (Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria) il PIL ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti nel secondo trimestre (in misura rispettivamente pari all'1,0, 1,2 e 0,9 per cento sul periodo precedente), pur registrando una decelerazione rispetto al primo trimestre. Secondo dati preliminari, nel terzo trimestre la crescita del PIL si è ulteriormente moderata in Ungheria. L'espansione del prodotto è stata trainata dalla domanda interna in Polonia e nella Repubblica Ceca, e dalle esportazioni nette in Ungheria. In ottobre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è diminuita in Polonia e nella Repubblica Ceca (rispettivamente all'1,1 e allo 0,8 per cento), rispecchiando soprattutto il calo della componente energetica, mentre è aumentata notevolmente (al 6,3 per cento) in Ungheria, di riflesso agli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte dirette e indirette.

Negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, e in particolare nei paesi balcanici e in Slovacchia, l'attività economica è rimasta vivace. In ottobre l'inflazione è diminuita nella maggior parte delle economie, principalmente per il minor peso della componente energetica, ma è

rimasta relativamente elevata negli Stati baltici. Il 17 novembre la Latvijas Banka ha deciso di innalzare il tasso di riferimento ufficiale di 50 punti base, al 5,0 per cento, in risposta agli andamenti macroeconomici in Lettonia.

Per quanto riguarda i paesi europei non appartenenti all'UE, in Svizzera il PIL in termini reali è aumentato dello 0,4 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre, contro lo 0,7 per cento del secondo trimestre. Mentre gli investimenti privati sono lievemente calati, la spesa delle famiglie è rimasta vigorosa e l'interscambio netto ha fornito un contributo positivo alla crescita. Ciò nonostante, i risultati delle indagini recenti segnalano una leggera moderazione del tasso di incremento del prodotto agli inizi del quarto trimestre. In novembre l'inflazione sui dodici mesi è stata pari allo 0,5 per cento, di poco superiore rispetto al mese precedente.

In Russia la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salita al 7,4 per cento nel secondo trimestre. Un incremento della produzione industriale superiore al 5 per cento sui dodici mesi in ottobre e altri indicatori anticipatori mostrano che nel terzo trimestre l'attività economica si è mantenuta vivace. In ottobre l'inflazione sui dodici mesi è scesa a poco più del 9 per cento, di riflesso al lieve apprezzamento della valuta in termini nominali.

#### **PAESI EMERGENTI DELL'ASIA**

Nei paesi emergenti dell'Asia la crescita prosegue a un ritmo costante, dopo la moderazione registrata in alcune grandi economie della regione nel terzo trimestre. Sia l'attività interna sia l'interscambio con l'estero sono rimasti stabili nell'intera regione. In particolare, nonostante alcuni segnali di indebolimento della domanda estera che hanno riguardato in particolare Singapore e Taiwan, il settore esterno ha generalmente continuato a rappresentare una determinante importante della crescita. L'inflazione non ha subito variazioni di rilievo in ottobre rispetto al mese precedente.

In Cina l'attività economica è rimasta nell'ultimo periodo elevata, dopo la moderazione del tasso di incremento del PIL nel terzo trimestre. In ottobre gli investimenti fissi e la produzione industriale si sono lievemente indeboliti; l'espansione sui dodici mesi delle vendite al dettaglio si è invece ulteriormente intensificata (al 14,3 per cento), a indicare che i consumi interni continuano ad aumentare costantemente. Nel contempo l'avanzo commerciale mensile ha continuato ad aumentare, portando l'avanzo cumulato dei primi dieci mesi dell'anno a 134 miliardi di dollari statunitensi (contro gli 80 miliardi dell'ottobre 2005). I crescenti attivi commerciali, assieme ai costanti afflussi per investimenti diretti esteri, si sono associati a un ulteriore incremento delle riserve ufficiali. Poiché anche i prestiti bancari e la moneta hanno continuato a crescere a ritmi sostenuti, in novembre la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha aumentato di 50 punti base – al 9 per cento – la riserva obbligatoria sui depositi, per la terza volta nel corso di quest'anno. Con riferimento ai prezzi, le spinte inflazionistiche sono rimaste quasi invariate e in ottobre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) era pari all'1,4 per cento. In Corea la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa lievemente nel terzo trimestre (al 4,6 per cento, dal 5,3 del trimestre precedente), in quanto la dinamica dei consumi privati si è moderata.

Le prospettive economiche per i paesi emergenti dell'Asia rimangono nell'insieme favorevoli, sorrette dall'aumento costante della domanda interna. Una crescita robusta, sebbene in via di moderazione, in Cina dovrebbe sostenere le esportazioni e l'attività nella regione. Ciò nonostante, l'eccesso di capacità produttiva in alcuni settori dell'economia cinese continui a rappresentare un rischio al ribasso per queste prospettive.

## AMERICA LATINA

Nella maggior parte dei paesi dell'America latina l'attività è rimasta vivace nel terzo trimestre, grazie al vigore della domanda interna e agli andamenti favorevoli dei corsi delle materie prime. Per quanto riguarda i prezzi, nelle economie principali l'inflazione non ha registrato variazioni di rilievo in ottobre. In Messico la crescita del PIL reale sul periodo corrispondente è scesa al 4,6 per cento nel terzo trimestre, dopo il notevole incremento (circa il 6 per cento) della prima metà dell'anno. Il calo è dovuto soprattutto alla relativa debolezza dei comparti del settore manifatturiero esposti al rallentamento della domanda estera proveniente dagli Stati Uniti. In Brasile gli indicatori dell'attività economica mostrano una lieve ripresa nel terzo trimestre, con un incremento del PIL reale pari al 3,2 per cento sul periodo corrispondente. In Argentina gli indicatori disponibili evidenziano un'accelerazione dell'attività, trainata dal vigore della domanda interna e delle esportazioni nel terzo trimestre. In ottobre l'inflazione sui dodici mesi è salita lievemente, a oltre il 10 per cento. Guardando al futuro, le prospettive per la regione restano favorevoli. Il principale rischio verso il basso continua a essere rappresentato da un rallentamento della domanda estera superiore alle attese.

## 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In ottobre e novembre i corsi del petrolio sono stati piuttosto volatili e il prezzo del greggio di qualità Brent ha oscillato tra 58 e 62 dollari al barile. Tale variabilità ha riflesso una serie di andamenti contrastanti. Da un lato l'annuncio dell'OPEC di una riduzione più elevata del previsto (in misura pari a circa 1,2 milioni di barili al giorno) degli attuali livelli di produzione a partire da novembre, congiuntamente alla flessione pronunciata in termini relativi delle scorte statunitensi, ha esercitato spinte al rialzo sui prezzi. Dall'altro, notizie contraddittorie sulla capacità dell'OPEC di attuare le riduzioni annunciate e la moderazione della domanda di combustibile per riscaldamento dovuta alle temperature relativamente miti nel Nord America e in Europa hanno attenuato le suddette spinte. Più di recente, le attese di un ulteriore ridimensionamento della produzione dell'OPEC in dicembre e di un nuovo calo delle scorte petrolifere statunitensi hanno mantenuto le quotazioni del greggio su livelli superiori ai 60 dollari al barile. Il 6 dicembre il greggio di qualità Brent era scambiato a 63,7 dollari al barile.

Le aspettative di una domanda vivace, nel contesto di un margine di capacità inutilizzata contenuto, continuano a mantenere i prezzi del petrolio su livelli relativamente elevati, oltre ad accrescerne la sensibilità di fronte a turbative inattese. Sulla base delle informazioni desunte dai contratti *future*, gli operatori si attendono un aumento delle quotazioni petrolifere nel corso del 2007.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono notevolmente aumentati in ottobre e agli inizi di novembre, in quanto i forti rincari dei

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



beni alimentari (e in particolare dei cereali) hanno più che compensato la flessione dei corsi dei metalli non ferrosi. L'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche è salito a un nuovo massimo storico in novembre, risultando superiore di circa il 34 per cento rispetto al livello di un anno prima.

### **1.3 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 generalmente favorevoli. Benché il complessivo indebolimento degli indicatori anticipatori compositi a partire da marzo segnali una possibile moderazione dell'attività nell'insieme dei paesi dell'OCSE durante i prossimi mesi, la parziale ripresa di settembre potrebbe significare che tale moderazione sarà di entità limitata.

I rischi per le prospettive mondiali rimangono lievemente sbilanciati verso il basso. Quelli derivanti dal mercato petrolifero si sono attenuati rispetto ad alcuni mesi addietro, anche se i prezzi restano elevati nel contesto di una notevole volatilità e i contratti *future* indicano aspettative di un nuovo aumento delle quotazioni. Persistono inoltre i rischi connessi a un disordinato riassorbimento degli squilibri economici internazionali e a un'intensificazione delle spinte protezionistiche.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Nel periodo da luglio a ottobre la crescita della moneta e del credito è rimasta vigorosa, sospinta dal basso livello dei tassi di interesse nell'area dell'euro e dal perdurante vigore dell'attività economica. Nel contempo gli ultimi dati avvalorano la tesi secondo la quale i recenti incrementi dei tassi di interesse di riferimento della BCE stanno influenzando sugli andamenti monetari. In particolare, negli ultimi mesi vi sarebbero state ulteriori riallocazioni da depositi overnight verso componenti di M3 meno liquide ma a maggiore remunerazione. Nel complesso, la vigorosa crescita della moneta e del credito in condizioni di liquidità abbondante continua a segnalare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine, soprattutto in un contesto di migliorate condizioni economiche.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO

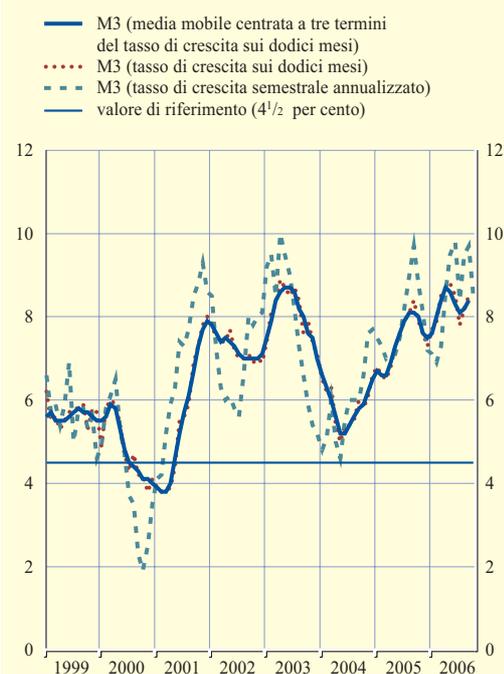
Nel terzo trimestre la crescita sul periodo corrispondente di M3, ancorché lievemente inferiore al trimestre precedente (all'8,1 per cento dall'8,7), è rimasta nondimeno vigorosa (cfr. figura 4). I dati trimestrali celano un rafforzamento dei tassi di espansione nel corso del trimestre, con la crescita sui dodici mesi di M3 in aumento all'8,5 per cento in settembre, dall'8,2 e dal 7,8 rispettivamente di agosto e luglio. In ottobre il tasso di incremento è rimasto invariato all'8,5 per cento. Il vigore della crescita di M3 è altresì evidente nella sua dinamica a più breve termine, misurata ad esempio dal tasso di variazione sui sei mesi di M3 espresso in ragione d'anno, che ha oscillato in un intervallo compreso fra l'8,5 e il 9,7 per cento nei mesi a partire da luglio. Nel complesso, i dati più recenti indicano una robusta espansione monetaria.

I dati monetari più recenti continuano altresì a suffragare la tesi che la vigorosa dinamica monetaria vada ricondotta al basso livello dei tassi di interesse nell'area dell'euro e alla robusta crescita in atto dell'attività economica, riflessa soprattutto nella forte espansione dei prestiti. Nel contempo i dati recenti confermano che gli aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE a partire da dicembre 2005 stanno avendo un effetto sugli andamenti monetari, ancorché per il momento soprattutto attraverso effetti di sostituzione all'interno di M3. I dati di ottobre, in particolare, suggeriscono che si sono avute ulteriori riallocazioni da depositi *overnight* verso strumenti a maggiore remunerazione inclusi fra gli altri depositi a breve termine.

Dal momento che non si sono osservati segnali di inversione ulteriore delle scorse riallocazioni di portafoglio, come temporaneamente verificatosi nel quarto trimestre del 2005, la serie di M3 ufficiale e quella corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio hanno seguito

Figura 4 Crescita di M3 e valore di riferimento

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



Fonte: BCE.

un andamento analogo (cfr. figura 5). Il tasso di variazione sul periodo corrispondente di quest'ultima continua a essere superiore a quello della serie di M3 ufficiale, sulla quale ancora si riflette l'impatto frenante dell'inversione delle riallocazioni di portafoglio nel quarto trimestre del 2005. Va tuttavia notato che, data l'inevitabile incertezza che caratterizza le stime delle ricomposizioni di portafoglio, la misura che tiene conto della correzione deve essere interpretata con cautela.

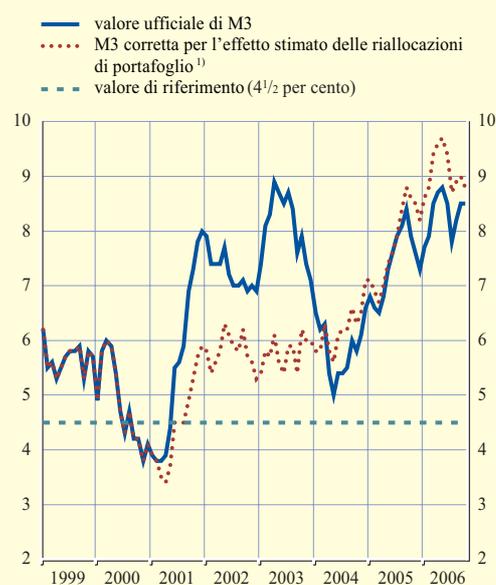
### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Nel terzo trimestre, pur contribuendo ancora in misura significativa all'espansione di M3 nel suo complesso, il tasso di incremento sul periodo corrispondente di M1 ha continuato a diminuire (cfr. figura 6), collocandosi in ottobre al 6,3 per cento dopo il 7,6 e il 9,9 rispettivamente del terzo e del secondo trimestre (cfr. tavola 1).

Quanto all'andamento delle componenti di M1, il tasso di espansione del circolante è stato pari all'11,4 per cento in ottobre, facendo seguito all'11,3 del terzo trimestre e all'11,9 del secondo. La crescita dei depositi *overnight* è diminuita al 5,3 per cento in ottobre, dal 7,0 del terzo trimestre e dal 9,5 del secondo.

**Figura 5 M3 e M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio**

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



Fonte: BCE.

1) Le stime dell'impatto delle riallocazioni di portafoglio su M3 sono costruite sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

**Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 set.	2006 ott.
<b>M1</b>	<b>47,3</b>	<b>10,9</b>	<b>10,3</b>	<b>9,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>
Banconote e monete in circolazione	7,5	14,8	13,4	11,9	11,3	11,0	11,4
Depositi <i>overnight</i>	39,8	10,2	9,8	9,5	7,0	6,5	5,3
<b>M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)</b>	<b>38,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,8</b>	<b>8,4</b>	<b>9,5</b>	<b>9,9</b>	<b>10,8</b>
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	17,7	6,5	9,7	15,2	19,8	21,5	24,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,7	5,3	4,6	3,7	2,4	1,8	1,4
<b>M2</b>	<b>85,7</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,2</b>
<b>M3 - M2 (= strumenti negoziabili)</b>	<b>14,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	<b>9,3</b>	<b>10,5</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>8,7</b>	<b>8,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>7,9</b>	<b>8,7</b>	<b>9,5</b>	<b>9,2</b>	<b>9,4</b>	<b>9,0</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		2,6	2,4	0,9	-0,9	-1,5	-2,4
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		0,0	0,8	0,3	-0,6	-0,8	-0,1
Credito al settore privato		9,4	10,4	11,7	11,9	12,2	12,0
Prestiti al settore privato		9,0	10,1	11,2	11,2	11,4	11,2
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>9,4</b>	<b>8,7</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>	<b>8,7</b>	<b>8,6</b>

Fonte: BCE.

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

La crescita dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* si è ulteriormente rafforzata negli ultimi mesi, raggiungendo il 10,8 per cento in ottobre, dal 9,5 del terzo trimestre e dall'8,4 del secondo. L'andamento è attribuibile soprattutto ai forti incrementi dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), che in ottobre sono aumentati del 24,1 per cento, di gran lunga il più elevato tasso di espansione di questa componente di M3 dall'inizio della serie nel 1998. Nei mesi recenti, per contro, hanno rallentato i depositi a risparmio (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi).

Le dinamiche divergenti dei depositi a breve termine compresi in M3 possono, in larga misura, essere ascritte al crescente differenziale fra la remunerazione dei depositi a termine (che è aumentata sostanzialmente in parallelo ai tassi di interesse del mercato monetario dalla fine del 2005) e quella dei depositi *overnight* (che, come di consueto, ha risentito solo lievemente dell'aumento dei tassi di mercato). L'ampliarsi di questo differenziale ha determinato la sostituzione dei depositi *overnight* con quelli a termine, riducendo così la crescita di M1 ma esercitando un impatto modesto sul dinamismo di M3 nel suo complesso. Dal quarto trimestre del 2005 è altresì aumentato il differenziale fra la remunerazione dei depositi a termine e quella dei depositi a risparmio.

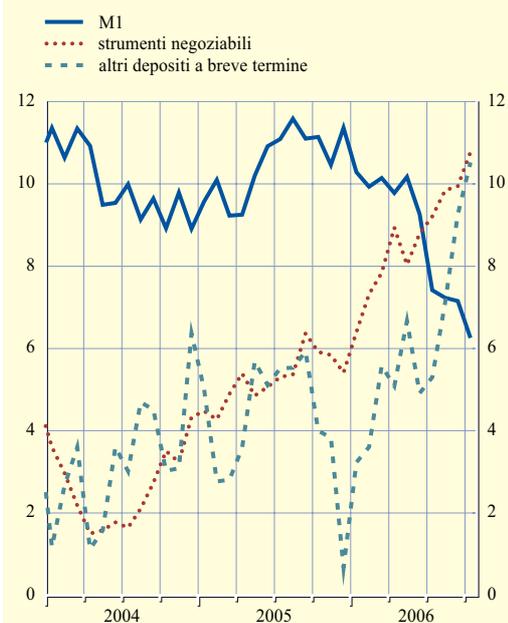
Il tasso di incremento degli strumenti negoziabili è salito al 10,5 per cento in ottobre, facendo seguito al 6,5 del terzo trimestre e al 5,7 del secondo. L'andamento, tuttavia, è risultato da andamenti in parte divergenti delle relative componenti.

Il tasso di variazione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, attività che sono spesso detenute da famiglie e imprese come investimento rifugio rispetto alla volatilità dei mercati finanziari, è lievemente aumentato, seppur rimanendo su un livello modesto rispetto alle altre componenti di M3. In ottobre esso si è collocato al 2,2 per cento, dopo lo 0,8 e il -0,5 rispettivamente del terzo e secondo trimestre.

Sempre in ottobre, per contro, la domanda di titoli di debito con scadenza fino a due anni è cresciuta sul periodo corrispondente al ritmo molto sostenuto del 55,2 per cento, dopo il 36,4 e il 35,9 del terzo e secondo trimestre, rispettivamente. Gli elevati tassi di espansione di questa componente potrebbero essere connessi ai recenti aumenti dei tassi di interesse a breve termine. Dal momento che i titoli di debito a breve termine sono emessi in prevalenza a tasso variabile, gli investitori possono beneficiare degli aumenti dei tassi di interesse che si verificano prima della scadenza del titolo. Inoltre, il tasso di variazione dei contratti pronti contro termine, che spesso mostra un profilo particolarmente volatile negli orizzonti più brevi, è aumentato all'8,6 per cento in ottobre, dopo il 5,8 del terzo trimestre e il 6,7 del secondo.

Figura 6 Principali componenti di M3

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



Fonte: BCE.

Nel terzo trimestre del 2006 la scomposizione per settore della crescita monetaria (basata su dati relativi ai depositi a breve termine e ai contratti pronti contro termine, le componenti di M3 per cui sono disponibili informazioni settoriali) è stata caratterizzata da un profilo lievemente diverso da quello del secondo. Mentre è diminuito nel periodo in esame il contributo degli altri intermediari finanziari (AIF), i contributi delle famiglie e delle società non finanziarie sono stati più stabili nell'insieme, con quello delle famiglie che continua a svolgere un ruolo preponderante ai fini del tasso di crescita complessivo, il quale si conferma sostenuto. In ottobre si è registrata una flessione del tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine per gli AIF (al 13,7 per cento dal 17,3 di settembre) e per le società non finanziarie (al 9,5 per cento dal 10,7); per quanto riguarda le famiglie il tasso di variazione dei depositi è lievemente aumentato (al 5,9 per cento dal 5,8).

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro si è collocato al 9,0 per cento in ottobre, dopo il 9,2 e il 9,5 del terzo e secondo trimestre, rispettivamente. Questo andamento è il risultato di un protratto rallentamento del credito alle amministrazioni pubbliche, mentre la crescita del credito al settore privato si è rafforzata nei trimestri recenti (cfr. tavola 1).

Più precisamente, in ottobre il tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito alle amministrazioni pubbliche è diminuito al -2,4 per cento, dal -0,9 del terzo trimestre e dallo 0,9 del secondo, di riflesso soprattutto al protrarsi del calo nell'acquisizione di titoli di Stato. Nel contempo, il tasso di crescita del credito al settore privato è aumentato in ottobre al 12,0 per cento, dall'11,9 e dall'11,7 rispettivamente del terzo e del secondo trimestre, rispecchiando fra l'altro una vigorosa crescita nell'acquisizione di titoli di debito emessi dal settore privato. I prestiti delle IFM continuano a fornire il principale contributo alla sostenuta crescita del credito al settore privato, con un incremento sul periodo corrispondente dell'11,2 per cento in ottobre (pari a quello osservato in media nel terzo e secondo trimestre). Nei mesi recenti si è confermato l'andamento al rialzo della crescita dei prestiti alle società non finanziarie, mentre i prestiti alle famiglie hanno continuato a rallentare, pur rimanendo su ritmi di espansione elevati (cfr. le sezioni 2.6 e 2.7 sull'andamento settoriale dei prestiti al settore privato).

Fra le altre contropartite di M3, la dinamica degli investimenti in passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) da parte del settore detentore di moneta è rimasta vigorosa negli ultimi mesi (cfr. figura 7). Il tasso di incremento di questi strumenti è risultato dell'8,6 per cento in ottobre, invariato rispetto al terzo trimestre e lievemente al di sotto del secondo, implicando che il loro effetto frenante sulla crescita di M3 è stato sostanzialmente stabile nel recente passato.

**Figura 7 M3 e passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve)**

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



Fonte: BCE.

In ottobre il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero delle IFM è stato pari a 47 miliardi di euro, dopo i 25 miliardi di settembre. Ciò comporta un modesto impatto al rialzo sulla crescita di M3, benché nel complesso la posizione sull'estero sia rimasta pressoché in pareggio (cfr. figura 8).

In conclusione, la crescita della moneta e del credito è rimasta vigorosa, sospinta principalmente dal basso livello dei tassi di interesse nell'area dell'euro e dal rafforzamento dell'attività economica. Il credito ha continuato a fornire il contributo principale alla forte crescita di M3, mentre la vigorosa domanda di passività finanziarie a più lungo termine ha esercitato un effetto frenante. I modesti flussi delle attività nette sull'estero delle IFM nei mesi recenti hanno implicato soltanto un esiguo contributo esterno alla crescita di M3.

#### VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO

La dinamica più recente di M3 ha comportato un'ulteriore espansione della liquidità nel terzo trimestre, come indicato dalle misure disponibili di *gap* monetario, portandola nuovamente a collocarsi sui livelli massimi dall'inizio della Terza fase dell'UEM. In ottobre, tuttavia, le misure di *gap* monetario nominale costruite sia sulla base della serie ufficiale di M3 sia su quella corretta per le riallocazioni di portafoglio si sono stabilizzate. Dato che non si sono avuti segnali di ulteriori inversioni delle scorse riallocazioni di portafoglio, temporaneamente riprese nell'ultimo trimestre dello scorso anno, le due misure di *gap* monetario hanno continuato a registrare andamenti paralleli nel recente passato, rimanendo però su livelli molto diversi, con valori notevolmente inferiori per quella basata sulla serie di M3 corretta (cfr. figura 9).

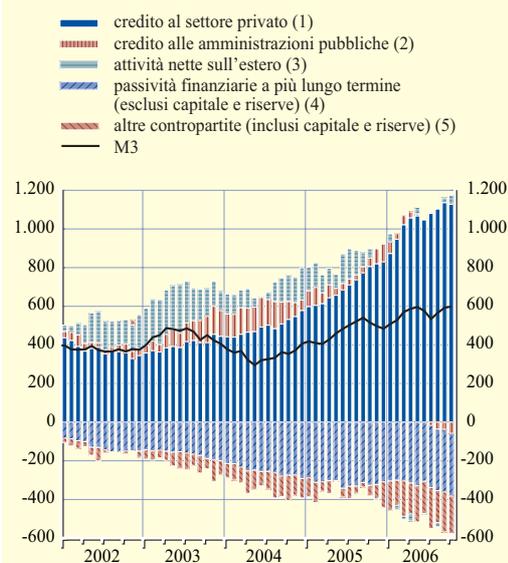
Le misure di *gap* monetario reale tengono conto del fatto che l'eccesso di liquidità accumulato è stato in parte assorbito dal rialzo dei prezzi, riflettendo deviazioni verso l'alto dell'inflazione rispetto alla definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Pertanto, le misure di *gap* monetario reale calcolate sia sulla serie ufficiale di M3 sia su quella corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio risultano entrambe inferiori alle corrispondenti misure di *gap* monetario nominale (cfr. figure 9 e 10).

Queste semplici misure, tuttavia, costituiscono solo stime imperfette delle condizioni di liquidità. In particolare, i loro livelli presentano un notevole grado di incertezza (di riflesso, ad esempio, al fatto che la scelta del periodo base è in certa misura arbitraria) e devono pertanto essere considerati con cautela. Questa incertezza è ben illustrata dall'ampio intervallo di stime derivate dalle quattro misure sopra descritte.

Nondimeno, malgrado l'incertezza delle singole stime, il quadro complessivo delineato da queste misure indica che le condizioni di liquidità nell'area dell'euro sono abbondanti. Una crescita sostenuta della moneta e del credito in un contesto di liquidità già abbondante implica rischi al rialzo per

**Figura 8 Contropartite di M3**

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

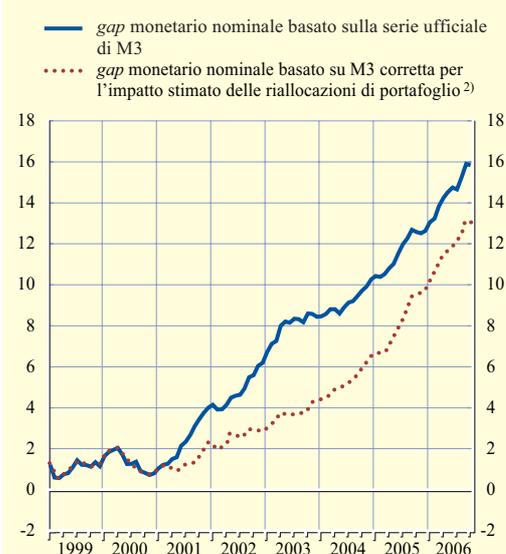


Fonte: BCE.

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

**Figura 9 Stime del *gap* monetario nominale <sup>1)</sup>**

(in percentuale rispetto allo stock di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)



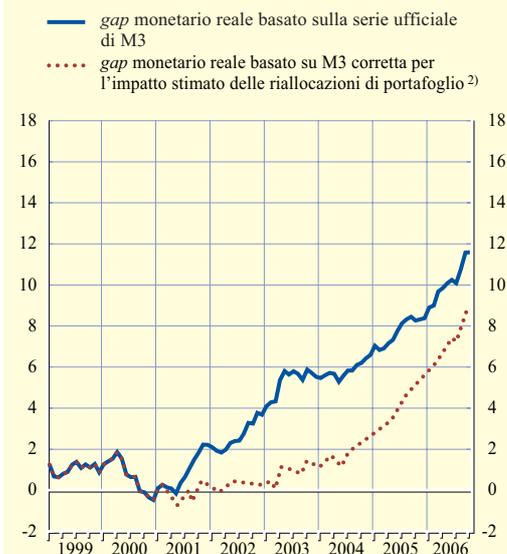
Fonte: BCE.

1) La misura del *gap* monetario nominale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre 1998 (utilizzato come periodo base).

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

**Figura 10 Stime del *gap* monetario reale <sup>1)</sup>**

(in percentuale rispetto allo stock di M3 in termini reali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)



Fonte: BCE.

1) La misura del *gap* monetario reale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e il livello di M3 in termini reali risultante da una crescita nominale di M3 costante e pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da una inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (utilizzando dicembre 1998 come periodo base).

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine, in particolare in un contesto di miglioramento delle condizioni economiche.

## 2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

*Nel secondo trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari da parte del settore non finanziario è diminuito marginalmente. I dati sugli investitori istituzionali nella prima metà del 2006 indicano che gli afflussi nei fondi comuni riflettono in larga misura investimenti indiretti attraverso società di assicurazione e fondi pensione piuttosto che investimenti diretti da parte del settore privato non finanziario.*

### SETTORE NON FINANZIARIO

Nel secondo trimestre (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati trimestrali dei conti finanziari) il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi da parte del settore non finanziario nell'area dell'euro è marginalmente diminuito al 4,9 per cento,

**Tavola 2 Investimenti finanziari del settore non finanziario nell'area dell'euro**

	Consistenze in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>
Circolante e depositi	37	5,2	5,3	5,8	5,9	5,7	5,8	5,4	6,0	6,2	6,0
Titoli non azionari	11	-2,3	1,4	2,2	4,1	3,9	3,5	2,6	2,5	5,0	5,4
di cui: a breve termine	1	-1,3	24,7	29,4	35,6	15,8	8,2	5,7	-3,4	13,8	11,8
a lungo termine	10	-2,4	-0,6	-0,3	1,0	2,6	3,0	2,2	3,3	3,8	4,6
Quote di fondi comuni	12	5,2	3,3	2,3	1,7	1,8	2,4	3,6	4,1	3,1	2,0
di cui: quote e partecipazioni in fondi comuni (esclusi quelli monetari)	9	5,8	3,7	2,9	2,5	3,2	3,9	5,2	5,2	4,0	2,7
quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	2	3,0	1,6	0,1	-1,6	-3,3	-3,4	-1,9	-0,1	-0,4	-0,8
Azioni quotate	15	1,9	3,8	3,0	1,2	1,1	-0,9	-1,7	1,0	-1,2	-0,1
Riserve tecniche di assicurazione	25	6,9	6,8	6,7	6,9	6,8	7,0	7,2	7,3	7,5	7,2
M3 <sup>2)</sup>		6,3	5,4	6,0	6,6	6,5	7,6	8,4	7,3	8,5	8,5
Guadagni e perdite su titoli detenuti dal settore non finanziario rispetto al periodo corrispondente (in percentuale del PIL)		8,7	4,2	3,5	2,4	2,8	4,4	8,0	6,9	9,8	5,7

Fonte: BCE.

 Nota: per dettagli, cfr. la tavola 3.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino.

1) Dati relativi alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

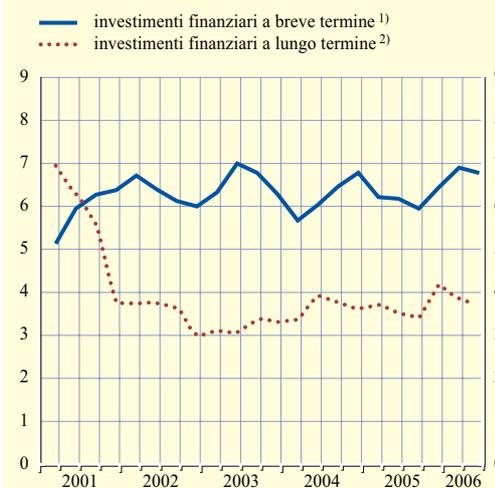
2) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dalle IFM (ossia il settore non finanziario e le istituzioni finanziarie non monetarie) presso le IFM e le Amministrazioni centrali dell'area dell'euro.

dal 5,0 del trimestre precedente (cfr. tavola 2). La flessione riflette un minor tasso di crescita degli investimenti finanziari a breve termine, mentre quello degli investimenti finanziari a lungo termine è rimasto sostanzialmente invariato. Nel contempo i primi hanno continuato a crescere a un ritmo molto più sostenuto di quello dei secondi (cfr. figura 11).

L'invariato tasso di incremento degli investimenti finanziari a lungo termine, al 3,8 per cento nel primo e nel secondo trimestre, è il risultato di andamenti divergenti fra gli strumenti. Il rallentamento degli investimenti in quote di fondi comuni (esclusi quelli di mercato monetario) e in prodotti assicurativi e pensionistici (riflessi nelle riserve tecniche di assicurazione) è stato compensato dall'accelerazione degli investimenti in titoli di debito a lungo termine e da un minor tasso di contrazione negli acquisti di azioni quotate. Il lieve rallentamento negli investimenti finanziari a breve termine, al 6,8 per cento nel secondo trimestre dal 6,9 nel precedente, riflette quello nei quantitativi di contante detenuti.

**Figura 11 Investimenti finanziari del settore non finanziario**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Comprende circolante e depositi a breve termine, titoli di debito a breve termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, riserve premi e riserve sinistri.

2) Comprende depositi a lungo termine, titoli di debito a lungo termine, azioni quotate, quote e partecipazioni in fondi comuni esclusi quelli monetari, diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione.

Nel complesso, i depositi a breve termine e i prodotti assicurativi e pensionistici, due categorie che si collocano in genere su lati opposti dell'orizzonte di investimento, hanno confermato il loro ruolo principale negli investimenti finanziari del settore non finanziario, con un contributo di 3,9 punti percentuali all'aumento del 4,9 per cento del secondo trimestre (cfr. il riquadro 1 per un'analisi delle attività delle famiglie investite in società di assicurazione e in fondi pensione).

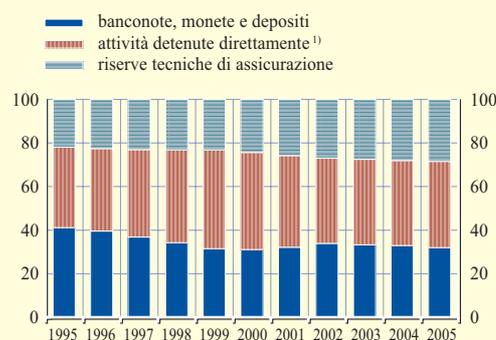
#### Riquadro 1

### GLI INVESTIMENTI DELLE FAMIGLIE IN SOCIETÀ DI ASSICURAZIONE E FONDI PENSIONE

Le famiglie in genere investono i propri capitali in abitazioni e/o attività finanziarie<sup>1)</sup>. A seconda della struttura del sistema pensionistico (ovvero l'importanza degli accantonamenti pensionistici pubblici a fronte di quelli del settore privato), una parte considerevole della ricchezza finanziaria delle famiglie può, a sua volta, essere investita in società di assicurazione e fondi pensione (SAFP). È importante esaminare questo tipo di investimento ai fini dell'analisi monetaria ed economica. Ad esempio, dal momento che le famiglie e gli investitori istituzionali operano scelte diverse relativamente all'ammontare di moneta detenuta, le variazioni degli investimenti delle famiglie nei SAFP hanno un impatto sull'andamento monetario<sup>2)</sup>. La crescita delle consistenze di moneta detenute dalle famiglie è generalmente più lenta e meno volatile di quella delle consistenze detenute dagli investitori istituzionali. Inoltre, la variazione della ricchezza detenuta sotto forma di prodotti assicurativi e pensionistici, anziché in altre attività delle famiglie, può comportare differenze nel meccanismo di trasmissione monetaria. In questo contesto, il presente riquadro esamina gli investimenti delle famiglie nei SAFP durante il periodo compreso tra il 1995 e il 2005.

**Figura A Composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie**

(in percentuale sul totale della ricchezza finanziaria detenuta dalle famiglie)



Fonte: BCE.

1) le attività detenute direttamente dalle famiglie includono i prestiti, i titoli e altri conti attivi detenuti direttamente dal settore delle famiglie.

### Importanza dei prodotti assicurativi e pensionistici nel portafoglio finanziario delle famiglie

Nel conto finanziario dell'Unione monetaria, gli investimenti del settore delle famiglie in società di assicurazione e fondi pensione figurano nelle cosiddette riserve tecniche di assicurazione, costituite dalla ricchezza netta investita dalle famiglie in assicurazioni sulla vita e in fondi pensione (che rappresentano le tipiche attività a lungo termine derivanti dalle polizze di assicurazione sulla vita e dalle pensioni) nonché dalle riserve premi e dalle riserve sinistri (che comprendono prevalentemente attività a breve termine derivanti da qualsiasi tipo di contratto assicurativo o pensionistico). La figura A mostra che in media nel periodo dal 1995 al 2005 le riserve tecniche di assicurazione hanno rappresentato approssimativamente il 25 per cento delle attività finanziarie delle famiglie. La figura

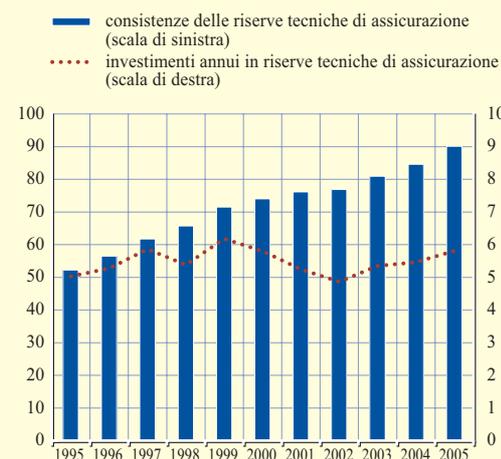
- 1) Cfr. anche il riquadro *Le stime della ricchezza immobiliare delle famiglie nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino. Nell'intero riquadro, il settore delle famiglie comprende le famiglie e le istituzioni senza fini di lucro che offrono servizi alle famiglie.
- 2) Cfr. anche il riquadro *Il ruolo di intermediazione delle società di assicurazione e dei fondi pensione e il suo impatto sulle dinamiche monetarie* nel numero di giugno 2005 di questo Bollettino.

illustra altresì che la loro quota rispetto alla ricchezza finanziaria complessiva è costantemente aumentata nel periodo in esame, dal 21 per cento del 1995 al 28 del 2005.

La figura B mostra che l'ammontare della ricchezza delle famiglie investito in prodotti assicurativi e pensionistici è aumentato in misura sostanziale negli ultimi dieci anni, al 90 per cento del reddito disponibile nel 2005. In confronto, la ricchezza detenuta in circolante e depositi è rimasta sostanzialmente invariata in rapporto al reddito disponibile. Tuttavia, l'ammontare di ricchezza in essere riflette l'impatto cumulato degli investimenti e delle plusvalenze da rivalutazione<sup>3)</sup>, cosicché la decisione di investire in prodotti assicurativi e pensionistici è meglio valutata sulla base delle transazioni. In media, nell'ultimo decennio le transazioni di investimento in riserve tecniche di assicurazione è ammontato al 5,5 per cento del reddito disponibile delle famiglie (cfr. figura B), rappresentando poco più di un terzo del saggio di risparmio aggregato delle famiglie.

**Figura B Investimenti delle famiglie in società di assicurazione e fondi pensione**

(in percentuale del reddito disponibile)



Fonte: BCE.

### Motivazioni alla base dell'andamento recente dei prodotti assicurativi e pensionistici

Due ampie categorie di ragioni possono essere avanzate per spiegare la quota significativa di prodotti assicurativi e pensionistici negli investimenti finanziari delle famiglie. In primo luogo, in una prospettiva ciclica, l'afflusso relativamente stabile verso le riserve tecniche di assicurazione, soprattutto rispetto ad altre forme di investimento finanziario accessibili alle famiglie come il capitale di rischio o i titoli non azionari, suggerisce che la combinazione di rischio e rendimento offerto dai prodotti SAFP è stata nel complesso attraente in un periodo in cui i mercati azionari hanno attraversato un ciclo pronunciato di forte ascesa e repentino calo.

In secondo luogo, in una prospettiva a più lungo termine o strutturale, la domanda di investimenti in SAFP è stata sospinta da una crescente consapevolezza da parte delle famiglie delle sfide poste dall'invecchiamento della popolazione e della necessità di assicurarsi benefici adeguati in età avanzata<sup>4)</sup>. Questo andamento è stato rafforzato dalle recenti riforme degli schemi pensionistici pubblici obbligatori, che in genere hanno ridotto la generosità del sistema, collegando il livello dei benefici all'aspettativa di vita<sup>5)</sup>. In misura minore, anche gli incentivi fiscali e la maggior enfasi sui piani pensionistici privati hanno sostenuto la propensione delle famiglie ad acquisire prodotti delle SAFP. Nel complesso è probabile che perduri il quadro generale emerso nella figura A, ovvero una quota di riserve tecniche di assicurazione in aumento nella ricchezza

3) Le plusvalenze da rivalutazione delle attività non comportano riserve tecniche di assicurazione più elevate nei piani a benefici definiti, cosa che invece avviene nelle strutture a contributi definiti.

4) Cfr. anche l'articolo *Evoluzione demografica nell'area dell'euro: previsione e conseguenze* nel numero di ottobre 2006 di questo Bollettino.

5) Whiteford, P., Whitehouse, E. (2006), "Pension challenges and pension reforms in OECD countries", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 22, n. 1.

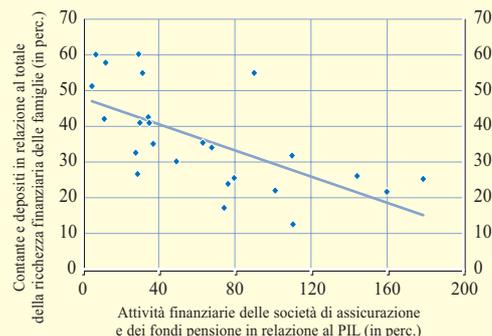
finanziaria delle famiglie e una di circolante e depositi in diminuzione.

Alcune evidenze a sostegno di questa ipotesi sono fornite dalla figura C, che mostra, su un campione di 25 paesi OCSE su 30, che un maggiore settore SAFP rispetto al PIL è in genere connesso a una quota inferiore di circolante e depositi nella ricchezza finanziaria delle famiglie, suggerendo che, nei sistemi finanziari più evoluti, la ricchezza finanziaria è detenuta in misura minore sotto forma di circolante e depositi. La collocazione di un paese in questo schema riflette altresì numerosi fattori, quali la struttura demografica del paese, la maturità del settore dei fondi pensione e la posizione di bilancio del governo.

Nel complesso, il ruolo di intermediazione dei SAFP, riflesso nell'andamento delle riserve tecniche di assicurazione, è aumentato negli anni recenti e si può prevedere che acquisisca ulteriore importanza con la presa di coscienza da parte delle famiglie circa la necessità di un accantonamento pensionistico privato. La comprensione di questi collegamenti e delle relative implicazioni per l'analisi economica e monetaria dipende ovviamente dalla reperibilità di dati dettagliati e tempestivi sulle transazioni e i bilanci dei SAFP.

**Figura C Contante e depositi detenuti dalle famiglie in relazione alla dimensione del settore delle società di assicurazione e dei fondi pensione**

(medie annue per il periodo 2001-2004)



Fonti: BCE, OCSE, banche centrali nazionali e istituti statistici nazionali. Nota: il campione è costituito da 25 paesi dell'OCSE.

## INVESTITORI ISTITUZIONALI

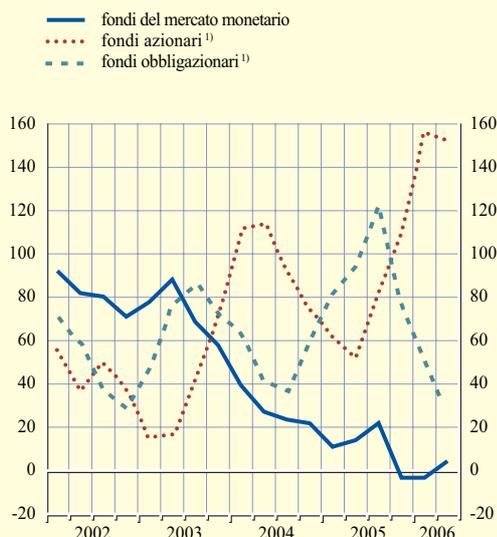
Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del valore delle attività totali dei fondi di investimento nell'area dell'euro è diminuito al 19,1 per cento nel secondo trimestre, dal 28,1 di quello precedente. Le variazioni del valore delle attività totali detenute comprendono effetti di rivalutazione e possono pertanto non fornire un quadro completo sulle scelte di investimento degli investitori istituzionali. I dati forniti dall'EFAMA<sup>1)</sup> mostrano che le vendite nette annuali di fondi obbligazionari sono ulteriormente diminuite nel secondo trimestre rispetto a quello precedente, mentre gli afflussi netti annuali verso fondi azionari sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. figura 12). Tuttavia, dati i crescenti afflussi verso fondi misti, le vendite nette annuali totali di fondi di investimento (esclusi i fondi di mercato monetario) sono ulteriormente aumentate. Nel contempo i flussi netti annuali nei fondi di mercato monetario sono diventati lievemente positivi.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi delle società di assicurazione e dei fondi pensione nell'area dell'euro è rimasto invariato al 6,9 per cento nel secondo trimestre (cfr. figura 13). Il maggior contributo di depositi e prestiti erogati è stato compensato da un minor contributo sia degli investimenti in titoli di debito sia di quelli in quote di fondi comuni. Tuttavia, nonostante il lieve calo, il tasso di espansione di questi ultimi si è collocato ancora su un livello elevato rispetto agli anni scorsi. Il tasso di crescita degli investimenti in azioni quotate è rimasto sostanzialmente invariato.

1) La *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA) fornisce dati sulle vendite nette (o sugli afflussi netti) di fondi azionari e obbligazionari aperti sottoposti a offerta pubblica per Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Austria, Portogallo e Finlandia. Per ulteriori informazioni cfr. il riquadro *Il recente andamento dei flussi netti relativi ai fondi azionari e obbligazionari dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2004 di questo Bollettino.

**Figura 12 Flussi netti annuali verso i fondi d'investimento (per categoria)**

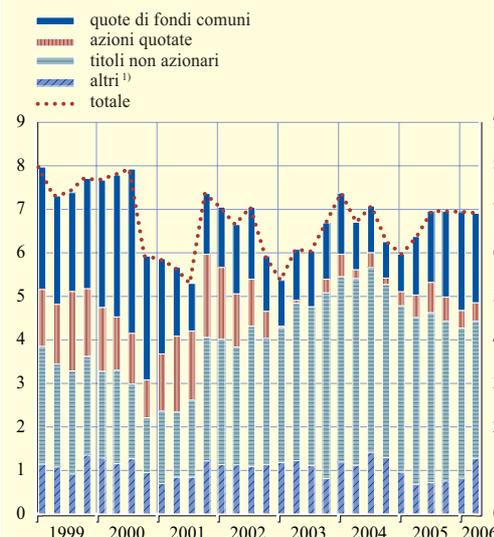
(in miliardi di euro)



Fonti: BCE ed EFAMA.  
1) Elaborazioni della BCE basate su dati nazionali forniti dalla EFAMA.

**Figura 13 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione**

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



Fonte: BCE.  
1) Comprende prestiti, depositi e riserve tecniche di assicurazione.

Nel complesso, i dati più recenti confermano il profilo degli investimenti finanziari emerso nel primo trimestre: il settore non finanziario ha continuato a investire in misura considerevole in prodotti assicurativi e pensionistici, mentre le società di assicurazione e i fondi pensione, a loro volta, hanno continuato a investire in fondi comuni (esclusi quelli di mercato monetario) una quota molto più cospicua di questi capitali rispetto agli anni passati.

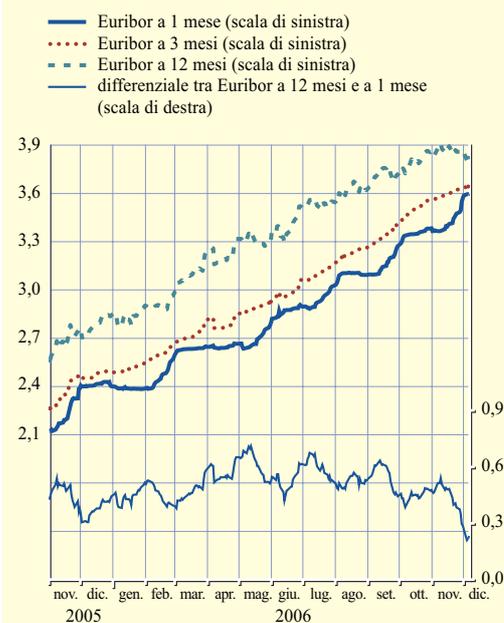
### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*Fra settembre e l'inizio di dicembre i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati su tutte le scadenze, a fronte dell'intensificarsi delle attese di ulteriori incrementi dei tassi di riferimento della BCE, specie alla fine dell'anno. Nello stesso periodo la pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario è diminuita, raggiungendo il livello più basso del 2006.*

I tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati considerevolmente dall'inizio di settembre. In novembre i tassi con scadenza a dodici mesi sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre quelli con scadenza a uno e a tre mesi hanno continuato a crescere, di riflesso alle aspettative di un rialzo dei tassi di riferimento della BCE alla fine dell'anno. Il 6 dicembre i tassi a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente al 3,60, 3,65, 3,74 e 3,83 per cento, con un incremento di 50, 39, 28 e 20 punti base rispetto ai livelli del 1° settembre. L'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è sensibilmente diminuita in settembre e, dopo un leggero aumento in ottobre, è ulteriormente calata in novembre, toccando così il livello più basso del 2006 (cfr. figura 14).

**Figura 14 Tassi di interesse del mercato monetario**

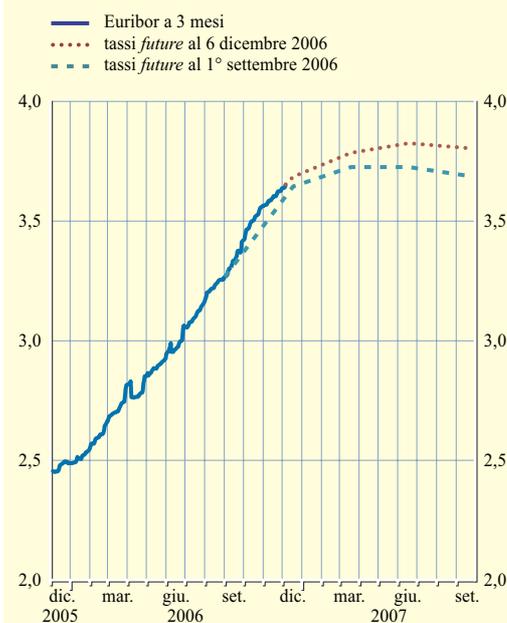
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Reuters.

**Figura 15 Tasso di interesse a tre mesi e tassi *future* nell'area dell'euro**

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



Fonte: Reuters.

Nota: quotazioni Liffe dei contratti *future* a tre mesi con consegna alla fine del trimestre corrente e dei successivi tre trimestri.

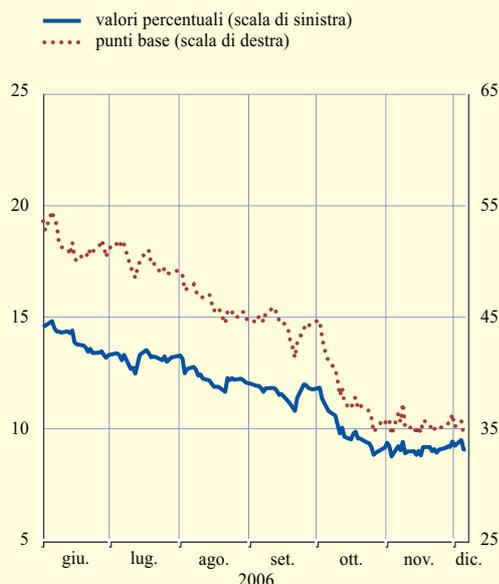
Dall'inizio di settembre gli operatori di mercato hanno lievemente rivisto al rialzo le attese circa la dinamica dei tassi a breve termine nel 2007. Tale correzione trova riscontro nei tassi di interesse impliciti nei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo, giugno e settembre 2007, i quali il 6 dicembre erano rispettivamente pari a 3,79, 3,82 e 3,81, in rialzo di 6, 10 e 11 punti base dai livelli del 1° settembre (cfr. figura 15).

Negli ultimi tre mesi la volatilità implicita ricavata dalle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi ha continuato a ridursi, raggiungendo nuovi minimi storici in novembre. Ciò indica che l'incertezza degli operatori riguardo all'evoluzione dei tassi di interesse a breve termine a fine 2006 e inizio 2007 rimane molto bassa (cfr. figura 16).

Il 5 ottobre il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 25 punti base i tassi di riferimento della BCE. A seguito della decisione, i tassi di interesse nel segmento a brevissimo termine della curva dei rendimenti del mercato monetario sono aumentati. Nei periodi di mantenimento terminati il 5 settembre e il 10 ottobre il differenziale fra l'Eonia e il tasso minimo di offerta si è ridotto significativamente, anche per effetto dell'aggiudicazione di un ammontare di liquidità superiore a quello di riferimento pubblicato per le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) dell'Eurosistema. In siffatto contesto, il volume di liquidità aggiudicata in eccesso del livello di riferimento è stato gradualmente portato a zero. Nel periodo di mantenimento terminato il 7 novembre il differenziale fra l'Eonia e il tasso minimo di offerta è progressivamente aumentato. Al fine di contrastare tale andamento, a partire dall'ultima operazione di rifinanziamento principale del periodo l'Eurosistema ha aggiudicato un miliardo di euro in più rispetto all'importo di riferimento pubblicato. Un resoconto più dettagliato delle dinamiche

**Figura 16** Volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi con scadenza a giugno 2007

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

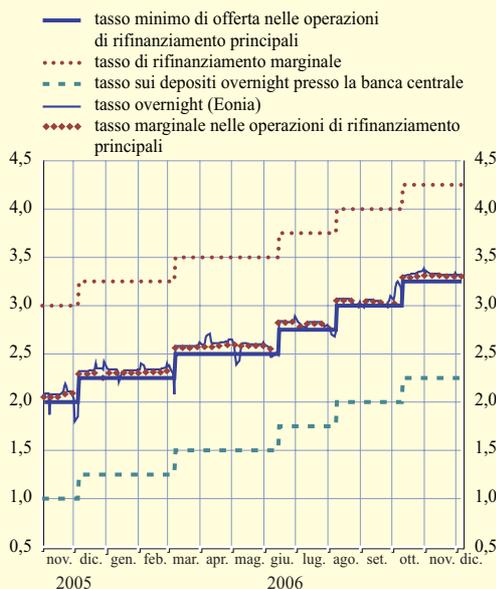


Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: la misura della volatilità espressa in termini di punti base è ottenuta come prodotto della volatilità implicita in valori percentuali e il corrispondente livello del tasso d'interesse (cfr. anche il riquadro *Le misure di volatilità implicita desunte dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi di interesse a breve termine* nel numero di maggio 2002 di questo Bollettino).

**Figura 17** Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Reuters.

dell'Eonia durante i tre periodi di mantenimento indicati è fornito nel riquadro 2. Nelle prime quattro settimane del periodo di mantenimento iniziato l'8 novembre l'Eonia è risultato stabile al 3,32-3,33 per cento, ossia a 7-8 punti base al disopra del tasso minimo di offerta (cfr. figura 17).

Il differenziale fra il tasso marginale nelle aste settimanali delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema e il tasso minimo di offerta è diminuito da 5 a 0 punti base in ciascuno dei periodi di mantenimento terminati il 5 settembre e il 10 ottobre, per poi tornare a crescere a 6 punti base nel periodo conclusosi il 7 novembre.

Nelle tre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolate il 28 settembre, il 26 ottobre e il 30 novembre i tassi marginali erano rispettivamente inferiori di 11, 7 e 6 punti base all'Euribor a tre mesi prevalente a quelle stesse date.

**Riquadro 2**

**OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA E CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ DAL 9 AGOSTO AL 7 NOVEMBRE 2006**

Questo riquadro esamina la gestione della liquidità da parte della BCE nel corso dei tre periodi di mantenimento delle riserve conclusi rispettivamente il 5 settembre, il 10 ottobre e il 7 novembre 2006.

## Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Nel periodo in esame, il fabbisogno di liquidità delle banche è rimasto sostanzialmente invariato (cfr. figura A), aumentando solo di 3 miliardi di euro a causa di un incremento dei fattori autonomi e di un più elevato livello dell'obbligo di riserva; entrambi i fattori hanno contribuito in eguale misura al fabbisogno di liquidità. Le banconote in circolazione, che costituiscono il più rilevante dei fattori autonomi (di assorbimento di liquidità), hanno raggiunto un massimo storico di 597 miliardi di euro il 3 novembre.

Nel complesso, i fattori autonomi hanno contribuito in media per 264,5 miliardi di euro al disavanzo di liquidità dell'Eurosistema nel periodo in esame, mentre gli obblighi di riserva, che rappresentano l'altra fonte importante di fabbisogno di liquidità delle banche, hanno contribuito per 166,1 miliardi di euro. L'eccedenza giornaliera media delle riserve (ossia la media giornaliera dei depositi di conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria) vi ha concorso in media per 0,68 miliardi di euro. L'eccedenza media delle riserve ha raggiunto 0,60 e 0,67 miliardi di euro nei periodi di mantenimento conclusi rispettivamente il 5 settembre e il 10 ottobre ed è salita ulteriormente a 0,79 miliardi di euro nel periodo chiuso il 7 novembre (cfr. figura B).

## Offerta di liquidità e tassi di interesse

Parallelamente all'incremento della domanda di liquidità, il volume delle operazioni di mercato aperto è rimasto sostanzialmente invariato (cfr. figura A). La liquidità fornita con le operazioni di rifinanziamento principale (ORP) è stata in media pari a 311,3 miliardi di euro. Il rapporto tra gli importi richiesti dalle controparti e quelli aggiudicati (il *bid-cover ratio*) ha oscillato tra 1,00 e 1,24, collocandosi in media all'1,15 nel periodo.

La liquidità fornita con le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine è rimasta stabile a 120 miliardi di euro nel periodo considerato.

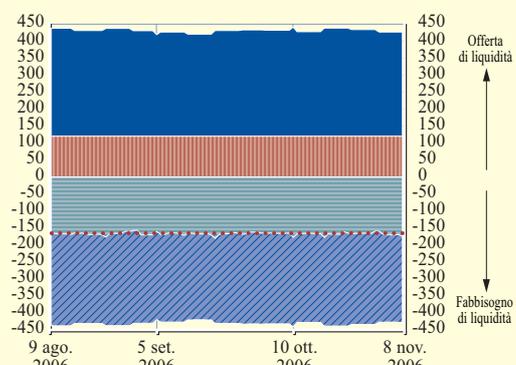
## Periodo di mantenimento terminato il 5 settembre

Il 3 agosto, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare il tasso minimo di offerta e i tassi sui depositi presso la banca centrale e sulle operazioni di rifinanziamento marginale

**Figura A Fabbisogno di liquidità del sistema bancario e offerta di liquidità**

(miliardi di euro; in corrispondenza di ciascuna voce sono riportate le medie giornaliere per l'intero periodo)

- operazioni di rifinanziamento principali: 311,30 miliardi di euro
- operazioni di rifinanziamento a più lungo termine: 120,0 miliardi di euro
- riserve detenute in conto corrente: 166,81 miliardi di euro
- livello della riserva obbligatoria (riserva obbligatoria: 166,13 miliardi di euro; riserve in eccesso: 0,68 miliardi di euro)
- fattori autonomi: 264,46 miliardi di euro



Fonte: BCE.

**Figura B Riserve in eccesso <sup>1)</sup>**

(miliardi di euro; livelli medi in ciascun periodo di mantenimento)



Fonte: BCE.

1) Depositi di conto corrente delle banche presso l'Eurosistema che eccedono la riserva obbligatoria.

di 25 punti base al 3,00, al 2,00 e al 4,00 per cento rispettivamente. La variazione è divenuta effettiva dal 9 agosto, inizio del periodo di mantenimento successivo.

Durante tutto il periodo di mantenimento, la BCE ha continuato la politica di aggiudicazione dei tre periodi precedenti, aggiudicando in tutte le ORP 2 miliardi di euro in più rispetto al volume di riferimento (ossia il volume che equilibra la domanda e l'offerta di liquidità).

Nella prima metà del periodo, il tasso marginale e quello medio ponderato delle ORP si sono collocati al 3,05 e al 3,06 per cento rispettivamente, e l'Eonia (*euro overnight index average*) si è portato al 3,07 per cento, ossia 7 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta. Mentre nella terza settimana i due tassi d'asta sono rimasti invariati, l'Eonia ha cominciato a diminuire, raggiungendo il 3,01 per cento. Pertanto, nell'asta successiva anche i tassi marginale e medio ponderato delle ORP sono calati al 3,00 e al 3,02 per cento rispettivamente. Durante l'ultima settimana del periodo di mantenimento, l'Eonia è rimasto prossimo al tasso minimo di offerta. L'ultimo giorno del periodo di mantenimento delle riserve, la BCE ha assorbito un eccesso di liquidità previsto di 11,5 miliardi di euro mediante un'operazione di regolazione puntuale (*fine-tuning*). Il periodo è terminato con un ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale di 0,6 miliardi di euro e l'Eonia al 3,04 per cento.

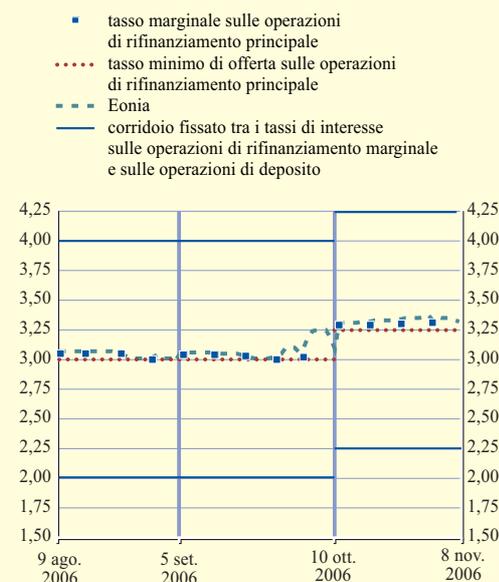
### Periodo di mantenimento terminato il 10 ottobre

Il 5 settembre, la BCE ha emanato una comunicazione nella quale annunciava che, dati i continui progressi nel contrastare l'elevato differenziale tra i tassi di mercato e i tassi d'asta, da un lato, e il tasso minimo di offerta, dall'altro, progressi che erano stati compiuti seguendo la prassi di aggiudicare un importo superiore di 2 miliardi di euro a quello di riferimento in tutte le ORP, lo scostamento dal volume di riferimento sarebbe stato ridotto a 1 miliardo di euro.

Nel corso delle prime tre settimane del periodo di mantenimento, i tassi marginale e medio ponderato delle ORP sono diminuiti di 1 punto base al 3,03 e al 3,04 per cento rispettivamente. La flessione dell'Eonia, tuttavia, si è accentuata e l'indice è sceso dal 3,06 per cento all'inizio del periodo al 3,01 per cento alla fine della terza settimana. Pertanto, il 26 settembre la BCE ha diffuso una dichiarazione in cui affermava che, considerati i risultati conseguiti nel contrastare il differenziale tra i tassi di mercato e i tassi d'asta, da una parte, e il tasso minimo di offerta, dall'altra, avrebbe aggiudicato l'importo di riferimento. La BCE ha anche indicato che, al momento di adottare decisioni in merito alle future aggiudicazioni, avrebbe continuato a tenere sotto attenta osservazione i differenziali.

Figura C L'Eonia e i tassi di interesse della BCE

(tassi d'interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

Il tasso marginale e quello medio ponderato delle ORP sono diminuiti al 3,00 e al 3,03 per cento rispettivamente nella penultima asta del periodo di mantenimento, prima di aumentare al 3,02 e al 3,04 per cento nell'ultima ORP. L'Eonia ha cominciato a salire al 3,10 per cento durante la penultima settimana, raggiungendo il 3,25 per cento nell'ultima settimana del periodo di mantenimento delle riserve.

L'ultimo giorno del periodo, la BCE ha immesso 9,5 miliardi di euro di liquidità mediante un'operazione di regolazione puntuale. Il periodo si è chiuso con un ricorso alle operazioni di deposito presso la banca centrale di 0,2 miliardi di euro e l'Eonia al 3,09 per cento, ossia 9 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta.

#### **Periodo di mantenimento terminato il 7 novembre**

Il 5 ottobre, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare ulteriormente i tassi di interesse di riferimento di 25 punti base. La variazione è divenuta effettiva dall'11 ottobre, inizio del periodo di mantenimento successivo. Durante le prime tre settimane del periodo, la BCE ha aggiudicato l'importo di riferimento.

Nelle prime due settimane del periodo di mantenimento, i tassi d'asta marginale e medio ponderato sono rimasti stabili al 3,29 e al 3,30 per cento. L'Eonia è aumentato dal 3,31 per cento all'inizio del periodo al 3,34 il 25 ottobre. I tassi d'asta sono saliti di 1 punto base nella penultima ORP, mentre l'Eonia si è accresciuto ulteriormente al 3,38 per cento il 31 ottobre, ossia 13 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta, sebbene ciò abbia in parte rispecchiato il consueto effetto di fine mese. Pertanto, la BCE ha aggiudicato un importo superiore di 1 miliardo di euro a quello di riferimento nell'ultima ORP del periodo di mantenimento. Nel corso dell'ultima settimana, l'Eonia è gradualmente diminuito, portandosi al 3,33 per cento il 6 novembre, penultimo giorno del periodo. Questo è terminato con un ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale di 2,0 miliardi di euro e l'Eonia al 3,32 per cento.

Nel complesso, il differenziale tra l'Eonia e il tasso minimo di offerta della BCE è cresciuto in media da 4 punti base nel periodo di mantenimento terminato il 5 settembre a 8 punti base nei due periodi successivi.

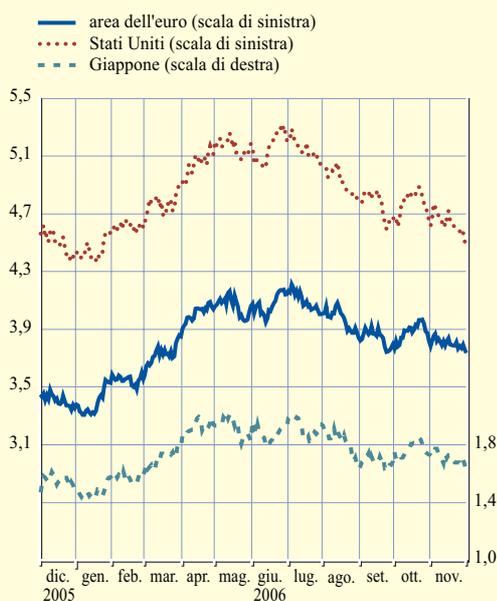
## **2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI**

*I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti nel corso degli ultimi tre mesi. Nel complesso, fra fine agosto e inizio dicembre la flessione è stata modesta nell'area dell'euro, più pronunciata negli Stati Uniti dove i rendimenti sono scesi ai livelli più bassi di quest'anno. I tassi di inflazione di pareggio a lungo termine e i premi al rischio connessi sono rimasti sostanzialmente invariati nell'area dell'euro, mentre sono sensibilmente calati negli Stati Uniti.*

Sebbene i tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti abbiano continuato a muoversi strettamente in parallelo, negli ultimi tre mesi il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine delle due economie si è leggermente ristretto (cfr. figura 18). Nell'insieme, i rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area sono diminuiti di circa 10 punti base fra fine agosto e il 6 dicembre, collocandosi a quest'ultima data al 3,8 per cento. Nello stesso periodo, gli analoghi rendimenti statunitensi si sono ridotti di 25 punti base, chiudendo il periodo al 4,5 per cento circa. Di conseguenza, il differenziale di rendimento fra i titoli decennali delle due

**Figura 18 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

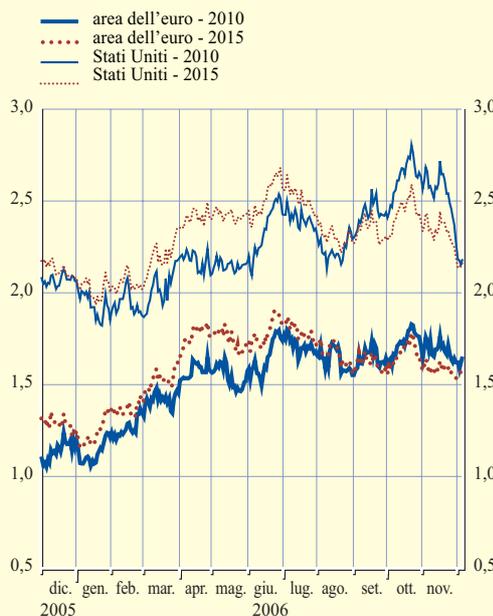
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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.

**Figura 19 Rendimento reale delle obbligazioni**

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

economie è calato, portandosi intorno a 75 punti base il 6 dicembre. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono marginalmente cresciuti, e a quella stessa data erano pari all'1,7 per cento circa.

Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono sensibilmente diminuiti fra fine agosto e il 6 dicembre, principalmente per effetto delle minori aspettative di inflazione, come mostrano l'andamento dei tassi di inflazione di pareggio e i risultati delle indagini recenti. Nel contempo i rendimenti sui titoli a lungo termine indicizzati sono calati di circa 10 punti base. L'impossibilità di individuare una chiara tendenza dei rendimenti obbligazionari nei mesi di settembre e ottobre è in parte attribuibile alla non univocità dei dati macroeconomici pubblicati in quel periodo. Fra i primi di novembre e inizio dicembre, tuttavia, le statistiche sull'attività economica e sull'andamento dei prezzi hanno in media esercitato pressioni al ribasso sui rendimenti. A registrare la maggiore flessione sono stati i rendimenti dei titoli del Tesoro a lungo termine, che agli inizi di dicembre si sono portati su livelli non più osservati da gennaio. Le dinamiche dei rendimenti a lungo termine hanno ulteriormente accentuato l'inversione della curva dei rendimenti USA: agli inizi di dicembre il differenziale negativo fra i rendimenti a dieci anni e a tre mesi si è ampliato a circa -80 punti base.

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono moderatamente diminuiti nel corso del periodo in rassegna. Il livello relativamente basso della volatilità sia implicita sia effettiva dei rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro si spiega con il fatto che i dati pubblicati nel periodo sull'attività economica nell'area hanno generalmente continuato a corroborare le attese degli operatori.

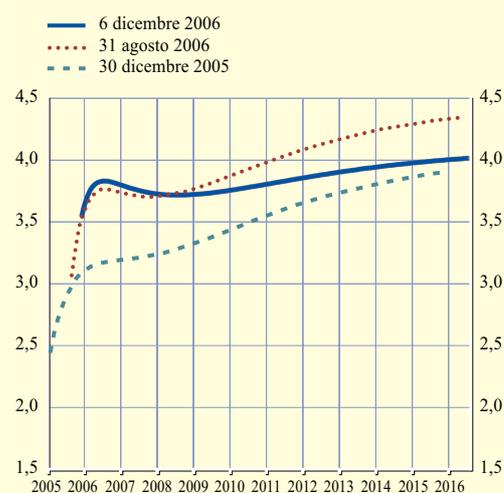
Essendo proseguito negli ultimi tre mesi l'aumento dei rendimenti a breve e medio termine, la curva dei rendimenti si è ulteriormente appiattita. Oltre a rispecchiare la progressiva rimozione dell'orientamento monetario accomodante avviata a dicembre dello scorso anno, l'attuale quasi-inversione della curva dei rendimenti dell'area dell'euro è ascrivibile in misura significativa anche alla graduale compressione dei premi al rischio negli ultimi anni, in particolare nel segmento a lungo termine della curva. Al riguardo, cfr. anche il riquadro 3 *Ruolo dei premi al rischio nel recente appiattimento della curva dei rendimenti dell'area dell'euro*.

Anche nel caso dei tassi di interesse in termini reali, misurati dal rendimento dei titoli indicizzati, si è osservato un ulteriore appiattimento della curva dei rendimenti nell'area dell'euro (cfr. figura 19). Il rendimento sulle obbligazioni indicizzate a medio termine (con scadenza nel 2010) è leggermente salito negli ultimi tre mesi. Poiché nello stesso periodo il rendimento dei titoli a lungo termine (con scadenza nel 2015) è rimasto sostanzialmente invariato, i rendimenti *forward* reali impliciti a lungo termine sono lievemente calati. In questo contesto, la flessione sembra essere stata almeno in parte indotta da un ulteriore decremento dei connessi premi al rischio, piuttosto che da una correzione al ribasso delle aspettative di crescita dell'economia dell'area.

La decisione del Consiglio direttivo della BCE di alzare i tassi di interesse di riferimento di 25 punti base nella riunione del 5 ottobre si è accompagnata a un lieve spostamento verso l'alto del segmento a breve termine della curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti fra fine agosto e il 6 dicembre. Sugli orizzonti medio-lunghi i tassi a termine impliciti si sono invece ridotti, anche in questo caso probabilmente per effetto, fra l'altro, di premi al rischio più contenuti (cfr. figura 20).

**Figura 20 Tassi di interesse *overnight* a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi *swap***

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

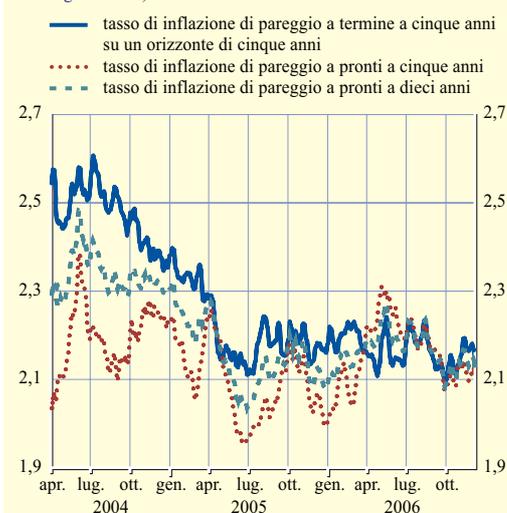


Fonte: stime della BCE.

Nota: 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*.

**Figura 21 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.

Il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale ha subito un calo di misura fra fine agosto e il 6 dicembre, collocandosi al termine del periodo al 2,1 per cento (cfr. figura 21). La modesta concomitante flessione del tasso di inflazione di pareggio *spot* a cinque anni è in linea sia con i dati relativamente contenuti sull'inflazione al consumo pubblicati di recente, sia con le ultime evidenze circa le aspettative di inflazione di breve periodo ricavate dalle indagini.

La volatilità implicita del mercato obbligazionario dell'area dell'euro è ancora lievemente diminuita, indicando che l'incertezza degli operatori di mercato riguardo all'evoluzione di breve periodo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine è rimasta su livelli storicamente piuttosto moderati.

### Riquadro 3

#### RUOLO DEI PREMI AL RISCHIO NEL RECENTE APPIATTIMENTO DELLA CURVA DEI RENDIMENTI DELL'AREA DELL'EURO

La struttura per scadenze dei tassi di interesse, o “curva dei rendimenti”, costituisce un'importante fonte di informazioni per le banche centrali. Ad esempio, l'inclinazione della curva dei rendimenti, data dalla differenza fra un tasso a lungo termine e uno a breve (“differenziale a termine”), si è ampiamente affermata, in particolare negli anni ottanta e novanta, quale indicatore anticipatore del ciclo economico. Il differenziale a termine permette infatti di predire in modo relativamente affidabile l'attività economica attesa nell'arco del normale ciclo economico: un suo ampliamento preannuncia un'accelerazione dell'attività economica, mentre un suo restringimento segnala un imminente rallentamento<sup>1)</sup>. In particolare, la presenza di un differenziale negativo (“inversione della curva dei rendimenti”) viene generalmente interpretata come indicativa di un'elevata probabilità di recessione<sup>2)</sup>. Da cosa deriva tale capacità predittiva? La risposta sembra fondarsi principalmente sul fatto che la curva dei rendimenti incorpora informazioni circa l'andamento atteso dei tassi di interesse a breve termine futuri, il quale, a sua volta, è collegato alle aspettative degli operatori di mercato riguardo all'attività economica. Così, un differenziale a termine ampio e positivo potrebbe indicare che il mercato si attende un incremento dei tassi di interesse a breve termine per il miglioramento delle prospettive di crescita economica. A condizione che tali aspettative non siano sistematicamente errate, il differenziale della curva dei rendimenti costituisce generalmente un indicatore anticipatore piuttosto affidabile dell'attività economica dal punto di vista statistico. Tuttavia, oltre che le attese per i tassi di interesse a breve termine futuri, la curva dei rendimenti incorpora altresì dei premi al rischio, o “premi a termine”, non osservabili, il cui valore varia probabilmente nel tempo.

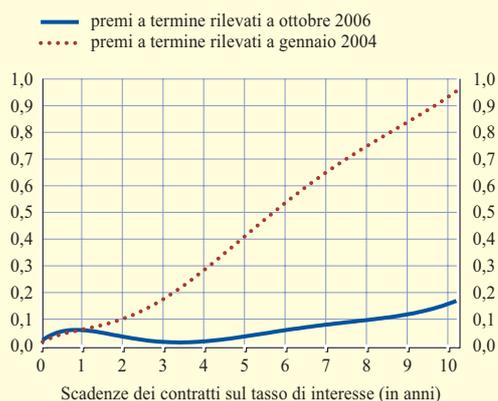
Il premio a termine è dato dalla differenza fra il rendimento di un'obbligazione a lungo termine e il valore medio atteso del tasso di interesse a breve termine fino alla scadenza dell'obbligazione (ai fini del presente riquadro, i termini “premio al rischio” e “premio a termine” sono utilizzati indifferentemente). Di conseguenza, le variazioni dei premi a termine potrebbero talora ridurre l'utilità della curva dei rendimenti quale indicatore anticipatore. Questo riquadro fornisce delle

1) Cfr. ad esempio A. Estrella e G. Hardouvelis, “The term structure as a predictor of real economic activity”, *Journal of Finance*, 46(2), 1991, pagg. 555-576.

2) Cfr. il riquadro “L'appiattimento della curva dei rendimenti statunitense segnala in prospettiva una diminuzione della crescita?” nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino.

**Figura A Premi a termine nell'area dell'euro**

(punti percentuali; dati di fine mese)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Area dell'euro: spread a termine e spread a termine corretti**

(punti percentuali; dati mensili)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

stime dei premi a termine per l'area dell'euro e mostra come il recente appiattimento della curva dei rendimenti dell'area dell'euro possa ricollegarsi alle variazioni di tali premi.

In base ai dati storici, il differenziale a termine è risultato in media positivo nell'arco degli ultimi trent'anni e più. Ciò segnala la presenza di premi a termine generalmente positivi, poiché nel tempo le aspettative di aumenti e di diminuzioni dei tassi di interesse a breve dovrebbero controbilanciarsi. Di conseguenza, la pendenza della curva dei rendimenti riflette tanto le informazioni sulle variazioni future dei tassi a breve termine – “componente delle aspettative” –, quanto le informazioni sui premi a termine – “componente di rischio”. Per distinguere queste due componenti è necessario stimare i premi a termine. La figura A presenta le stime della struttura per scadenze dei premi a termine nell'area dell'euro al gennaio 2004 e all'ottobre 2006<sup>3)</sup>. Nel gennaio 2004 i premi a termine incorporati nei tassi di interesse a lungo termine erano notevolmente più elevati di quelli incorporati nei tassi a breve. Nell'ottobre di quest'anno la struttura per scadenze dei premi a termine risultava invece insolitamente piatta, su livelli prossimi a zero per l'intera gamma di scadenze. Secondo queste stime, l'appiattimento della curva dei rendimenti osservato nell'area dell'euro durante questo periodo è pertanto in parte dovuto a un calo significativo dei premi al rischio.

La figura B mostra l'andamento del differenziale a termine dell'area dell'euro misurato dalla differenza fra i tassi di interesse a dieci anni e a tre mesi<sup>4)</sup>. Esso risulta attualmente assai contenuto,

- 3) I premi a termine qui indicati sono stimati dalla BCE in base a un modello bifattoriale affine della struttura per scadenze simile a quello proposto da D.H. Kim e A. Orphanides per gli Stati Uniti (“Term structure estimation with survey data on interest rate forecasts,” Finance and Economics Discussion Series 2005-48, Board of Governors of the US Federal Reserve System, 2005). Il modello per l'area dell'euro viene stimato utilizzando i tassi *swap* tedeschi dal gennaio 1995 al dicembre 1998 e i tassi *swap* relativi all'area dell'euro dal gennaio 1999 in poi. Va tuttavia sottolineato che le stime dei premi a termine sono soggette a un considerevole grado di incertezza, che rispecchia non soltanto la normale incertezza delle stime statistiche dei parametri di un modello, ma anche l'esistenza di una moltitudine di specificazioni possibili per siffatti modelli della struttura per scadenze.
- 4) Il differenziale a termine presentato nella figura B è calcolato sulla base dei tassi *swap* utilizzati nella stima del modello dei premi a termine. Poiché il differenziale di *swap* dell'area dell'euro è relativamente basso e costante (pari a circa 10-15 punti base), il differenziale a termine calcolato a partire dal rendimento delle obbligazioni decennali e dall'Euribor a tre mesi presenta un andamento molto simile.

collocandosi al livello più basso degli ultimi dieci anni. In base alle proprietà predittive sopra descritte, ciò indicherebbe che l'area dell'euro si confronta con un rischio significativo di un rallentamento dell'attività economica. Tuttavia, tale interpretazione non terrebbe conto dell'evoluzione recente dei premi a termine, presentata nella figura A. In effetti, ricerche recenti condotte sulla curva dei rendimenti statunitense mostrano che l'andamento dei premi a termine tende a diminuire l'utilità del differenziale a termine quale indicatore anticipatore del ciclo economico. Per migliorare il contenuto informativo della curva dei rendimenti è stato pertanto suggerito di sottrarre dal differenziale a termine i premi a termine stimati<sup>5)</sup>.

La figura B presenta quindi anche il differenziale a termine corretto in base alla stima del premio a termine a dieci anni. Le sue variazioni recenti rispecchiano chiaramente l'incremento dei tassi di interesse di riferimento della BCE a partire dal dicembre 2005. Contrariamente al differenziale non corretto, tuttavia, esso non è stato insolitamente basso di recente, situandosi anzi in prossimità del livello medio dal 1995. Pertanto, il differenziale a termine corretto per i premi al rischio non sembra segnalare un acuirsi dei rischi di un rallentamento economico nell'area dell'euro, come invece si potrebbe inferire dal livello insolitamente basso del differenziale non corretto. Tuttavia, nel fare queste valutazioni va tenuto presente che la stima dei premi a termine è soggetta a un considerevole grado di incertezza.

5) Cfr. A. Ang, M. Piazzesi e M. Wei, "What does the yield curve tell us about GDP growth?", *Journal of Econometrics*, 2006, pagg. 359-403.

## 2.5 MERCATI AZIONARI

*I corsi azionari a livello mondiale sono ulteriormente aumentati da fine agosto. I recenti rialzi delle quotazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si sono verificati sullo sfondo di una crescita degli utili persistentemente vigorosa, di una vivace attività di fusione e acquisizione e di diminuzioni dei prezzi dell'energia e dei tassi di interesse a lungo termine. Negli Stati Uniti i corsi azionari hanno continuato a dar prova di buona tenuta di fronte alla moderazione in atto dell'attività economica del paese. Nel contempo, l'incertezza nei mercati azionari internazionali è ulteriormente calata, scendendo su livelli analoghi a quelli registrati prima della fase di turbolenze del mercato di maggio e giugno.*

Nel complesso, le quotazioni azionarie nelle principali economie sono decisamente aumentate (cfr. figura 22) negli ultimi tre mesi. Nell'area dell'euro e negli Stati Uniti gli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard and Poor's 500 hanno guadagnato rispettivamente il 7 e l'8 per cento fra fine agosto e il 6 dicembre, mentre le quotazioni giapponesi, misurate dall'indice Nikkei 225, sono cresciute leggermente, registrando oscillazioni considerevoli.

L'incertezza di breve periodo nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita ricavata dalle opzioni su azioni, ha continuato a diminuire nelle principali piazze durante gli ultimi tre mesi (cfr. figura 23). Tale andamento, unitamente al concomitante calo dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie ad alto rendimento e con rating BBB, segnala che la propensione al rischio degli investitori è più o meno tornata ai livelli precedenti l'episodio di turbolenza che aveva interessato i mercati verso la fine del secondo trimestre. Il rinnovato incremento della propensione al

**Figura 22 Indici dei corsi azionari**

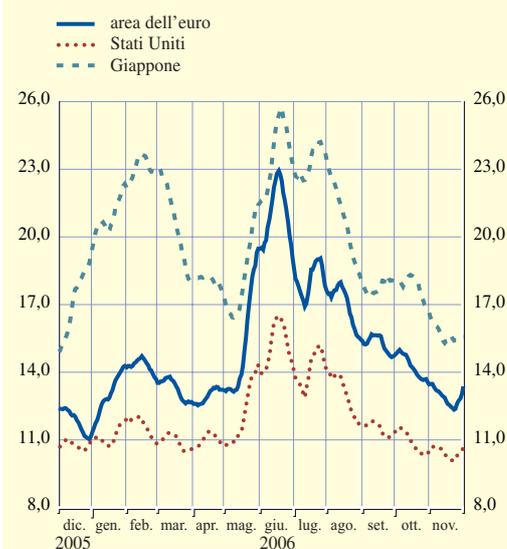
(indice: 1° dicembre 2005 = 100; dati giornalieri)



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 23 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 è calcolata sulla base delle opzioni più prossime a scadenza, purché con vita residua non inferiore a 20 giorni lavorativi. Gli indici azionari a cui si riferiscono le volatilità implicite sono il Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro, lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.

rischio trova altresì conferma nell'indagine *Global Fund Manager Survey* realizzata da Merrill Lynch, secondo la quale da agosto a novembre il saldo netto degli investitori che segnalavano livelli di rischio superiori alla norma all'interno dei propri portafogli è aumentato di 18 punti percentuali. In siffatto contesto, è probabile che nei mesi recenti il premio per il rischio azionario sia lievemente calato nei principali mercati.

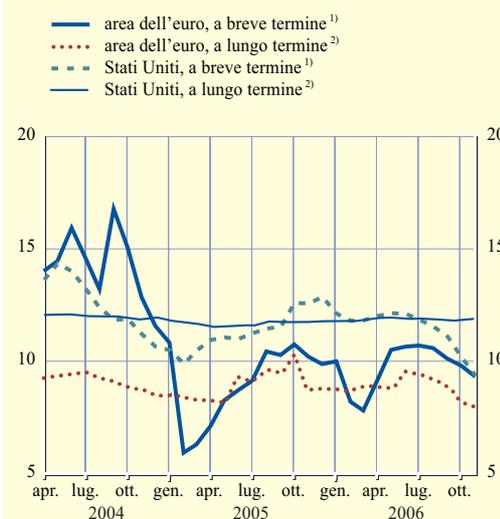
Negli Stati Uniti i corsi azionari hanno continuato ad aumentare negli ultimi tre mesi, sospinti soprattutto dalla robusta crescita degli utili e dalle percezioni e dall'atteggiamento favorevoli degli investitori nei confronti del rischio. In base a Thomson Financial Datastream, gli utili unitari delle società comprese nell'indice Standard and Poor's 500 sono aumentati del 14,0 per cento nei dodici mesi fino a novembre. Benché le aspettative degli analisti al riguardo siano leggermente peggiorate in novembre, esse continuano a segnalare prospettive positive per la crescita degli utili per azione nei prossimi dodici mesi, situandosi al 9,4 per cento (cfr. figura 24). Considerati i recenti rialzi, le quotazioni azionarie statunitensi hanno finora dato prova di buona tenuta di fronte agli ultimi dati macroeconomici pubblicati, indicativi di una nuova moderazione dell'attività economica. È probabile che i rendimenti obbligazionari reali a lungo termine, che fungono da fattore di sconto per la valutazione delle azioni, abbiano sostenuto le quotazioni, neutralizzando l'impatto negativo delle peggiorate prospettive economiche. Inoltre, la considerevole flessione dei prezzi del petrolio nella prima metà del periodo in esame ha probabilmente favorito i titoli al di fuori del settore dell'energia.

I corsi azionari dell'area dell'euro sono anch'essi sensibilmente aumentati negli ultimi tre mesi, grazie alla robusta crescita degli utili sia realizzati sia prospettici, al proseguimento di una vivace attività di fusione e acquisizione, nonché all'aumento della propensione al rischio sopra richiamata. Secondo Thomson Financial Datastream, gli utili unitari effettivi delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx hanno continuato a salire, facendo registrare in novembre un tasso annuo piuttosto elevato, pari al 20,8 per cento, contro il 21,3 di agosto. Al tempo stesso, gli analisti hanno rivisto leggermente al ribasso, dal 10,6 per cento in agosto al 9,3 in novembre, le previsioni sulla crescita degli utili per azione nei prossimi dodici mesi. Tale correzione potrebbe scaturire dalla percezione di un minore potenziale di crescita degli utili, visti i profitti sorprendentemente elevati già realizzati quest'anno. Le ultime aspettative degli analisti per la crescita degli utili su un orizzonte più esteso (da tre a cinque anni) sono leggermente calate, dal 9,2 al 7,9 per cento l'anno, fra agosto e novembre. Inoltre, vi è la possibilità che il forte apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense verso la fine di novembre abbia ultimamente esercitato pressioni al ribasso sui corsi azionari nell'area dell'euro.

Per quanto riguarda gli andamenti degli indici azionari settoriali dell'area dell'euro, nel periodo in rassegna sono stati registrati rialzi in tutti i settori, ad eccezione di quello dei servizi

**Figura 24** Crescita attesa degli utili per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

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



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: per l'area dell'euro, indice Dow Jones Euro Stoxx; per gli Stati Uniti, indice Standard & Poor's 500.  
1) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte di dodici mesi (variazioni sui dodici mesi).  
2) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte da tre a cinque anni (variazioni sui dodici mesi).

**Tavola 3 Variazioni dei prezzi degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx**

(variazioni dei prezzi in percentuale; volatilità storica: valori percentuali in ragione d'anno)

	Materie prime	Servizi di con- sumo	Beni di con- sumo	Petrolio e gas naturale	Finan- ziari	Servizi sanitari	Indu- striali	Alta tecno- logia	Tele- comu- nica- zioni	Servizi pubblici	Euro Stoxx
<b>Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)</b>	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>	<b>11,0</b>	<b>7,0</b>	<b>34,7</b>	<b>3,1</b>	<b>11,1</b>	<b>4,9</b>	<b>6,5</b>	<b>9,4</b>	<b>100,0</b>
<b>Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)</b>											
2005 3° trimestre	12,5	1,7	11,8	14,1	9,8	4,5	7,0	4,8	1,3	6,5	8,1
4° trimestre	6,2	4,3	0,6	-6,3	9,0	6,5	7,1	7,0	-4,1	5,7	4,5
2006 1° trimestre	11,5	5,6	11,3	2,7	12,5	11,3	14,8	11,2	-0,1	12,9	10,3
2° trimestre	-1,2	-3,0	-7,5	-3,9	-7,1	-2,1	-5,4	-9,7	-5,8	-2,4	-5,6
3° trimestre	8,7	7,8	8,8	0,6	10,5	-2,2	4,4	-0,4	6,0	11,9	7,4
ottobre	6,5	1,6	3,0	3,5	3,1	-3,5	3,0	0,1	7,9	2,6	3,1
novembre	-0,2	-0,4	0,7	2,4	-1,3	-0,8	2,5	0,1	-0,6	2,7	0,2
31 agosto - 6 dicembre	11,7	6,0	5,8	5,4	5,2	-2,2	10,2	0,3	13,5	12,4	6,9

Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

sanitari (cfr. tavola 3). La *performance* comparativamente scadente di quest'ultimo settore, che presenta utili di norma meno correlati allo stato del ciclo economico e per questo motivo viene considerato meno rischioso, potrebbe in parte scaturire dalla domanda relativamente elevata di investimenti più rischiosi dovuta all'aumento della propensione al rischio. Nell'arco degli ultimi tre mesi il profilo intersettoriale della redditività del capitale proprio (ROE) ha risentito del consolidamento in atto in alcuni settori specifici, fra cui in special modo quello dei servizi di pubblica utilità, che ha segnato guadagni particolarmente ingenti. La recente ondata di fusioni e acquisizioni si deve per la maggior parte ad acquisizioni finanziate con capitale di prestito, o *leveraged buyouts* (cfr. anche il riquadro 4 *Tendenze recenti delle operazioni di leveraged buyout nell'area dell'euro*).

## 2.6 FINANZIAMENTO E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

*Nel terzo trimestre il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è rimasto nel complesso stabile, su livelli tuttora storicamente contenuti. Nello stesso periodo tali società hanno accresciuto il proprio indebitamento finanziario, principalmente mediante un significativo ulteriore incremento del ricorso ai prestiti, nonché tramite un aumento dell'emissione di titoli di debito. Di conseguenza, il rapporto fra indebitamento del settore e PIL si è leggermente innalzato nel terzo trimestre.*

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

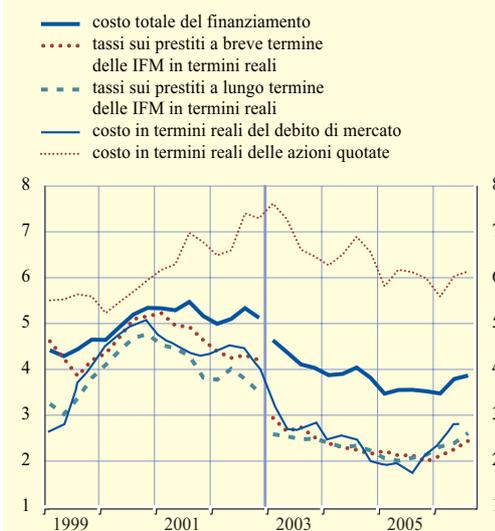
Il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo di diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze in essere (corrette per gli effetti di valutazione), è rimasto generalmente stabile nel terzo trimestre, su livelli che continuano a essere storicamente contenuti (cfr. figura 25)<sup>2)</sup>. Un incremento del costo in termini reali del finanziamento bancario è stato controbilanciato da un calo nello stesso periodo del costo in termini reali sia del finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito sul mercato sia delle azioni quotate (sulla scia della ripresa delle quotazioni azionarie).

2) Per una descrizione dettagliata delle misure del costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 4 nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino.

Il costo in termini reali del finanziamento bancario è cresciuto ulteriormente nel terzo trimestre. In termini di scomposizione per scadenze del credito bancario, i tassi sui prestiti a breve termine delle IFM alle società non finanziarie (con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) sono aumentati di un ammontare compreso tra i 27 e i 28 punti base fra giugno e settembre, con una progressione leggermente inferiore a quella dei tassi del mercato monetario nello stesso periodo (cfr. tavola 4). Dal settembre 2005, quando i tassi del mercato monetario hanno cominciato a salire, i tassi sui prestiti a breve termine alle società non finanziarie sono cresciuti di un ammontare compreso tra 85 e 100 punti base, lievemente meno dei corrispondenti tassi di mercato, il cui incremento si è collocato tra 120 e 140 punti base. I tassi sui prestiti alle società non finanziarie con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni sono aumentati di circa 60 punti base fra settembre 2005 e settembre 2006, a fronte di un rialzo compreso tra 50 e 100 punti base dei corrispondenti tassi di mercato; nel terzo trimestre, invece, i tassi sui prestiti a lungo termine sono cresciuti di circa 20 punti

**Figura 25 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno)



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

Note: il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni, basata sui rispettivi ammontari in essere e deflazionata con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 del Bollettino mensile di marzo 2005). L'introduzione all'inizio del 2003 dei tassi sui prestiti delle IFM armonizzati ha indotto una discontinuità strutturale nella serie.

**Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie**

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati <sup>1)</sup>)

							Variazione in punti base fino a settembre 2006 <sup>2)</sup>		
	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 ago.	2006 set.	2006 mar.	2006 giu.	2006 ago.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,13	5,14	5,30	5,46	5,58	5,69	39	23	11
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	4,67	4,74	51	27	7
	4,06	4,10	4,19	4,40	4,52	4,59	40	19	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	3,96	4,02	52	28	6
	3,88	3,98	4,22	4,26	4,45	4,47	25	21	2
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,14	2,47	2,72	2,99	3,23	3,34	61	35	11
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,21	2,80	3,22	3,47	3,59	3,62	40	15	4
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	2,60	3,07	3,47	3,78	3,75	3,70	22	-8	-6

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 3 *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

2) Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

base, mentre i tassi di mercato corrispondenti sono di fatto diminuiti. Ciò indica una particolare lentezza di adeguamento dei tassi bancari all'andamento del mercato, per cui i recenti incrementi dei tassi sui prestiti bancari a lungo termine hanno rispecchiato l'impatto ritardato dei rialzi dei tassi di mercato registrati nei precedenti trimestri. Di conseguenza, la tendenza calante dei differenziali fra i tassi sui prestiti bancari e i tassi di mercato con scadenza comparabile, osservata sin dall'inizio del 2003, si è arrestata per i prestiti a medio e lungo termine nel terzo trimestre, mentre per le scadenze a breve termine i differenziali sono rimasti sostanzialmente invariati.

Il costo in termini reali del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato è lievemente diminuito nel terzo trimestre, per effetto sia di più bassi tassi di interesse "esenti da rischio" a lungo termine, sia di una stabilizzazione dei differenziali sulle obbligazioni societarie (cfr. figura 26). In particolare, dopo i forti ampliamenti di maggio e giugno, negli ultimi mesi i differenziali sui titoli con *rating* BBB si sono ristretti. Sebbene le prospettive per la qualità creditizia delle obbligazioni societarie rimangano favorevoli, vi sono alcune indicazioni che con il tempo potrebbero spraggiungere correzioni dovute all'accresciuto livello dell'indebitamento<sup>3)</sup>.

Il costo in termini reali del capitale di rischio è sceso leggermente nel corso del terzo trimestre, rispecchiando prevalentemente gli andamenti dei mercati azionari, ma si è mantenuto in media nel terzo trimestre su un livello più elevato rispetto al trimestre precedente significativamente superiore a quello dei debiti finanziari.

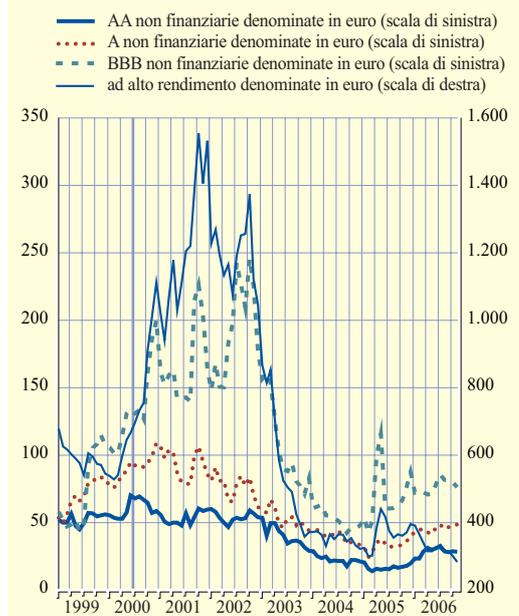
## FLUSSI DI FINANZIAMENTO

Per quanto riguarda il finanziamento interno, la redditività delle società non finanziarie nell'area dell'euro, misurata dai redditi operativo e netto rapportati alle vendite (in base ai dati di bilancio aggregati delle imprese non finanziarie quotate nell'area dell'euro), è rimasta elevata nel primo semestre del 2006. Gli indici di profitto hanno fatto segnare una progressione particolarmente sostenuta nei settori dei trasporti e delle comunicazioni, mentre quelli dei comparti del commercio all'ingrosso e al dettaglio sono risultati inferiori alla media (cfr. figura 27).

In prospettiva, le misure di redditività basate sui mercati azionari indicano previsioni di una crescita della redditività delle grandi società quotate che, seppure in diminuzione, si manterrà robusta nei prossimi dodici mesi (cfr. figura 24)<sup>4)</sup>. Ciò potrebbe indicare un certo grado di normalizzazione

**Figura 26 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie delle società non finanziarie**

(punti base; medie mensili)



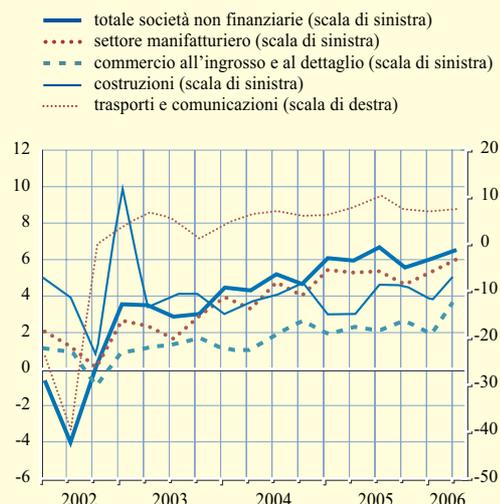
Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE. Nota: i differenziali sulle obbligazioni non finanziarie sono calcolati rispetto a rendimenti su titoli di Stato AAA.

3) Cfr. anche il riquadro 4 *Le prospettive per i differenziali di credito sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2006 di questo Bollettino.

4) Oltre alle società non finanziarie, la misura degli utili societari basata sull'indice Dow Jones Euro Stoxx comprende le società finanziarie.

**Figura 27 Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate**

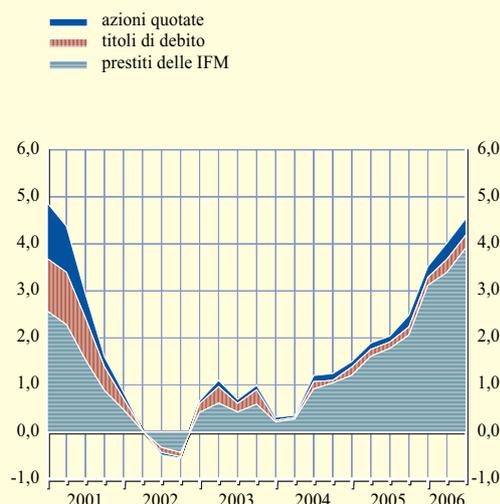
(rapporto fra reddito netto e vendite; dati trimestrali)



Fonti: Thomson's Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati più recenti si riferiscono al secondo trimestre del 2006.

**Figura 28 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie <sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.  
1) Il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente è definito come la differenza fra il tasso di crescita sul periodo corrispondente del valore corrente e il tasso di crescita del deflatore del PIL.

dopo le attese di espansione di utili particolarmente elevate registrate negli scorsi anni in connessione con la ripresa dal brusco crollo della redditività delle imprese nel 2002 e 2003.

Oltre al ricorso agli abbondanti fondi interni disponibili, le società non finanziarie hanno accresciuto ulteriormente la propria domanda di finanziamento esterno nel terzo trimestre del 2006 (cfr. figura 28). Il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento esterno di tali società è aumentato al 4,5 per cento nel terzo trimestre, dal 4,0 del secondo, sospinto principalmente da un ulteriore netto incremento dei prestiti delle IFM. Per contro, il contributo dei titoli di debito e delle azioni quotate emessi da tali società è rimasto modesto.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è salito al 12,7 per cento alla fine del terzo trimestre, dall'11,3 nel trimestre precedente (cfr. tavola 5), per poi raggiungere il 12,9 per cento in ottobre. Era dall'introduzione dell'euro nel 1999 che non si registravano tassi di incremento in ragione d'anno così elevati. Per quanto riguarda la scomposizione per scadenze, il tasso di crescita dei prestiti a breve termine è ancora lievemente aumentato nel periodo in esame, portandosi al 10,7 per cento in ottobre; nel contempo, quello dei prestiti a lungo termine (con scadenza superiore a cinque anni) è rimasto stabile attorno all'11,5 per cento, il livello raggiunto alla fine di giugno, mentre quello dei prestiti con scadenza compresa fra uno e cinque anni ha continuato a salire, collocandosi al 20,1 per cento in ottobre.

Il ricorso ai prestiti bancari a fini di finanziamento è stato stimolato dal basso costo in termini reali del credito bancario, dai favorevoli criteri per la concessione di credito bancario e dal miglioramento del clima di fiducia. In particolare, il persistente vigore del tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie è in parte associato agli andamenti positivi dell'attività economica nell'area dell'euro durante i primi tre trimestri dell'anno. Tali società potrebbero avere utilizzato parte dei fondi ottenuti per

**Tavola 5 Finanziamento delle società non finanziarie**

	Consistenza alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili (miliardi di euro)	Tassi di crescita sul periodo corrispondente (variazioni percentuali; dati di fine trimestre)					
		2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	Ottobre 2006 <sup>3)</sup>
<b>Prestiti delle IFM</b>	<b>3.730</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>	<b>10,5</b>	<b>11,3</b>	<b>12,7</b>	<b>12,9</b>
fino a un anno	1.108	5,4	5,8	7,7	8,0	10,5	10,7
da uno a cinque anni	683	6,7	9,9	14,9	17,4	20,6	20,1
oltre cinque anni	1.939	8,6	9,3	10,7	11,4	11,4	11,7
<b>Emissioni di obbligazioni</b>	<b>637</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>-</b>
a breve termine	97	-1,3	-0,4	-7,0	-2,0	-0,4	-
a lungo termine, di cui: <sup>1)</sup>	540	3,7	4,4	5,1	6,4	5,7	-
a tasso fisso	413	0,4	0,4	0,2	1,1	1,3	-
a tasso variabile	110	18,3	23,3	24,9	30,7	28,0	-
<b>Emissioni di azioni quotate</b>	<b>4.087</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>-</b>
<b>Per memoria<sup>2)</sup></b>							
Finanziamento totale	9.177	4,4	5,5	6,2	7,0	6 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	-
Prestiti a società non finanziarie	4.233	5,8	7,7	9,7	10,7	-12 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	-
Riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie	320	4,5	4,2	4,4	4,2	4 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	-

Fonte: BCE.

Note: i dati riportati in tavola (con l'eccezione di quelli per memoria) derivano dalle statistiche monetarie e bancarie e dalle statistiche relative alle emissioni di titoli. Piccole differenze con i dati delle statistiche sui conti finanziari sono principalmente dovute a differenze nei metodi di valutazione.

1) La somma delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile può non corrispondere al totale delle obbligazioni a lungo termine a causa delle obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione e non sono riportate separatamente in tavola.

2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti finanziari. Il finanziamento totale della società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di obbligazioni, le emissioni di azioni quotate e le riserve dei fondi pensione. I prestiti alle società non finanziarie comprendono i prestiti concessi dalle IFM e dalle altre società finanziarie. I dati riferiti al trimestre più recente sono stimati usando i dati delle statistiche monetarie e bancarie e quelli relativi alle emissioni di titoli.

3) I dati relativi a ottobre 2006 sono disponibili solo per i prestiti delle IFM.

investimenti reali, come indicato dalla forte crescita complessiva degli investimenti fissi lordi sul periodo. In aggiunta, l'attività di fusione e acquisizione nell'area dell'euro può avere altresì concorso alla rapida espansione dell'indebitamento societario nel terzo trimestre, seppur in misura minore rispetto ai trimestri precedenti (cfr. figura 29). In tale contesto, i risultati dell'indagine sul credito bancario di ottobre indicano che le necessità di finanziamento connesse sia all'attività economica sia a fattori di natura più finanziaria (quali attività di fusione e acquisizione e di ristrutturazione del debito) hanno contribuito alla domanda di prestiti, sebbene l'incidenza di questi ultimi sia di recente leggermente diminuita<sup>5)</sup>. Come per i prestiti delle IFM, anche il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti erogati da istituzioni diverse dalle IFM a società non finanziarie ha continuato ad aumentare vigorosamente, secondo i dati disponibili fino al secondo trimestre. Parte dell'incremento dei prestiti potrebbe altresì essere collegata alle operazioni di *leveraged buyout* (cfr. riquadro 4).

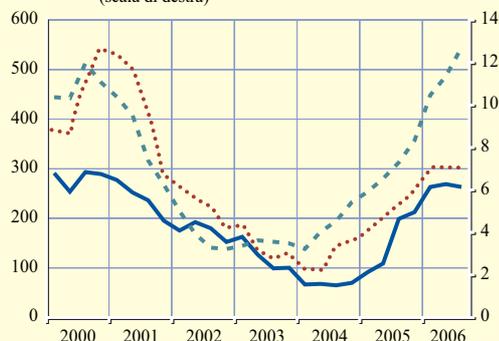
Il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è salito ulteriormente, portandosi al 4,8 per cento alla fine di settembre. Fra i possibili fattori all'origine di questa tuttora modesta crescita in un periodo in cui tale tipologia di finanziamento gode di condizioni di costo favorevoli, figurano l'abbondante disponibilità di fondi interni, la forte crescita dei prestiti bancari a società non finanziarie (che indica un possibile effetto di sostituzione) e un livello relativamente elevato di rimborso di titoli di debito. Il complessivo aumento del tasso

5) Cfr. anche il riquadro 2 *Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2006 di questo Bollettino.

**Figura 29** Andamento dei prestiti e operazioni di fusione e acquisizione nel settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(valore delle operazioni completate in miliardi di euro; somma mobile di dodici mesi; società non finanziarie dell'area dell'euro in qualità di acquirenti)

— transazioni per operazioni di fusione e acquisizione di società non finanziarie, regolate per contante o tramite indebitamento (scala di sinistra)  
 ..... totale delle transazioni per operazioni di fusione e acquisizione, tutti metodi di pagamento (scala di sinistra)  
 - - - - prestiti delle IFM a società non finanziarie (scala di destra)



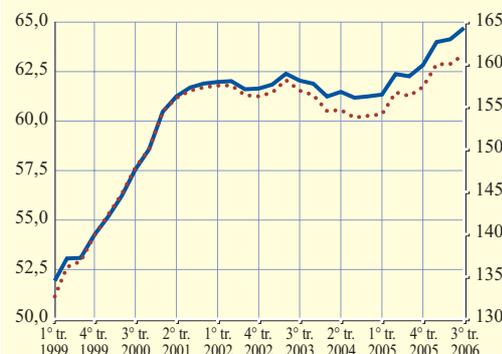
Fonte: Bureau van Dijk (banca dati Zephyr).

Note: le transazioni per operazioni di fusione e acquisizione pagate per contante o tramite indebitamento si riferiscono a quelle transazioni regolate almeno in parte per contante o tramite indebitamento. La differenza fra il totale delle transazioni per operazioni di fusione e acquisizione e quelle regolate per contante o tramite indebitamento è costituita da quelle transazioni che sono state regolate in forme alternative, principalmente in azioni.

**Figura 30** Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie

(valori percentuali)

— rapporto fra debito e PIL (scala di sinistra)  
 ..... rapporto fra debito e margine operativo lordo (scala di destra)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: il margine operativo lordo include il reddito misto e si riferisce all'intera economia. I dati sul debito sono tratti dalle statistiche sui conti finanziari. Fanno parte del debito: i prestiti, i titoli di debito e le riserve di fondi pensione. I dati disponibili relativi all'ultimo trimestre sono stimati.

di espansione sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi da società non finanziarie ha rispecchiato un incremento delle emissioni di titoli a lungo termine. Per contro, il tasso di variazione delle emissioni di titoli a breve termine da parte di società non finanziarie è rimasto negativo nel terzo trimestre, come già nel primo semestre del 2006 e per la maggior parte dell'anno precedente. Inoltre, il finanziamento indiretto tramite società finanziarie non monetarie quali le società veicolo (*special purpose vehicles*) è restato molto sostenuto, in quanto il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da questo settore è salito al 27,4 per cento alla fine di settembre, dopo avere raggiunto il 24,7 alla fine del trimestre precedente. L'attività di emissione in questo settore avviene per conto di vari soggetti incluse le IFM e altri intermediari finanziari (AIF).

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse da società non finanziarie si è mantenuto invariato all'1 per cento alla fine nel terzo trimestre. Tale modesta espansione complessiva delle azioni quotate è in parte ascrivibile alla perdurante popolarità dei programmi di riacquisto di azioni proprie. Nel contempo, l'emissione lorda è cresciuta marcatamente nel passato recente, sotto la spinta del dinamismo delle offerte pubbliche iniziali (*initial public offerings*) e degli altri collocamenti (*secondary public offerings*), e in parte in connessione con la vigorosa attività di fusione e acquisizione.

## POSIZIONE FINANZIARIA

Rispecchiando l'ulteriore aumento della crescita dei debiti finanziari delle società non finanziarie, il rapporto fra il debito del settore e il PIL è salito al 65 per cento nel terzo trimestre (cfr. figura 30). Dopo un periodo di consolidamento, l'indebitamento delle società non finanziarie si situa pertanto

su un livello superiore a quello registrato a metà 2003 in occasione del precedente massimo storico, raggiunto dopo un marcato incremento del debito nella seconda metà degli anni novanta. Nel terzo trimestre anche il rapporto fra il debito e il margine operativo lordo è cresciuto leggermente.

Il significativo aumento degli oneri finanziari delle società non finanziarie nei primi tre trimestri del 2006 è riconducibile sia alla dinamica del debito sia agli andamenti dei tassi di interesse.

Nel complesso, l'elevato tasso di crescita dei finanziamenti alle società non finanziarie, in particolare dei prestiti delle IFM, indica un facile accesso al finanziamento per le imprese dell'area dell'euro. Nonostante il recente aumento dei rapporti di indebitamento e degli esborsi netti a titolo di interessi, la posizione finanziaria delle società non finanziarie resta al momento favorevole, riflettendo il basso livello dei costi di finanziamento e la forte redditività.

#### Riquadro 4

##### TENDENZE RECENTI DELLE OPERAZIONI DI *LEVERAGED BUY-OUT* NELL'AREA DELL'EURO

La ripresa delle attività di fusione e acquisizione osservata nell'ultimo anno è stata in parte alimentata da un forte aumento delle transazioni di *private equity*, in particolare di attività di acquisizione tramite capitali di prestito (*leveraged buy-out* o LBO)<sup>1)</sup>. Questo riquadro esamina gli andamenti recenti dell'attività di LBO nell'area dell'euro e ne considera le potenziali implicazioni per la politica monetaria.

Un'operazione di *leveraged buyout* "consiste nell'assicurarsi la proprietà di un'impresa acquistando le azioni e distribuendole a una proprietà concentrata composta dalla direzione, da un *general partner* e da altri investitori (il fondo *limited partner* o di LBO). A causa della limitatezza dei capitali di rischio dei proprietari, la nuova entità è una società a elevata leva finanziaria"<sup>2)</sup>. In una tipica operazione di LBO un *general partner*, spesso una società di *private equity*, insieme a dei *limited partner*, ad esempio investitori istituzionali o privati, immette un certo ammontare di capitale di rischio in un fondo di LBO. Il fondo di LBO fa inoltre ricorso a debiti finanziari e utilizza l'insieme dei fondi per investire in una società obiettivo. Per raccogliere l'ammontare di debito necessario a finanziare l'acquisizione, il fondo di LBO utilizza a garanzia le attività o i futuri flussi di cassa della società obiettivo. Il rendimento sull'investimento può essere realizzato, spesso dopo un periodo di tempo relativamente breve, in vari modi: con un'operazione di prima quotazione (*initial public offering*), una vendita a un'altra impresa, un *buyout* secondario da parte di un'altra impresa di *private equity* o una ricapitalizzazione (estrazione di dividendi). Per l'epoca in cui si realizza il rendimento per gli investitori, la società può avere acquisito un'elevata leva finanziaria. Pertanto, le operazioni di LBO possono incidere sull'indebitamento complessivo del settore delle società non finanziarie.

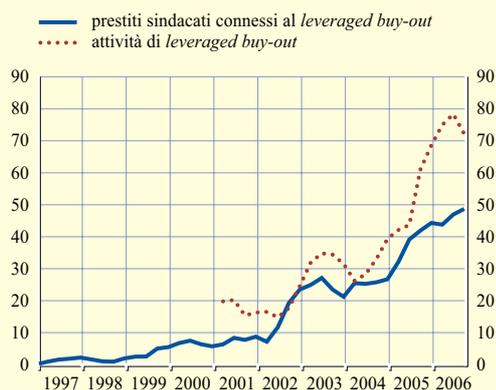
Dato che l'ammontare di capitali propri immessi nell'investimento dal *general partner* e dai *limited partner* è relativamente esiguo (rispetto all'ammontare del debito), il rendimento potenziale di un investimento di LBO è spesso notevole. Ulteriori incentivi a intraprendere operazioni di LBO provengono dai risparmi fiscali indotti dalla leva finanziaria (poiché i pagamenti a titolo di interessi sono spesso deducibili dalle imposte) e dalla risoluzione dei "problemi di agenzia"

1) Cfr. anche il riquadro *Evoluzione recente dell'attività di fusione e acquisizione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.

2) J. Tirole, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006.

**Figura A** Valore delle transazioni per attività di *leveraged buy-out* e prestiti sindacati connessi al *leveraged buy-out*

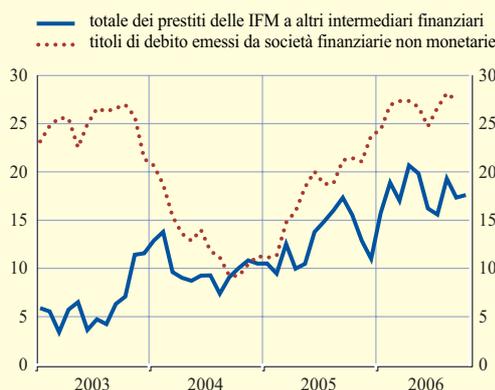
(miliardi di euro)



Fonti: Bureau van Dijk (Zephyr) e Thomson Deals.

**Figura B** Prestiti delle IFM ad altri intermediari finanziari e titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

(maggiori incentivi manageriali, monitoraggio più attivo da parte degli azionisti ed eliminazione delle disponibilità di cassa effettiva o *free cash flow*). Nel contempo, l'attività di LBO implica un rischio di insolvenza e di possibile fallimento qualora i flussi di cassa futuri della società dovessero rivelarsi troppo bassi per coprire i pagamenti sul debito<sup>3)</sup>.

Mentre negli Stati Uniti si sono spesso osservati periodi di intensa attività di LBO, nell'area dell'euro questa tipologia di operazioni si è affermata solo di recente, in particolare nell'ultimo paio d'anni. Nell'anno terminato con il terzo trimestre del 2006 l'attività ha raggiunto quasi 80 miliardi di euro (cfr. figura A)<sup>4)</sup>. Quest'evoluzione ha trovato inoltre riflesso in tassi di crescita a due cifre dei prestiti delle IFM al settore degli altri intermediari finanziari (AIF), che include le società veicolo (*special purpose vehicles*, quali i fondi di LBO) create da fondi di *private equity*, nonché nel vigore delle emissioni di titoli di debito da parte di società finanziarie non monetarie (cfr. figura B). Benché tali flussi di debiti finanziari non si riferiscano esclusivamente ai fondi di LBO o alle imprese di *private equity* più in generale, essi possono fornire un'indicazione della crescente importanza delle operazioni di LBO. Inoltre, non si può escludere che le banche classifichino alcuni finanziamenti per le operazioni di LBO come prestiti a società non finanziarie, e pertanto l'attività di LBO potrebbe avere altresì concorso al recente forte aumento della crescita sul periodo corrispondente dei prestiti al settore delle società non finanziarie, che ha raggiunto il 12,9 per cento in ottobre.

La recente impennata dell'attività di LBO nell'area dell'euro può essere ricondotta sia alle tendenze globali sia alle condizioni specifiche dell'area dell'euro. Tra i fattori di natura più globale, l'ampia liquidità, i bassi tassi di interesse e di insolvenza e l'emergere del mercato dei derivati creditizi hanno probabilmente accentuato la propensione al rischio di credito di istituzioni finanziarie diverse dalle banche quali *hedge funds* e fondi di prestiti obbligazionari garantiti (CLO)<sup>5)</sup>. Lo svi-

3) Cfr. anche *Financial Stability Review*, BCE, dicembre 2006.

4) Dato che la copertura delle fonti dei dati utilizzate nella figura A potrebbe essere incompleta, il valore delle operazioni di LBO potrebbe essere persino maggiore di quanto riportato.

5) Un prestito obbligazionario garantito (*collateralised loan obligation* o CLO) è un titolo di debito garantito da un insieme di prestiti commerciali. Un fondo di CLO è un fondo d'investimento che investe in prodotti CLO.

luppo del mercato dei derivati creditizi ha inoltre consentito alle banche di trasferire dai propri portafogli prestiti notevoli quantità di rischio di credito esistente, creando capacità per nuovi prestiti. A livello di area dell'euro, gli incentivi delle società di *private equity* a intraprendere operazioni di LBO sono stati alimentati dal costante aumento della redditività delle imprese, che ha accresciuto i *free cash flow* delle aziende e pertanto la loro appetibilità come obiettivi di LBO<sup>6)</sup>. Inoltre, l'introduzione dell'euro può avere concorso a creare le economie di scala necessarie per l'emergere di un mercato delle obbligazioni ad alto rendimento e di altri strumenti di credito liquidi e di minore qualità, quali i prestiti mezzanini, *second-lien* e *payment-in-kind*, che sono tradizionalmente utilizzati come debito subordinato nelle operazioni di LBO per garantire debito privilegiato sotto forma di linee di credito bancarie<sup>7)</sup>.

In una prospettiva di politica monetaria, è importante tenere sotto stretta osservazione l'aumento dell'attività di LBO poiché potrebbe avere implicazioni per le condizioni complessive di indebitamento e di finanziamento del settore societario dell'area dell'euro, per la solidità del settore bancario e per la creazione di liquidità. Innanzi tutto, i bassi livelli dei tassi di interesse che hanno alimentato le operazioni di LBO potrebbero aver concorso a celare i rischi insiti nel mercato del credito a elevata leva finanziaria dell'area dell'euro (*leveraged credit market*). Pertanto, malgrado l'aumento dei tassi di indebitamento, i differenziali sulle obbligazioni emesse da imprese dell'area dell'euro rimangono contenuti in termini storici. Un peggioramento della qualità del credito societario potrebbe perciò determinare notevoli perdite nei portafogli creditizi delle banche e per conseguenza un'offerta di prestiti più restrittiva. A tale riguardo, preoccupa l'evidenza aneddotica secondo cui i multipli di leva finanziaria sono aumentati nelle recenti operazioni di LBO e le clausole contrattuali e i piani di ammortamento sono stati allentati. Inoltre, benché le operazioni di LBO abbiano spesso generato un incremento di valore (riducendo i costi di agenzia), periodi di vigorosa attività di LBO possono determinare livelli d'indebitamento insostenibili e condizioni creditizie troppo espansive. Nei precedenti episodi osservati negli Stati Uniti ciò ha condotto a fallimenti aziendali e ha generato effetti negativi per l'attività economica<sup>8)</sup>. Infine, l'indebitamento dell'entità acquirente può portare alla creazione di liquidità aggiuntiva, nella misura in cui i pagamenti che ne risultano agli azionisti esistenti della società obiettivo conducano a più elevati saldi monetari.

- 6) Dal momento che i flussi di cassa aggiuntivi possono essere utilizzati per rimborsare il debito contratto in un'operazione di LBO.
- 7) Un *prestito mezzanino* è uno strumento ibrido che combina finanziamento obbligazionario e azionario. È essenzialmente capitale di debito che dà al prestatore il diritto di conversione del pagamento in una partecipazione azionaria nella società se il prestito non è rimborsato per tempo e interamente. È in genere subordinato a debito fornito da prestatori privilegiati. Un prestito *payment-in-kind* (PIK) è una tipologia estrema di prestito che non produce in genere alcun flusso di cassa dal prenditore al prestatore tra la data di erogazione e la data di scadenza o di rifinanziamento. I prestiti *second-lien* sono utilizzati nelle operazioni di LBO per colmare piccoli scarti tra il fabbisogno di finanziamento del prenditore e le soglie massime (misurate dalla leva finanziaria, ad esempio) dei fornitori di debito privilegiato e/o prestiti PIK.
- 8) Cfr., ad esempio, Kaplan e Stein, "The evolution of buyout and financial structure in the 1980s", *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 1993, pagg. 313-357.

## 2.7 FINANZIAMENTO E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

*L'indebitamento delle famiglie è rimasto elevato nel terzo trimestre, sorretto da condizioni di finanziamento favorevoli, dall'andamento vivace del mercato degli immobili residenziali e dal miglioramento della fiducia dei consumatori. La crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni erogati dalle IFM è rimasta sostenuta, nonostante un calo del tasso di incremento a partire dalla seconda metà del 2006. Rispecchiando la perdurante forte dinamica dell'indebitamento, il rapporto fra indebitamento del settore e PIL è ulteriormente aumentato nel terzo trimestre.*

## CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

I dati ricavabili dalle statistiche sui tassi di interesse delle IFM e dall'indagine sul credito bancario di ottobre<sup>6)</sup> indicano un proseguimento nel terzo trimestre di condizioni favorevoli di finanziamento per il settore delle famiglie, nonostante un ulteriore lieve aumento dei costi del credito nel contesto del rialzo dei tassi di riferimento della BCE.

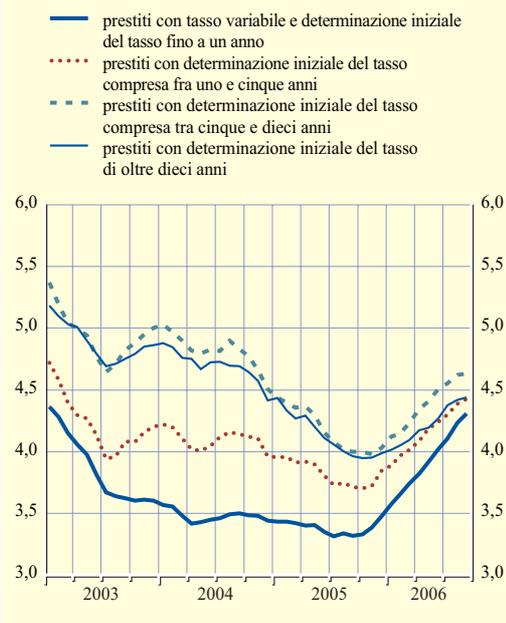
Nel terzo trimestre i tassi sui prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni hanno continuato ad aumentare su tutte le scadenze (cfr. figura 31). In termini di medie trimestrali, essi hanno superato di 18-29 punti base quelli del secondo trimestre. I tassi sui prestiti a più breve scadenza hanno registrato incrementi più pronunciati rispetto a quelli sui prestiti a più lunga scadenza, facendo ulteriormente calare il relativo differenziale. In settembre il tasso sui prestiti con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a dieci anni si è situato ad appena 14 punti base al di sopra di quello dei prestiti con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno. Nel caso dei tassi applicati dalle IFM ai prestiti al consumo, nel terzo trimestre quelli sui prestiti con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno e oltre cinque anni sono stati in media rispettivamente 54 e 21 punti base più elevati rispetto al secondo

trimestre, mentre quelli sui prestiti con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a un anno e inferiore a cinque anni hanno superato di soli 4 punti base il livello del trimestre precedente. I differenziali fra i tassi sui prestiti alle famiglie e i corrispondenti tassi di mercato sono rimasti sostanzialmente invariati tra il secondo e il terzo trimestre del 2006.

Nell'indagine sul credito bancario di ottobre le banche hanno nuovamente indicato, complessivamente, una sostanziale stabilità dei criteri applicati alla concessione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nel terzo trimestre e un lieve allentamento per il credito al consumo. Gli istituti interpellati riferiscono che la concorrenza di altre entità bancarie e le attese relative all'attività economica generale hanno continuato a sospingere l'allentamento dei criteri. Tuttavia, nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, un deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali è stato ritenuto aver contribuito a un restringimento, seppur marginale, dei criteri, per la prima volta dal secondo trimestre del 2005. Per quanto riguarda i prestiti per il credito al consumo, l'allentamento netto dei criteri è stato frenato dalle valutazioni del merito di credito dei consumatori da parte delle banche.

**Figura 31 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**

(valori percentuali in ragione d'anno escluse le spese; tassi sulle nuove operazioni; tassi ponderati<sup>1)</sup>)



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.

6) Cfr. il riquadro 2 *Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro*, nel numero di novembre 2006 di questo Bollettino.

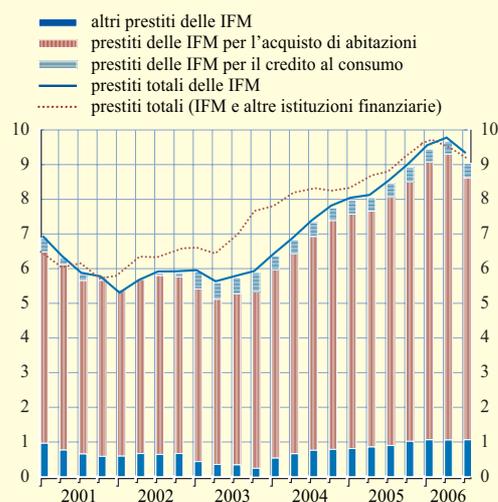
## FLUSSI DI FINANZIAMENTO

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi al settore delle famiglie dell'area dell'euro da tutte le istituzioni finanziarie è diminuito lievemente al 9,5 per cento nel secondo trimestre del 2006 (il periodo più recente per cui sono disponibili i dati dei conti finanziari trimestrali dell'area dell'euro), dal 9,7 del trimestre precedente (cfr. figura 32). Tale lieve flessione è stata dovuta a un minore contributo da parte dei prestiti erogati da istituzioni finanziarie non monetarie, comprendenti altri intermediari finanziari (AIF) e società di assicurazione e fondi pensione (SAFP). Il contributo fornito dai prestiti concessi dalle IFM dell'area dell'euro è ulteriormente aumentato. Secondo le stime disponibili per il terzo trimestre, l'espansione sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle famiglie sarebbe nuovamente calata in misura lieve.

Secondo i dati delle IFM, disponibili fino a ottobre 2006, la crescita dei prestiti alle famiglie è rimasta sostenuta, ma è proseguita la moderazione iniziata in primavera. Ciò rispecchia in particolare l'andamento dei mutui per l'acquisto di abitazioni, la cui espansione continua a spiegare gran parte dell'attuale vigore dell'attività di prestito. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei mutui per l'acquisto di abitazioni è stato pari al 10,4 per cento in ottobre, contro l'11,0 del mese precedente, e dopo una media dell'11,3 e del 12,1 per cento rispettivamente nel terzo e secondo trimestre. I risultati dell'indagine sul credito bancario di ottobre indicano che la recente moderazione della domanda di prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni potrebbe essere connessa alle prospettive meno ottimistiche del mercato degli immobili residenziali, ma anche a fattori quali un minor stimolo da parte della spesa per consumi non collegati alla casa. Ciò nondimeno, la crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni è rimasta sostenuta, rispecchiando le condizioni di finanzia-

**Figura 32 Prestiti totali concessi alle famiglie**

(tassi di variazione percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali; dati di fine trimestre)



Fonte: BCE.  
Nota: i prestiti totali (IFM e altre istituzioni finanziarie) per il terzo trimestre 2006 sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie. Per ulteriori informazioni sulle differenze nel calcolo dei tassi di crescita, cfr. le relative Note tecniche.

**Figura 33 Rapporto fra il debito delle famiglie e il PIL**

(in percentuale)



Fonte: BCE.  
Nota: i dati, ottenuti sulla base dei conti finanziari trimestrali, portano il rapporto tra il debito delle famiglie e il PIL a un livello lievemente inferiore a quello che si otterrebbe sulla base dei conti finanziari annuali. Ciò è dovuto principalmente alla non inclusione dei prestiti concessi dalle banche al di fuori dell'area dell'euro. I dati per l'ultimo trimestre riportato in figura sono parzialmente stimati.

mento favorevoli, un ulteriore miglioramento della fiducia dei consumatori e il vivace andamento del mercato degli immobili residenziali in molte parti dell'area dell'euro.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito al consumo è ancora diminuito leggermente in ottobre, al 7,7 per cento dall'8,3 del mese precedente, dopo una media dell'8,5 e dell'8,2 per cento nel terzo e secondo trimestre rispettivamente. La crescita degli altri prestiti alle famiglie è stata del 2,5 per cento in ottobre, un livello invariato rispetto al mese precedente e leggermente superiore alle medie del 2,3 e 2,1 per cento rispettivamente nel terzo e secondo trimestre. Secondo i risultati dell'indagine sul credito bancario di ottobre, la domanda netta positiva di credito al consumo continua a essere sorretta sia dalla fiducia dei consumatori sia dalla spesa per beni di consumo durevoli, sebbene il contributo di quest'ultimo fattore sia diminuito rispetto al trimestre precedente.

### POSIZIONE FINANZIARIA

Il perdurare del vigore dell'indebitamento delle famiglie si è riflesso in un ulteriore aumento del rapporto fra debito del settore e PIL nell'area dell'euro nel terzo trimestre, stimato al 58,7 per cento (cfr. figura 33). In un contesto di forte incremento dei prezzi degli immobili, il perdurante aumento dell'indebitamento delle famiglie è accompagnato da sostanziali incrementi della ricchezza immobiliare delle famiglie (cfr. il riquadro 5 per le nuove stime della BCE sulla ricchezza immobiliare delle famiglie nell'area dell'euro). L'onere per il servizio del debito delle famiglie (pagamenti per interessi e rimborso del capitale in percentuale del reddito disponibile) è stimato essere aumentato leggermente nel 2005 e – sulla base della crescita tuttora sostenuta dei prestiti e del rialzo dei tassi sui prestiti bancari fino a ottobre – si prevede un ulteriore lieve innalzamento nel 2006.

#### Riquadro 5

### LE STIME DELLA RICCHEZZA IMMOBILIARE DELLE FAMIGLIE NELL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro presenta nuove stime della BCE sulla ricchezza immobiliare delle famiglie dell'area dell'euro. La ricchezza immobiliare delle famiglie è definita come il valore ai prezzi correnti di mercato di tutte le abitazioni residenziali, compreso il valore del terreno, di proprietà delle famiglie, su cui esse sorgono. La ricchezza immobiliare rappresenta circa il 60 per cento della ricchezza totale delle famiglie e può avere effetti significativi sui consumi, sugli investimenti e sulle decisioni di portafoglio di questo comparto. Il riquadro presenta le nuove stime nel periodo 1980-2005 e le analizza utilizzando una serie di indicatori specifici.

#### Metodo di stima

Dal momento che i dati sulla ricchezza immobiliare delle famiglie non sono attualmente disponibili per diversi paesi dell'area dell'euro, non si può ottenere una stima della ricchezza immobiliare aggregata delle famiglie dell'area mediante la semplice somma dei dati nazionali. I dati annuali sulla ricchezza immobiliare delle famiglie, compresi il patrimonio immobiliare e il valore sottostante del terreno, sono attualmente disponibili per circa l'80 per cento dell'area dell'euro in termini di copertura del PIL. La parte rappresentata dai paesi per cui non esistono tali dati è stata approssimata usando le informazioni dei paesi per cui tali stime sono disponibili <sup>1)</sup>.

1) Il programma di trasmissione modificato previsto dal regolamento (CE) n. 2223/96 del Consiglio relativo al Sistema europeo dei conti regionali e nazionali nella Comunità, che dovrebbe entrare in vigore nel 2007, comprende la trasmissione obbligatoria da parte degli uffici statistici nazionali dei dati sulle abitazioni di proprietà delle famiglie, mentre la trasmissione di dati sui terreni resterà discrezionale. Appena disponibili, questi nuovi dati saranno utilizzati per migliorare la compilazione delle statistiche sulla ricchezza immobiliare nell'area dell'euro.

La procedura di stima comporta diverse fasi. In primo luogo, è stato compilato il patrimonio immobiliare per l'area dell'euro utilizzando i dati nazionali disponibili e le stime per i paesi per i quali i dati sono mancanti, basate sull'ipotesi che il rapporto fra PIL e stock di capitale del 1980 sia pari a quello medio dei paesi per i quali i dati sono disponibili. Il patrimonio immobiliare in un determinato anno è poi considerato equivalente a quello dell'anno precedente, al netto della quota del patrimonio stesso che ha raggiunto la fine della sua vita utile (riflessa dai tassi di ritiro), più gli investimenti fissi lordi dell'anno corrente meno il deprezzamento degli investimenti fissi o ammortamento. Si presume che i tassi di ritiro e ammortamento corrispondano ai rapporti medi osservati per i paesi per i quali i dati sono disponibili<sup>2)</sup>. Dal momento che la serie che ne risulta per l'area dell'euro si riferisce all'economia nel suo complesso, la seconda fase è consistita nello stimare la parte del patrimonio immobiliare detenuto dalle famiglie, supponendo che, per i paesi per i quali i dati mancano, essa sia pari alla media ponderata della quota, detenuta dalle famiglie, dello stock di capitale dell'economia nel suo insieme nei paesi per i quali i dati sono disponibili. La terza fase è stata quella di stimare il valore del terreno su cui le abitazioni sorgono, applicando nuovamente ai paesi per cui i dati sono mancanti la media ponderata della quota imputabile al valore del terreno della ricchezza immobiliare delle famiglie nei paesi per i quali i dati sono disponibili. Le stime finali tengono altresì conto degli effetti di rivalutazione per riflettere le variazioni dei prezzi dello stock di capitale degli immobili residenziali.

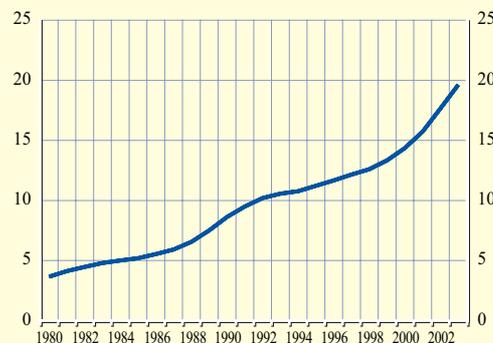
### Le stime della ricchezza immobiliare delle famiglie

La figura A mostra che le stime della ricchezza immobiliare delle famiglie dell'area dell'euro (al netto dell'ammortamento) indicano un aumento dai 3.700 miliardi di euro del 1980 ai 19.600 miliardi del 2003<sup>3)</sup>, che implica un tasso di crescita medio annuo del 7,6 per cento per l'intero periodo. Tuttavia, le ipotesi menzionate suggeriscono che le stime sulla ricchezza immobiliare delle famiglie nell'area dell'euro sono soggette a un grado di incertezza più elevato rispetto ad altre statistiche dell'area, soprattutto perché i dati nazionali utilizzati in questa stima sono essi stessi caratterizzati da una maggior incertezza rispetto ad altre statistiche nazionali, a causa fra l'altro della qualità inferiore delle statistiche sui prezzi delle abitazioni (che in molti paesi sono una determinante fondamentale della crescita della ricchezza immobiliare). Nondimeno, numerose simulazioni condotte nell'ambito di esercizi di analisi di sensibilità indicano che soprattutto i tassi di crescita della ricchezza immobiliare stimata delle famiglie sono sufficientemente robusti alle variazioni dei presupposti di fondo.

La figura B mostra i tassi di crescita sul periodo corrispondente della ricchezza immobiliare delle famiglie e dei prezzi delle proprietà im-

**Figura A Ricchezza immobiliare delle famiglie dell'area dell'euro**

(a prezzi di mercato correnti; miliardi di euro)



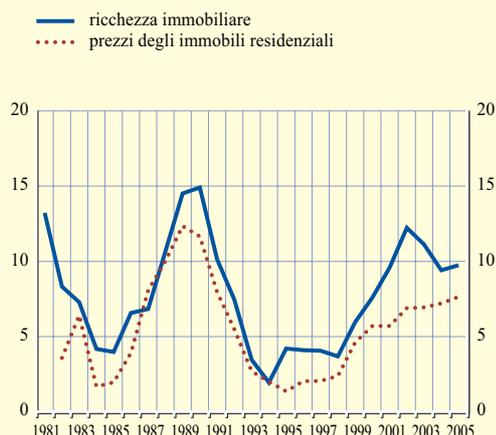
Fonte: BCE.

Nota: le stime tengono in considerazione il deprezzamento dello stock di capitale immobiliare delle famiglie.

- 2) Questa metodologia è stata applicata precedentemente per la stima dei dati sullo stock di capitale dell'area dell'euro a prezzi costanti. Cfr. il riquadro *Le stime dello stock di capitale dell'area dell'euro* nel numero di maggio 2006 di questo Bollettino.
- 3) I dati nazionali precedenti al 1999 sono aggregati utilizzando i tassi fissi di conversione dell'euro.

**Figura B Crescita della ricchezza immobiliare e prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

**Figura C Valore netto delle famiglie nell'area dell'euro**

(in percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonte: BCE.  
Nota: i dati sulla ricchezza finanziaria e sulle passività per il 2005 sono basati su stime.

mobiliari residenziali nell'area dell'euro. Dal momento che i dati nazionali sulla ricchezza immobiliare delle famiglie sono attualmente disponibili solo fino al 2003, i dati per gli anni più recenti sono stati stimati sulla base della relazione econometrica storica fra la ricchezza immobiliare da un lato e i prezzi delle abitazioni e gli investimenti netti in edilizia residenziale dall'altro, questi ultimi disponibili fino al 2005. Pertanto, le stime della ricchezza immobiliare delle famiglie per il periodo 2004-2005 devono essere considerate con cautela. Dalla figura emerge che nell'area dell'euro la ricchezza immobiliare ha avuto due grandi cicli, con picchi dei tassi di crescita nel periodo 1989-1990 e forse nel 2002. La figura mostra altresì che le variazioni nella ricchezza immobiliare delle famiglie hanno seguito abbastanza da vicino l'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro. Ciò non sorprende in particolar modo, dal momento che le variazioni dei prezzi delle abitazioni incidono sul valore del patrimonio immobiliare esistente e i flussi determinati dagli investimenti in edilizia residenziale e dall'ammortamento sono piuttosto modesti rispetto al patrimonio immobiliare complessivo. Tuttavia, una misura in valore della ricchezza immobiliare ha il vantaggio potenziale di fornire informazioni sull'andamento del livello della ricchezza immobiliare, necessario per numerosi scopi analitici.

### Le stime della ricchezza netta delle famiglie

La figura C mostra l'andamento della ricchezza netta delle famiglie (ovvero la somma della ricchezza finanziaria e immobiliare delle famiglie, al netto delle passività) in percentuale del reddito disponibile lordo nell'area dell'euro nel periodo fra il 1995 e il 2005 (il periodo per cui sono disponibili i dati sulla ricchezza finanziaria delle famiglie)<sup>4</sup>. Risulta che le attività totali

4) Gli acquisti da parte delle famiglie di beni di consumo durevoli non sono considerati come investimenti nella contabilità nazionale e non sono stati compresi nelle stime della ricchezza complessiva delle famiglie in questo contesto. Per i dati sul reddito disponibile lordo delle famiglie (che è la somma del reddito disponibile netto e del deprezzamento degli investimenti fissi) e altri dati sui conti finanziari e non finanziari integrati per i settori istituzionali dell'area dell'euro (famiglie, società non finanziarie, società finanziarie e governo), cfr. il comunicato stampa della BCE *First release of euro area accounts for institutional sectors (1999-2004)* del 31 maggio 2006.

delle famiglie al netto delle passività sono aumentate in maniera relativamente costante in percentuale del reddito disponibile nell'area dell'euro nella seconda metà degli anni novanta, per ammontare a circa il 535 per cento del reddito disponibile nel 2000. Tale aumento è riconducibile principalmente all'andamento favorevole del mercato azionario e all'incremento della ricchezza finanziaria delle famiglie che ne è derivato in questo periodo, mentre la ricchezza immobiliare è rimasta abbastanza stabile in rapporto al reddito disponibile fino al 1998. Successivamente, la ricchezza netta delle famiglie è decisamente aumentata nell'area dell'euro, a circa il 650 per cento del reddito disponibile nel 2005. Questo andamento ha riflesso prevalentemente la vigorosa dinamica del mercato immobiliare e i rincari delle abitazioni osservati negli ultimi sette anni, che hanno determinato un marcato incremento della ricchezza immobiliare delle famiglie da circa il 310 per cento del reddito disponibile del 1998 a circa il 445 per cento del 2005. Anche l'indebitamento delle famiglie è aumentato in maniera relativamente costante nell'area dell'euro dal 1995, ma l'aumento è rimasto significativamente inferiore all'aumento della ricchezza immobiliare e finanziaria. Va osservato, tuttavia, che le attività e passività non sono distribuite uniformemente fra le famiglie.

Per riassumere, le nuove stime della BCE sulla ricchezza immobiliare delle famiglie nell'area dell'euro contribuiscono a colmare una lacuna di dati per quanto riguarda l'analisi e le proiezioni finanziarie ed economiche. Le stime indicano forti incrementi della ricchezza immobiliare a partire dal 1998, in linea con la vigorosa dinamica del mercato immobiliare osservata in molte regioni dell'area dell'euro. Quando si valutano le implicazioni di questi incrementi (ad esempio in termini di rapporti fra indebitamento e ricchezza), andrebbe tenuto presente che le nuove serie sulla ricchezza immobiliare delle famiglie sono soggette a un grado di incertezza più elevato rispetto ad altre statistiche dell'area dell'euro e che la qualità dovrebbe migliorare nel tempo, via via che si rendono disponibili stime a livello nazionale più numerose e di migliore qualità<sup>5)</sup>.

5) La nuova serie temporale sulla ricchezza immobiliare è disponibile sul sito Internet della BCE (alla pagina *Statistical Data Warehouse*).

## 3 PREZZI E COSTI

Dopo un periodo in cui il tasso di inflazione è diminuito in modo significativo per effetto del calo delle quotazioni petrolifere, si stima che in novembre l'inflazione armonizzata dell'area dell'euro sia salita nuovamente all'1,8 per cento. Al momento, i dati sui prezzi alla produzione indicano ancora la presenza di alcune spinte al rialzo sui prezzi negli stadi successivi della catena produttiva, riconducibili agli scorsi rincari del greggio e di altre materie prime. Nel contempo, secondo i più recenti indicatori, le pressioni sui prezzi interni, incluse quelle derivanti dal mercato del lavoro, sono rimaste contenute. Guardando al futuro, l'inflazione armonizzata nell'area dovrebbe aumentare ancora nel gennaio del 2007 a causa dell'incremento delle imposte indirette. Stando alle ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, nei prossimi anni dovrebbe oscillare intorno al 2 per cento. Queste prospettive per l'andamento dei prezzi restano soggette a rischi al rialzo. In particolare, il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro potrebbe determinare pressioni salariali nettamente superiori alle attese.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER NOVEMBRE 2006

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in novembre l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo è aumentata all'1,8 per cento, dall'1,6 di ottobre (cfr. tavola 6). I dati disaggregati per le componenti dell'indice saranno pubblicati solo a metà dicembre. L'incremento dell'inflazione dovrebbe tuttavia rispecchiare principalmente un effetto base sfavorevole relativo alla flessione dei prezzi dei beni energetici successiva agli uragani Katrina e Rita nel 2005.

#### INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A OTTOBRE 2006

L'aumento in novembre dell'inflazione armonizzata fa seguito a un periodo di sensibili cali dal luglio di quest'anno (cfr. figura 34). Tali flessioni sono state determinate in larga misura da un calo dei prezzi del greggio e dei beni energetici strettamente connessi al petrolio. In ottobre l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro è scesa a un minimo di 1,6 per cento, dal 2,4 di luglio. L'inversione delle precedenti pressioni al rialzo esercitate direttamente dai corsi petroliferi ha ridotto il divario tra la crescita sui dodici mesi dello IAPC complessivo e quella dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici-

Tavola 6 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2004	2005	2006 giu.	2006 lug.	2006 ago.	2006 set.	2006 ott.	2006 nov.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,1	2,2	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,8
Beni energetici	4,5	10,1	11,0	9,5	8,1	1,5	-0,5	.
Alimentari non trasformati	0,6	0,8	2,1	3,2	3,9	4,6	4,2	.
Alimentari trasformati	3,4	2,0	2,2	2,3	2,2	1,8	2,3	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,3	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	.
Servizi	2,6	2,3	2,0	2,1	1,9	2,0	2,1	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,3	4,1	5,8	6,0	5,7	4,6	4,0	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	30,5	44,6	55,4	58,8	57,8	50,3	47,6	46,7
Prezzi delle materie prime non energetiche	10,8	9,4	22,0	26,7	26,8	26,4	28,7	22,9

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

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

ci; quest'ultima è rimasta sostanzialmente stabile dal secondo trimestre del 2006.

Gli andamenti recenti confermano che le oscillazioni della dinamica dei prezzi dei beni energetici possono svolgere un ruolo rilevante nella determinazione del livello esatto dell'inflazione misurata sullo IAPC complessivo nel breve termine. In ottobre i beni energetici ad elevato contenuto di petrolio hanno determinato un'ulteriore riduzione dei prezzi dei beni energetici nel loro complesso: sui dodici mesi i prezzi della benzina sono scesi del 7,2 per cento e quelli dei carburanti liquidi del 5,5 per cento. Questa flessione dei prezzi al consumo è più marcata di quanto sarebbe normale attendersi in base al solo andamento dei corsi petroliferi. Come discusso più approfonditamente nel riquadro 5 *Andamenti recenti dei prezzi del petrolio e della benzina* del numero di novembre di questo Bollettino, il calo del margine di raffinazione, ovvero il differenziale fra i prezzi del greggio e quelli della benzina, potrebbe aver contribuito a questa dinamica.

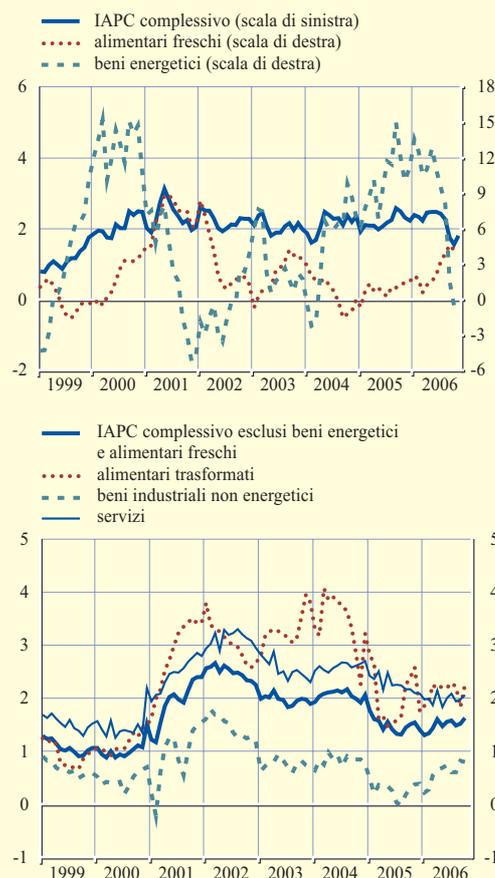
In ottobre il tasso di crescita dei prezzi degli alimentari freschi è lievemente calato per la prima volta da marzo. Negli ultimi mesi questo tasso si è mantenuto elevato, in parte a causa delle condizioni meteorologiche durante l'estate, che hanno determinato una riduzione dell'offerta di prodotti ortofrutticoli rispetto alla domanda.

Su un orizzonte temporale più lungo, i dati di contabilità nazionale attestano che dalla metà del 2004 al secondo trimestre del 2006 gli elevati tassi di inflazione armonizzata hanno rispecchiato prevalentemente pressioni esterne sui costi, quali l'impatto di più elevati corsi petroliferi, mentre gli aumenti dei prezzi interni sono rimasti più contenuti (cfr. riquadro 6 *L'utilizzo dei dati di contabilità nazionale per misurare le pressioni sui prezzi nell'area dell'euro*).

I dati più recenti sullo IAPC suggeriscono che non è mutato il quadro complessivo di pressioni contenute sui prezzi interni. In particolare, l'incremento sui dodici mesi dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici è rimasto sostanzialmente stabile nei sei mesi fino a ottobre. Ciò rispecchia le lievi oscillazioni nella dinamica dei prezzi di alimentari trasformati e servizi, nonché un'accelerazione molto graduale dei prezzi dei beni industriali non energetici. Quest'ultimo andamento suggerisce che il trasferimento degli scorsi rincari del greggio e delle materie prime non petrolifere ai prezzi al consumo è rimasto finora modesto. Una lieve accelerazione dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici, salito all'1,6 per cento in ottobre, è stata determinata da un leggero rialzo dell'inflazione di alimentari trasformati e servizi, mentre la crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici è rimasta invariata. Il rialzo dell'inflazione degli alimentari tra-

**Figura 34** Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

sformati in ottobre ha rispecchiato principalmente l'aumento dei prezzi dei tabacchi in Germania, in anticipazione del prossimo incremento dell'IVA del gennaio 2007. A sua volta, l'accelerazione dei prezzi dei servizi ha rispecchiato prevalentemente una minore contrazione dei prezzi di servizi e apparecchiature di comunicazione.

#### Riquadro 6

### L'UTILIZZO DEI DATI DI CONTABILITÀ NAZIONALE PER MISURARE LE PRESSIONI SUI PREZZI NELL'AREA DELL'EURO

La valutazione delle pressioni sui prezzi nell'economia dell'area dell'euro costituisce uno degli obiettivi principali dell'analisi congiunturale condotta dalla BCE, all'interno della quale l'analisi delle variabili di prezzo e di costo costituisce una parte determinante. Normalmente sono utilizzate informazioni provenienti da varie fonti, come gli indici dei prezzi al consumo e alla produzione, i dati sul costo del lavoro, i corsi delle materie prime e i risultati delle indagini. Anche i dati di contabilità nazionale forniscono preziose informazioni ai fini di tale valutazione. Il presente riquadro passa in rassegna i dati di contabilità nazionale relativi a prezzi e costi e ne valuta la capacità quali indicatori delle pressioni sui prezzi in atto nell'area dell'euro.

#### Il quadro di riferimento per i prezzi e i costi nella contabilità nazionale

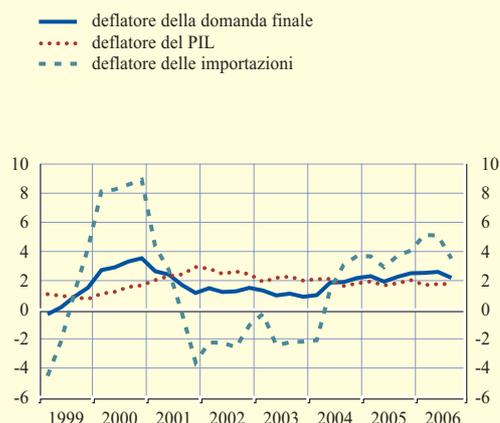
Per scopi analitici, i dati di contabilità nazionale possono essere scomposti in diversi modi. Mentre il deflatore della domanda finale rappresenta un indicatore onnicomprensivo delle pressioni sui prezzi, si possono distinguere le pressioni sui prezzi provenienti dall'esterno, sintetizzate dall'andamento del deflatore delle importazioni, da quelle che si generano all'interno, sintetizzate dal deflatore del PIL (cfr. figura A). Il deflatore della domanda finale può essere ulteriormente scomposto secondo le componenti della spesa, così da avere un deflatore per i consumi privati (simile allo IAPC, sebbene con talune differenze, come, ad esempio, l'inclusione delle spese imputate per le abitazioni occupate dai proprietari), uno per gli investimenti, uno per i consumi collettivi. Il PIL può essere scomposto nelle diverse componenti del reddito. Di qui si possono ottenere informazioni sull'andamento delle pressioni interne sui prezzi disaggregate in compensi, margine operativo lordo o utile, nonché imposte sulla produzione e sulle importazioni al netto dei trasferimenti. Dal momento che il deflatore del PIL misura il "prezzo" del valore aggiunto complessivo per unità di prodotto<sup>1)</sup>, esso può essere scomposto in costo del lavoro per unità di prodotto, margine operativo lordo (o utile) per unità di prodotto e imposte indirette nette per unità di prodotto; un modo alternativo di guardare agli utili è di considerarli un margine sul costo del lavoro. Infine, i dati di contabilità nazionale forniscono anche elementi conoscitivi sull'andamento dei costi nei vari settori e attività dell'economia.

I dati di contabilità nazionale coprono in maniera ampia numerosi aspetti economici in un quadro coerente e, pertanto, sono utilizzati come schema per le proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema. Tuttavia, l'impiego di tali dati non è privo di svantaggi, soprattutto perché i dati sono disponibili solo su base trimestrale e con un ritardo significativo (ad esempio, la diffusione dei dati di contabilità nazionale dal lato dei redditi per il terzo trimestre del 2006 per l'area dell'euro

1) Il valore aggiunto è calcolato sottraendo i consumi intermedi dal prodotto lordo. Per calcolare il "prezzo" per unità di valore aggiunto, i dati sul valore aggiunto sono necessari in termini nominali e di volume. Dal momento che il valore aggiunto in termini di volume non è di fatto osservato nella realtà, in molti casi è calcolato usando il cosiddetto metodo della doppia deflazione, per cui i volumi del valore aggiunto lordo sono misurati sottraendo i consumi intermedi a prezzi costanti dal prodotto a prezzi costanti.

**Figura A Deflatori della domanda finale, del PIL e delle importazioni**

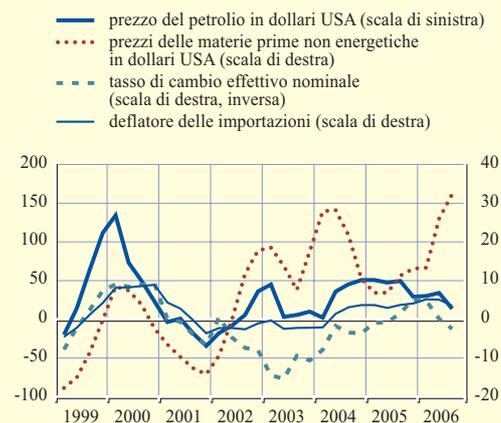
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Prezzi delle materie prime, tasso di cambio e deflatore delle importazioni**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



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

non è prevista prima di metà gennaio 2007). Inoltre, i dati di contabilità nazionale possono essere oggetto di revisioni successive, e ciò aggiunge incertezza alla loro valutazione in tempo reale. Inoltre, dal momento che ai fini della deflazione la contabilità nazionale si basa su fonti statistiche primarie come le statistiche sui prezzi al consumo e alla produzione, le possibili incompletezze delle statistiche disponibili sui prezzi si ripercuotono anche sui deflatori della contabilità nazionale (come, ad esempio, le lacune nelle statistiche sui prezzi per i servizi alle imprese e per il commercio estero).

### Andamento recente delle pressioni sui prezzi esterne e interne

Esaminando gli andamenti recenti, le figure A e B forniscono un'idea della dimensione delle pressioni esterne sui prezzi fronteggiate dall'area dell'euro. Il deflatore delle importazioni è aumentato marcatamente negli anni recenti, indicando un significativo accumulo di pressioni esterne sui prezzi. Benché il deflatore delle importazioni copra gli scambi commerciali sia all'interno sia all'esterno dell'area, risulta evidente dalla figura B che gran parte di tale incremento è stata sospinta dai rincari petroliferi. Sebbene il recente calo dei corsi petroliferi e il recente rafforzamento dell'euro abbiano contribuito ad allentare tali spinte, i forti e perduranti aumenti dei prezzi di altri beni di importazione, come le materie prime non petrolifere e in particolare quelle industriali, hanno continuato a generare pressioni esterne verso l'alto nella seconda metà del 2006.

A differenza delle pressioni esterne sui prezzi, quelle interne, riflesse nel tasso di variazione sul periodo corrispondente del deflatore del PIL (del valore aggiunto), sono rimaste più contenute negli anni recenti, attestandosi su valori prossimi al 2 per cento dal 2004 dopo aver raggiunto punte del 3 per cento alla fine del 2001. Tuttavia, come illustrato nella figura C, si osservano andamenti piuttosto divergenti nelle componenti del deflatore del PIL. In particolare, il contributo della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è sensibilmente diminuito dal 2002 in poi per

**Figura C Scomposizione del deflatore del PIL**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e punti percentuali; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura D Prezzi alla produzione nell'industria e scomposizione del deflatore del valore aggiunto nel settore industriale**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: settore industriale escluse le costruzioni.

raggiungere circa 1/2 punto percentuale nel secondo trimestre del 2006. Questa flessione riflette andamenti salariali complessivamente moderati nel contesto di un'elevata disoccupazione e di un'accresciuta concorrenza mondiale. Più di recente, un miglioramento ciclico della produttività del lavoro ha altresì concorso a contenere la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Al contrario, il contributo delle imposte indirette per unità di prodotto è cresciuto nel tempo, mentre quello degli utili per unità di prodotto è rimasto sostanzialmente costante a circa 0,9 punti percentuali. Pertanto, mediamente i produttori hanno potuto continuare a espandere gli utili nonostante le forti pressioni sui costi degli input diversi dal lavoro e l'accresciuta concorrenza internazionale.

### Andamenti settoriali

La capacità di tenuta degli utili è particolarmente evidente se si considerano gli andamenti nel settore industriale (al netto delle costruzioni). La figura D illustra l'andamento dei prezzi alla produzione industriale e del deflatore del valore aggiunto per il settore industriale (nonché della relativa scomposizione nel costo del lavoro per unità di prodotto e nell'indicatore del margine di profitto su tale costo)<sup>2)</sup>. La differenza significativa fra l'andamento dei prezzi alla produzione e del deflatore del valore aggiunto è riconducibile primariamente ad aumenti dei costi degli input intermedi<sup>3)</sup>. Dal momento che questi incrementi non sono stati traslati interamente ai prezzi alla produzione, essi si sono ripercossi sui margini di profitto, ancorché in misura diversa lungo la catena di produzione, ed è diminuito il tasso di crescita del deflatore del valore aggiunto nell'insieme del settore industriale. Inoltre, è sceso il costo del lavoro per unità di prodotto, contribuendo così a compensare le pressioni al rialzo sui prezzi derivanti dai costi degli input diversi dal lavoro.

2) A causa della mancanza di informazioni, a livello settoriale, sulle imposte (al netto dei trasferimenti) sulla produzione non connesse ai prodotti, in questa sede si è utilizzato un indicatore del margine di profitto dove il margine è approssimato dallo scarto fra i tassi di variazione del deflatore del valore aggiunto lordo (a prezzi base) e il costo del lavoro per unità di prodotto.

3) I prezzi alla produzione misurano i prezzi del prodotto lordo, mentre il deflatore del valore aggiunto misura solo il prezzo del valore aggiunto (ovvero la differenza fra il prodotto lordo e gli input intermedi). Pertanto, un aumento dei costi intermedi traslato interamente genera un aumento dei prezzi del prodotto lordo ma non del deflatore del valore aggiunto.

## Scomposizione del deflatore del valore aggiunto

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e punti percentuali; dati annuali)

	Intera economia			Settore industriale			Settore dei servizi		
	Deflatore del valore aggiunto	Costo del lavoro per unità di prodotto	Indicatore del margine di profitto	Deflatore del valore aggiunto	Costo del lavoro per unità di prodotto	Indicatore del margine di profitto	Deflatore del valore aggiunto	Costo del lavoro per unità di prodotto	Indicatore del margine di profitto
1999	0,7	1,8	-1,1	-1,1	-1,8	0,7	1,5	3,4	-1,9
2000	1,4	1,1	0,4	-0,2	-1,1	0,9	1,8	1,7	0,1
2001	2,6	2,3	0,3	1,1	1,3	-0,3	2,9	2,6	0,3
2002	2,6	2,4	0,2	1,4	1,0	0,4	3,0	2,8	0,1
2003	2,1	1,8	0,3	-0,2	0,4	-0,6	2,6	2,0	0,6
2004	1,7	0,9	0,8	1,0	-1,0	2,0	2,0	1,7	0,2
2005	1,6	1,0	0,6	1,1	-0,8	2,0	1,7	1,2	0,5
2006 1° sem. <sup>1)</sup>	1,4	0,9	0,5	-0,2	-2,0	1,9	1,5	1,6	-0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati di contabilità nazionale completi (ovvero dal lato delle entrate) sono attualmente disponibili solo per la prima metà del 2006.

Nota: settore industriale escluse le costruzioni. A causa della mancanza di informazioni a livello settoriale sulle imposte (meno i sussidi) sulla produzione non connesse ai prodotti, viene qui utilizzato un indicatore del margine di profitto nel quale il margine viene approssimato dallo scarto fra il tasso di variazione del deflatore del valore aggiunto lordo (a prezzi elementari) e quello del costo del lavoro per unità di prodotto.

Questi andamenti hanno permesso alle imprese di preservare nel complesso i margini di profitto. Tuttavia, un eventuale aumento dei costi del lavoro per unità di prodotto, come quello verificatosi fra il 2000 e il 2002, eserciterebbe una pressione aggiuntiva sui costi degli input delle imprese.

La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è diminuita anche nel settore dei servizi dal 2002, come si può evincere dalla tavola che mostra gli andamenti dei deflatori del valore aggiunto e della relativa scomposizione in settori industriale e dei servizi a partire dal 1999. Tuttavia, principalmente di riflesso a una più modesta crescita della produttività del lavoro, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore dei servizi tende a essere mediamente superiore rispetto a quello industriale. Benché le differenze nell'indicatore del margine di profitto non siano così sistematiche fra industria e servizi, esse hanno mostrato la tendenza a essere più volatili e mediamente superiori nel settore industriale. Tale più elevata volatilità rispecchia, fra l'altro, la maggiore ciclicità del settore e la maggiore esposizione all'andamento esterno dei prezzi, ivi comprese le oscillazioni dei prezzi delle materie prime.

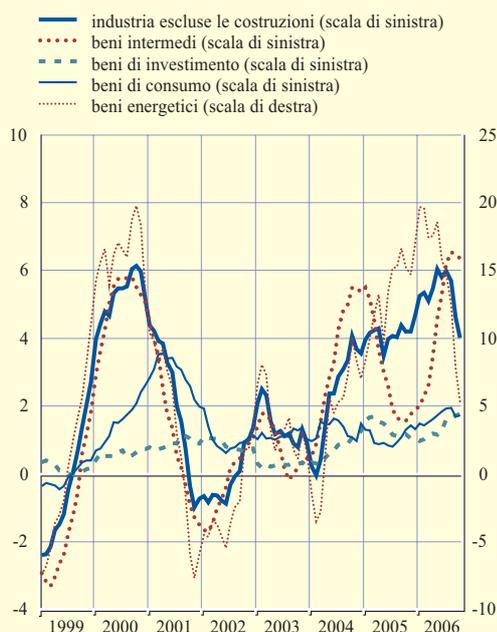
Nel complesso, gli indicatori ricavati dalla contabilità nazionale forniscono informazioni utili sull'andamento dei costi e dei prezzi nell'area dell'euro, sia a livello di intera economia sia a maggiori livelli di disaggregazione. Allo stato attuale, l'esame delle pressioni interne sui costi mostra che, sebbene la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto sia moderata, le misure di politica economica e l'andamento degli utili continuano a sospingere i prezzi verso l'alto. L'analisi evidenzia altresì la sostenuta ripresa delle pressioni esterne sui costi nel corso degli ultimi anni.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Se da un lato i minori prezzi dei beni energetici hanno anche determinato un rallentamento dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria negli ultimi mesi, l'incremento dell'inflazione alla produzione nei settori non energetici continua a segnalare pressioni sui prezzi

**Figura 35 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

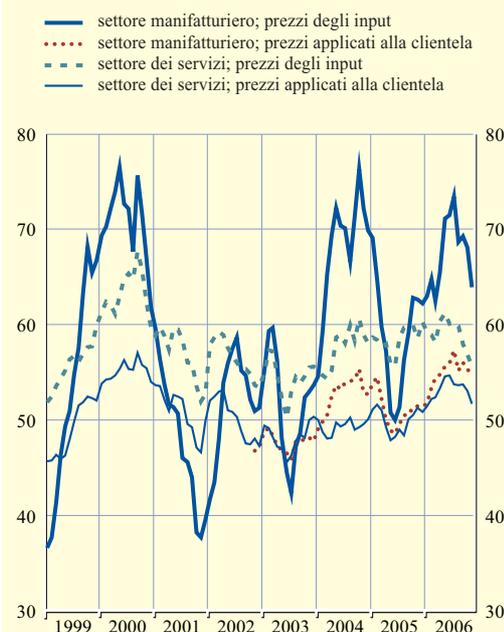
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 36 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.

agli stadi successivi della catena produttiva. In ottobre la crescita sui dodici mesi dell'indice dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è calata ulteriormente al 4,0 per cento, dal 6,0 di luglio, a seguito della dinamica più contenuta dei prezzi dei beni energetici (cfr. figura 35). Nello stesso periodo l'inflazione alla produzione nei settori dei beni non energetici è rimasta sostanzialmente invariata a un livello elevato, sebbene tale andamento segua i mercati aumenti rispetto ai valori contenuti di inizio d'anno. L'inflazione alla produzione nel settore dei beni intermedi ha mostrato particolare vigore nella seconda metà del 2006, per effetto dei passati rincari del petrolio e delle materie prime non petrolifere. Al confronto, il tasso di variazione dei prezzi alla produzione dei beni di investimento e di consumo è rimasto più contenuto. L'inflazione alla produzione dei beni di consumo si è mantenuta su una tendenza al rialzo dalla metà del 2005 a causa di effetti indiretti degli scorsi rincari delle materie prime.

Gli indicatori di prezzo delle indagini congiunturali, secondo quanto riportato da NTC Economics, indicano un'attenuazione delle pressioni sui prezzi degli input sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi dalla metà del 2006. Tuttavia, gli indici dei prezzi degli input per novembre in entrambi i settori continuano a segnalare pressioni al rialzo sui prezzi a livello delle imprese (cfr. figura 36). La moderazione delle pressioni sui prezzi degli input dovrebbe essere strettamente connessa ai minori prezzi dei beni energetici, sebbene sia probabile che allo stesso tempo i rincari di altre materie prime abbiano contribuito al perdurare delle pressioni al rialzo. La recente flessione degli indicatori dei prezzi degli input è stata accompagnata dal calo degli indici dei prezzi applicati alla clientela rispettivamente nel settore manifatturiero e in quello dei servizi.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

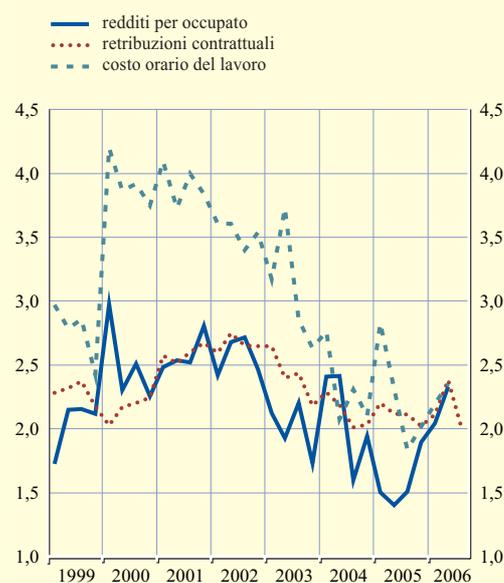
La dinamica salariale, dopo essere rimasta contenuta nel 2005, ha registrato una lieve ripresa nel 2006, pur rimanendo su un livello moderato. I dati sulla crescita delle retribuzioni contrattuali nel terzo trimestre avvalorano la precedente valutazione secondo cui l'incremento osservato nel secondo trimestre sarebbe in parte di natura temporanea. In effetti la crescita delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è calata al 2,0 per cento nel terzo trimestre, dopo un temporaneo aumento al 2,4 nel secondo trimestre (cfr. tavola 7 e figura 37). Pagamenti *una tantum* previsti nei contratti hanno avuto un ruolo primario nel determinare tale andamento, facendo aumentare il tasso di crescita nel secondo trimestre per poi farlo diminuire nel trimestre successivo. Pertanto, gli ultimi dati non segnalano un incremento della tendenza di fondo della dinamica salariale nel terzo trimestre, benché ciò debba ancora essere confermato da altri indicatori del costo del lavoro.

Nel complesso, il costo del lavoro ha continuato a contribuire al contenimento delle pressioni inflazionistiche interne nell'area dell'euro. In particolare, il recente miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro non avrebbe causato finora significative pressioni al rialzo sui salari. Inoltre, l'effetto combinato della moderata dinamica salariale e di un incremento ciclico della produttività del lavoro ha contribuito a un rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto, la cui crescita è rimasta invariata allo 0,8% nel secondo trimestre. In tal senso, il costo del lavoro per unità di prodotto finora è rimasto ben al di sotto dei livelli osservati tra il 2001 e il 2003 (cfr. anche il riquadro 6 *L'utilizzo dei dati di contabilità nazionale per misurare le pressioni sui prezzi nell'area dell'euro*). Tuttavia, la migliorata situazione del mercato del lavoro potrebbe determinare pressioni salariali notevolmente superiori alle attese correnti.

Per quanto concerne l'andamento del costo del lavoro a livello settoriale, i dati disponibili per la prima metà dell'anno indicano che il quadro complessivo continua a essere caratterizzato da

**Figura 37 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Tavola 7 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

una dinamica salariale lievemente più vigorosa e variabile nei settori industriali piuttosto che nei servizi (cfr. figura 38).

### 3.4 PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

Il lieve rallentamento dei prezzi degli immobili residenziali sarebbe continuato nella prima metà del 2006, benché il tasso di incremento dei prezzi sia rimasto elevato. In tale periodo la crescita dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dovrebbe essere calata al 6,8 per cento, rispetto al 7,3 e al 7,6 registrati nel 2005, rispettivamente nella seconda metà e nell'intero anno. La stima relativa alla prima metà del 2006 è basata su informazioni parziali e provvisorie relative ad alcuni paesi dell'area e quindi potrebbe essere soggetta a ulteriori revisioni.

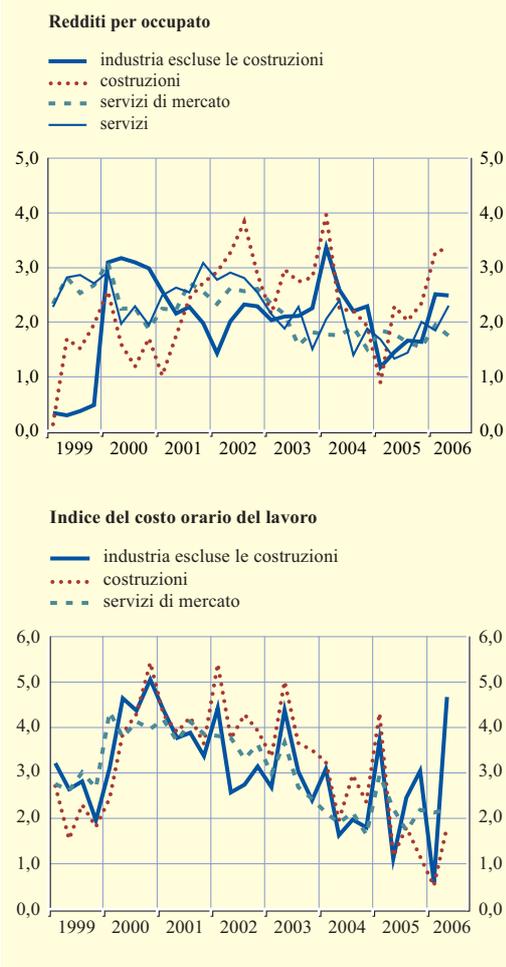
In una prospettiva a medio termine, il protratto dinamismo dei prezzi degli immobili residenziali rispecchia, in particolare, l'incremento del reddito disponibile reale e una robusta crescita dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Tuttavia, il rallentamento dei prezzi delle abitazioni dalla seconda metà del 2005 potrebbe indicare una normalizzazione a fronte dell'aumento dei costi dei mutui ipotecari. Inoltre, i dati provvisori a livello nazionale indicano che i prezzi delle abitazioni hanno rallentato maggiormente nei paesi in cui la loro crescita era stata particolarmente vigorosa in passato.

### 3.5 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

L'inflazione armonizzata nell'area dovrebbe aumentare ulteriormente nel gennaio del 2007, principalmente per effetto dell'incremento dell'IVA in Germania. Le possibili oscillazioni dei prezzi dei beni energetici rimangono un fattore chiave nella determinazione del livello esatto dell'inflazione nel breve periodo. Inoltre, guardando al 2007, è probabile che effetti base derivanti dalle scorse marcate oscillazioni nei prezzi dei beni energetici determinino un andamento relativamente altalenante dell'inflazione armonizzata fra un mese e l'altro. Per quanto attiene alle pressioni inflazionistiche di fondo, i dati sui prezzi alla produzione suggeriscono che alcune spinte verso l'alto esercitate dagli scorsi rincari delle materie prime verso gli stadi successivi della catena produttiva devono ancora essere trasmesse ai prezzi al consumo finali. Nel contempo, ci si attende che le pressioni salariali aumentino solo gradualmente, in un contesto caratterizzato da una concorrenza internazionale che rimane sostenuta. Tuttavia, il miglioramento delle condizioni nel mercato del

**Figura 38 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

lavoro potrebbe determinare pressioni salariali notevolmente superiori alle attese. Secondo le ultime proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, il tasso d'inflazione armonizzata sui dodici mesi dovrebbe collocarsi tra l'1,5 e il 2,5 nel 2007 e tra l'1,3 e il 2,5 nel 2008. Per una disamina più approfondita di queste proiezioni, cfr. il capitolo 6 *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*.

Tali prospettive per l'andamento dei prezzi restano soggette a rischi al rialzo, riconducibili in particolare a una trasmissione dei precedenti rincari del petrolio più vigorosa di quanto ipotizzato nello scenario di base, nonché a possibili nuovi rincari del greggio e a ulteriori aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette oltre a quelli già annunciati e decisi. In maniera più rilevante, considerando il momento favorevole della crescita reale negli ultimi trimestri e i segnali positivi provenienti dal mercato del lavoro, la dinamica salariale potrebbe essere più vigorosa di quanto al momento anticipato. Pertanto, è di cruciale importanza che le parti sociali seguitino a mostrare senso di responsabilità. Gli accordi salariali dovrebbero tenere conto dell'andamento sottostante della produttività in rapporto al livello ancora elevato della disoccupazione e alle posizioni in termini di competitività di prezzo. È inoltre importante che negli accordi salariali si abbandonino i meccanismi automatici di indicizzazione all'andamento dell'inflazione passata.

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

La prima stima pubblicata dall'Eurostat sulla crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali per il terzo trimestre ha confermato che l'economia dell'area si è espansa notevolmente, ma a un ritmo inferiore a quello della prima metà dell'anno. La crescita nel terzo trimestre ha interessato tutti i settori ed è stata stimolata dalla domanda interna. Anche il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro sembra essere stato consistente. Gli indicatori delle indagini segnalano un'ulteriore espansione nel quarto trimestre, sostanzialmente in linea con quella del terzo, sostenuta da fattori sia esterni sia interni. In una prospettiva di più lungo termine, permangono le condizioni affinché i tassi di crescita dell'area dell'euro risultino saldamente prossimi al potenziale, come evidenziato anche dalle ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosystema per l'area. Tuttavia, tale scenario rimane soggetto a rischi verso il basso, principalmente connessi a un possibile rialzo dei corsi petroliferi, a un disordinato riassorbimento degli squilibri mondiali e a pressioni protezionistiche.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

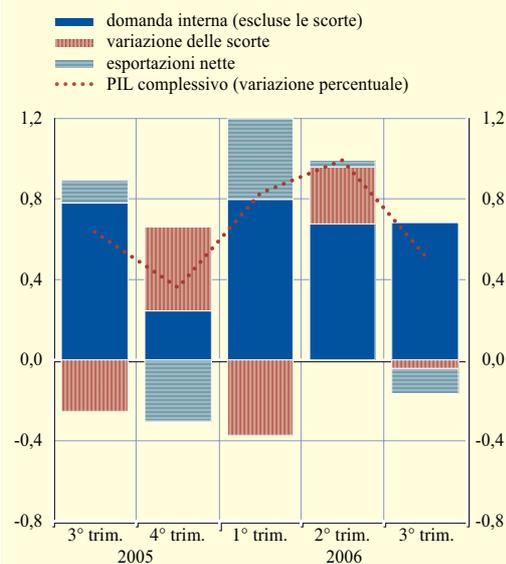
#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La prima stima pubblicata dall'Eurostat sulla crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali per il terzo trimestre ha confermato che l'economia dell'area si è espansa notevolmente, ma a un ritmo inferiore rispetto a quello della prima metà dell'anno. Secondo le stime preliminari dei conti nazionali diffuse dall'Eurostat, il PIL dell'area dell'euro ha segnato un aumento dello 0,5 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre (cfr. figura 39), evidenziando una diminuzione rispetto all'1,0 per cento osservato nel secondo (rivisto al rialzo dallo 0,9 per cento). Sul periodo corrispondente, il PIL dell'area dell'euro è salito del 2,7 per cento nel terzo trimestre, lievemente al di sotto del 2,8 per cento registrato nel trimestre precedente. La domanda interna (al netto delle scorte) ha sospinto l'attività economica nel terzo trimestre, concorrendo per 0,7 punti percentuali alla crescita del PIL sul periodo precedente.

In termini di componenti di spesa, la crescita degli investimenti è rallentata allo 0,8 per cento nel terzo trimestre dal 2,3 del secondo. Questo rallentamento può essere considerato come una normalizzazione dopo il tasso di crescita molto elevato osservato nel secondo trimestre. La dinamica sottostante agli investimenti rimane robusta. I consumi privati hanno accelerato fortemente, allo 0,6 per cento sul periodo precedente, un tasso superiore a quello del secondo trimestre (0,3 per cento), seppur leggermente inferiore a quello del primo (0,7 per cento). Anche i consumi collettivi hanno registrato un tasso di incremento molto forte, pari allo 0,8 per cento, in considerevole rialzo rispetto allo 0,1 per cento del secondo trimestre. In seguito a tali cambiamenti nella composizione della crescita, la domanda interna risulta più equamente distribuita tra le sue componenti principali.

Figura 39 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.

Il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL sul trimestre precedente è stato lievemente negativo nel terzo trimestre, dopo essere stato nullo nel secondo. Tale andamento è ascrivibile al fatto che le importazioni sono aumentate maggiormente rispetto alle esportazioni, rimanendo entrambe vigorose. L'apporto delle scorte è stato nullo nel terzo trimestre, a fronte del contributo positivo fornito nel secondo.

### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

Considerando la composizione settoriale del PIL in termini reali, la crescita nel terzo trimestre è stata generalizzata. Il valore aggiunto nell'industria al netto delle costruzioni si è espanso vigorosamente, sebbene rallentando rispetto ai tassi molto elevati registrati nella prima metà dell'anno. Anche il valore aggiunto nelle costruzioni è aumentato sensibilmente, seppure decelerando dopo la forte ripresa collegata alle condizioni meteorologiche osservata nel secondo trimestre. La crescita del valore aggiunto nel settore dei servizi è stata più modesta, anche se sostenuta dalla dinamica positiva dei servizi di mercato.

Nel terzo trimestre l'attività industriale nell'area dell'euro si è mantenuta robusta, pur mostrando alcune differenze fra le sue principali componenti (cfr. figura 40). La produzione industriale al netto delle costruzioni è salita dello 0,9 per cento sul periodo precedente, dall'1,2 del secondo trimestre. L'espansione nel terzo trimestre è soprattutto ascrivibile ai consistenti aumenti della produzione di beni intermedi e di investimento. Per contro, quella di beni di consumo ha segnato solo un incremento marginale. A sua volta, ciò ha rispecchiato un aumento molto forte della produzione di beni durevoli, a fronte della stazionarietà di quella di beni non durevoli.

In linea con gli andamenti favorevoli della produzione industriale nell'insieme del terzo trimestre, i nuovi ordini sono saliti del 3,6 per cento sul periodo precedente, o dell'1,8 per cento se si esclude la componente volatile degli "altri mezzi di trasporto". Complessivamente, gli ultimi dati indicano un'espansione continua dell'attività industriale nel terzo trimestre, sebbene a un ritmo inferiore a quello osservato nel secondo.

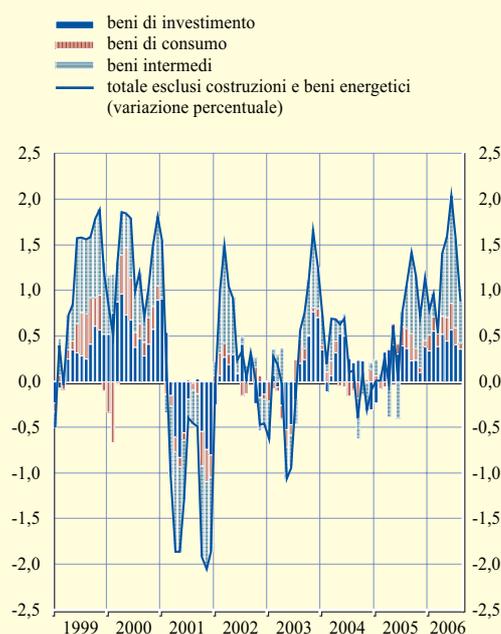
### RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I dati delle indagini settoriali disponibili fino a novembre rimangono a un livello molto elevato, indicando il protrarsi di una crescita robusta e generalizzata nel quarto trimestre dell'anno.

Nel periodo tra ottobre e novembre l'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione europea ha registrato un incremento rispetto al terzo trimestre, mentre l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero ha segnato un lieve calo tra questi due

**Figura 40 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.

periodi (cfr. figura 41). L'aumento dell'indicatore del clima di fiducia delle imprese della Commissione europea nello stesso periodo ha rispecchiato miglioramenti nei settori dei beni di investimento, nella produzione di beni intermedi e, in misura minore, in quella di beni di consumo. Sebbene i dati dell'indicatore della Commissione europea e del PMI forniscano segnali contrastanti sull'intensità dell'impulso di crescita, entrambi gli indicatori hanno raggiunto livelli storicamente alti, suggerendo pertanto il protrarsi di una forte espansione nel settore industriale nel quarto trimestre.

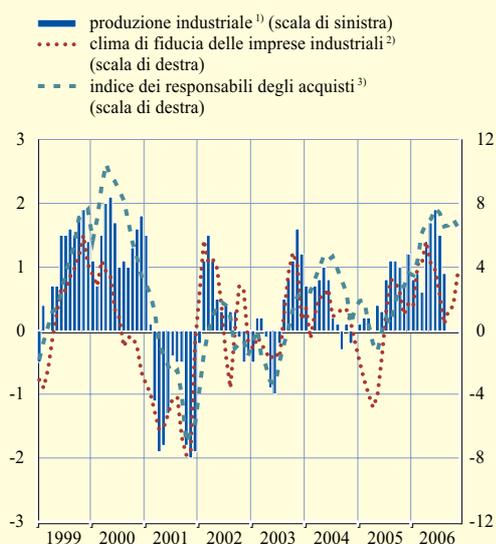
Per quanto concerne le indagini relative al comparto dei servizi, nel periodo tra ottobre e novembre l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea ha registrato, in media, lo stesso livello molto elevato osservato nel terzo trimestre. Ciò indica il protrarsi di una crescita sostenuta nel settore dei servizi nel quarto trimestre, sebbene probabilmente a un ritmo inferiore rispetto a quello della prima parte dell'anno. Per contro, nel periodo ottobre-novembre l'indice di attività del PMI per il comparto dei servizi si è collocato in media al di sotto del livello raggiunto nel terzo trimestre, pur mantenendosi significativamente al di sopra di 50 (il valore di riferimento teorico che indica una crescita nulla). Complessivamente, i recenti andamenti dei dati delle indagini sui servizi nell'area dell'euro continuano a indicare una robusta crescita in atto nel settore.

#### INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Le più recenti informazioni disponibili indicano che la crescita dei consumi è stata vigorosa nel terzo trimestre. Come già notato, in questo periodo i consumi privati sono aumentati dello 0,6 per cento sul trimestre precedente, dopo lo 0,3 del secondo, principalmente per effetto del contributo delle componenti relative alle vendite non al dettaglio. Il volume delle vendite al dettaglio (che

**Figura 41 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti**

(dati mensili destagionalizzati)

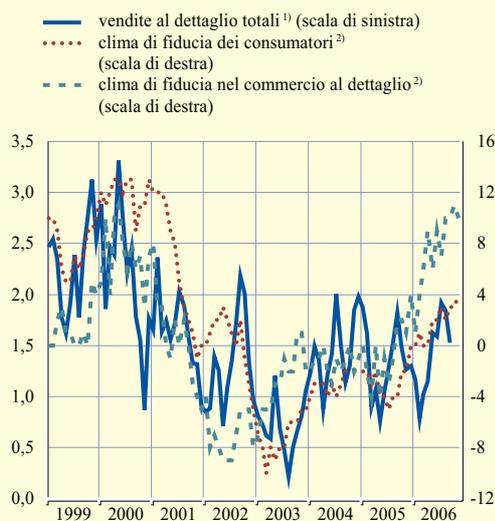


Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, NTC Economics ed elaborazioni della BCE.

- 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 42 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.

rappresentano circa il 40 per cento dei consumi privati) è cresciuto dello 0,6 per cento nel terzo trimestre. Le immatricolazioni di nuove autovetture (che costituiscono circa il 5 per cento dei consumi privati) sono diminuite del 2,2 per cento. Più di recente, in termini di medie mobili di tre mesi, le vendite al dettaglio si sono accresciute dello 0,5 per cento in ottobre, mentre le immatricolazioni di nuove autovetture sono calate lievemente nel periodo tra agosto e ottobre.

Nel periodo tra ottobre e novembre l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea ha segnato in media un valore più elevato rispetto al livello medio di lungo periodo raggiunto nell'insieme del terzo trimestre (cfr. figura 42). Avendo riguardo alle quattro componenti dell'indicatore, l'incremento riflette principalmente miglioramenti nelle aspettative di disoccupazione e nella valutazione della situazione economica generale e della situazione finanziaria attesa, mentre le aspettative sul livello di risparmio sono lievemente peggiorate.

Nel complesso, gli ultimi dati e indicatori delle indagini segnalano una robusta crescita dei consumi nel quarto trimestre.

## 4.2 MERCATO DEL LAVORO

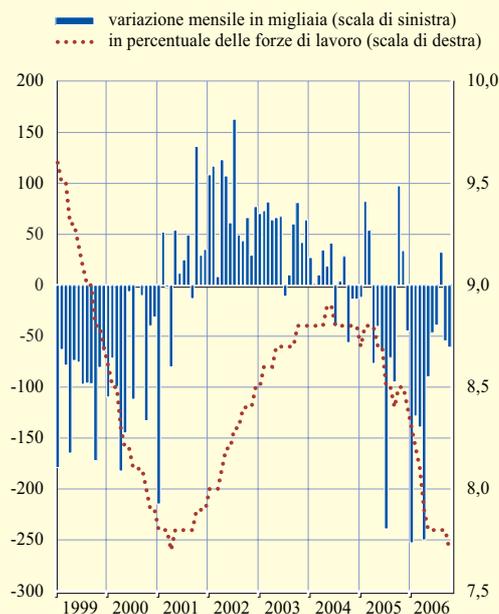
Le condizioni del mercato del lavoro dell'area dell'euro hanno continuato a migliorare nel terzo trimestre. In particolare, i recenti cali del tasso di disoccupazione e del numero di disoccupati indicano un rafforzamento della situazione del mercato. Anche gli ultimi dati sulle attese di occupazione segnalano il protrarsi di una crescita dell'occupazione nel breve termine.

### DISOCCUPAZIONE

In ottobre il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro è calato lievemente, portandosi al 7,7 per cento dal 7,8 di settembre (cfr. figura 43). Questo è il primo calo da maggio, dopo le flessioni più consistenti registrate all'inizio dell'anno. La contrazione del tasso di disoccupazione ha riguardato in pari misura tutte le classi di età. Il numero di disoccupati nell'area dell'euro è diminuito di circa 61.000 unità in ottobre, dopo un calo di circa 55.000 in settembre (una revisione al ribasso di circa 60.000 unità rispetto all'aumento di circa 5.000 stimato in precedenza). Sembra che recentemente il numero di disoccupati sia diminuito a un ritmo inferiore rispetto a quello osservato nel periodo tra gennaio e aprile. Ciò potrebbe essere in parte riconducibile a un aumento del tasso di partecipazione, segnalando pertanto un miglioramento delle prospettive del mercato del lavoro. A tale proposito, il riquadro 7 descrive la dinamica recente delle forze di lavoro dell'area, evidenziando in particolare che negli ultimi anni le riforme del mercato hanno fatto crescere i tassi di partecipazione, soprattutto delle donne e dei lavoratori in età avanzata.

Figura 43 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

**Tavola 8 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

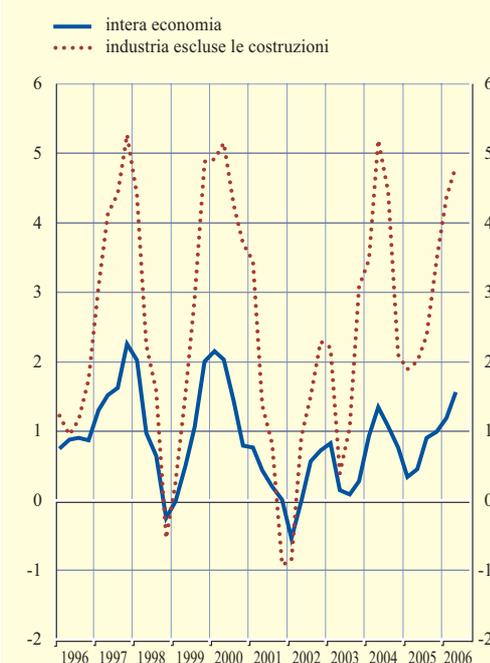
I dati di contabilità nazionali disponibili fino al secondo trimestre indicano che il processo di creazione di posti di lavoro ha acquisito progressivo slancio, in maniera abbastanza regolare, dalla metà del 2005. Nel secondo trimestre del 2006 l'occupazione è aumentata dello 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,3 del primo (cfr. tavola 8). L'incremento dell'occupazione nel secondo trimestre è stato generalizzato. Dopo i rialzi costanti a partire dalla metà del 2005, la crescita dell'occupazione nei servizi è rimasta robusta e ha continuato a essere sostenuta da incrementi nel comparto dei servizi finanziari e alle imprese. L'occupazione nell'industria al netto delle costruzioni è rimasta invariata, in contrasto con i cali registrati in tutti i trimestri dalla fine del 2004. L'espansione dell'occupazione nel settore delle costruzioni è rimasta sostenuta per il terzo trimestre consecutivo.

La crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro è salita all'1,4 per cento nel secondo trimestre, dall'1,2 per cento del primo (cfr. figura 44). L'incremento è stato generalizzato: l'espansione della produttività del lavoro nell'industria al netto delle costruzioni ha raggiunto il 4,8 per cento, mentre il miglioramento nei servizi è stato più moderato. I dati disponibili per il terzo trimestre indicano un protrarsi della crescita della produttività del lavoro, sebbene ci si attenda una certa moderazione rispetto al tasso registrato nel secondo trimestre.

I dati delle indagini sulle aspettative di occupazione continuano a denotare vigore e indicano il protrarsi di un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro nel breve periodo. Le attese di occupazione derivanti dalle indagini sulle imprese della Commissione europea e dall'in-

**Figura 44 Produttività del lavoro**

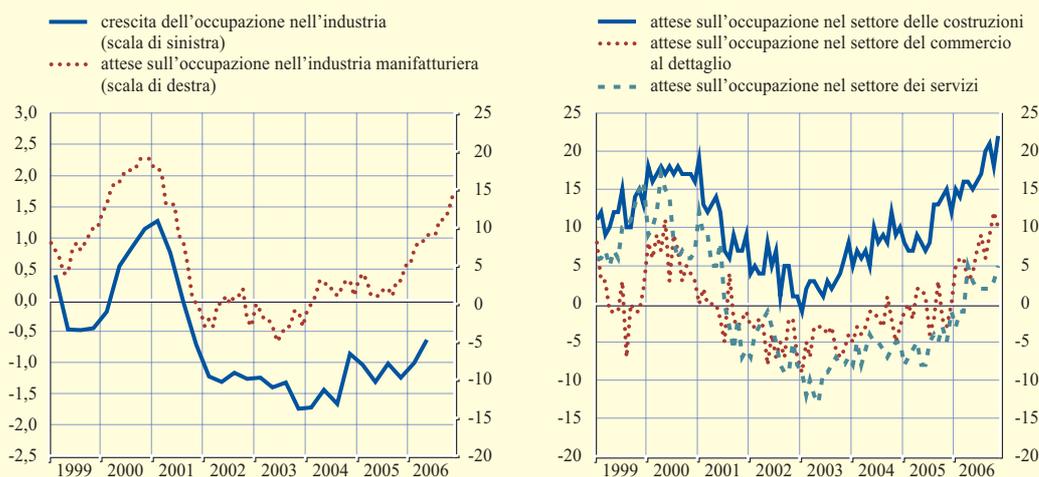
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 45 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione**

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



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

dice PMI relativo all'occupazione sono aumentate nell'industria tra ottobre e novembre rispetto ai livelli registrati nell'insieme del terzo trimestre. Nel periodo tra ottobre e novembre sia le attese di occupazione della Commissione europea sia l'indice di occupazione del PMI per il settore dei servizi si sono collocati in media al di sopra del livello registrato nel terzo trimestre (cfr. figura 45).

**Riquadro 7**

**ANDAMENTI RECENTI DELLE FORZE DI LAVORO NELL'AREA DELL'EURO**

Le forze di lavoro, che comprendono tutte le persone che partecipano attivamente al mercato del lavoro (ovvero, sia i disoccupati che gli occupati), costituiscono un riferimento importante per definire l'offerta di lavoro. Il loro andamento risente sia delle tendenze demografiche nell'area dell'euro sia delle decisioni di partecipazione. Sul lungo periodo, la crescita delle forze di lavoro è una delle determinanti del prodotto potenziale. Questo riquadro descrive gli sviluppi recenti delle forze di lavoro nell'area dell'euro e i fattori che ne sono alla base.

**La crescita delle forze di lavoro è rimasta vigorosa durante il recente rallentamento economico**

La tavola mostra l'andamento delle forze di lavoro nell'area e le sue principali determinanti, ovvero gli andamenti demografici e le variazioni del tasso di partecipazione. I dati sono riportati in termini di medie di cinque anni. I quinquenni 1981-1985, 1991-1995 e 2001-2005 costituiscono periodi di bassa crescita economica, con un incremento del PIL in termini reali intorno all'1,5 per cento in media, mentre i quinquenni 1986-1990 e 1996-2000, caratterizzati da una crescita del PIL pari o superiore al 2,5 per cento, corrispondono a periodi di maggiore espansione economica <sup>1)</sup>.

1) Questi periodi non corrispondono alla normale datazione dei cicli economici di espansione e recessione, ma consentono di cogliere meglio gli sfasamenti temporali con cui le variabili del mercato del lavoro tendono a reagire ai cicli.

**Popolazione in età da lavoro, forza lavoro e tasso di partecipazione nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali annue; valori percentuali; punti percentuali)

	1981-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005
Crescita del PIL	1,5	3,4	1,3	2,7	1,3
Crescita della popolazione in età da lavoro	0,9	0,5	0,4	0,3	0,4
Tasso di partecipazione	64,1	65,5	65,3	67,5	69,8
Variatione del tasso di partecipazione	0,0	0,3	-0,1	0,4	0,5
Crescita della forza lavoro	0,9	1,0	0,3	1,0	1,1
Effetto della crescita della popolazione	0,9	0,6	0,2	0,3	0,4
Effetto del tasso di partecipazione	0,0	0,3	0,1	0,7	0,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE

Nota: il tasso di partecipazione della forza lavoro è definito come il numero di persone nelle forze di lavoro espresso come percentuale della popolazione totale in età da lavoro (cioè quelli in età tra i 15 e i 64 anni). L'effetto della crescita della popolazione e l'effetto del tasso di partecipazione sono espressi come contributi in punti percentuali alla crescita delle forze di lavoro.

Tra il 2001 e il 2005 le forze di lavoro sono aumentate a un tasso medio annuo dell'1,1 per cento, il più elevato osservato nei quinquenni considerati dall'inizio degli anni ottanta, includendo sia periodi di forte espansione che di bassa crescita economica. La distinzione tra gli effetti della crescita demografica e quelli del tasso di partecipazione contribuisce a chiarire le ragioni alla base di questo recente incremento, insolitamente elevato, delle forze di lavoro. In primo luogo, sembra che il tasso di partecipazione, che per il passato ha mostrato un andamento pro-ciclico, abbia contribuito in maniera determinante all'aumento delle forze di lavoro (0,7 punti percentuali), nonostante il rallentamento dell'economia tra il 2001 e il 2005. In secondo luogo, la crescita della popolazione in età da lavoro, che dai primi anni ottanta era stata caratterizzata da una tendenza verso il basso, ha contribuito in modo significativo al recente aumento delle forze di lavoro. Questi due fattori vengono qui di seguito illustrati più in dettaglio.

**La partecipazione è stata favorita dalle riforme del mercato del lavoro**

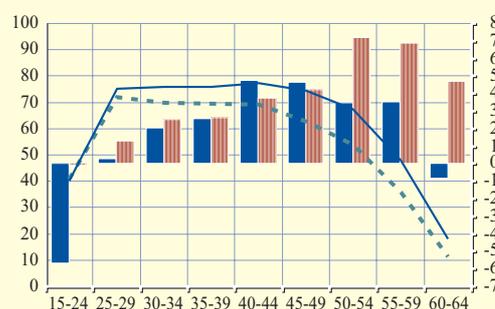
Nel quinquennio 2001-2005 il tasso di partecipazione è aumentato in media di 0,5 punti percentuali ciascun anno, rispetto all'andamento osservato nei periodi precedenti in cui la crescita economica era stata altrettanto debole. La principale differenza tra il recente andamento e quello nei primi anni novanta è data dal comportamento delle coorti costituite dai più giovani e dai più anziani di entrambi i sessi (cfr. figure A e B). Mentre nel 1991-1995 il tasso di partecipazione delle persone di età compresa tra i 15 e i 24 anni era sceso nettamente, nel 2001-2005 è rimasto sostanzialmente invariato. Inoltre, anche il tasso di partecipazione dei maschi con più di 50 anni, in particolare di quelli con 55 anni e oltre, era diminuito nettamente nel 1991-1995, ma è aumentato nel 2001-2005. Per quanto riguarda le donne con più di 50 anni, negli ultimi cinque anni si è registrato un incremento del tasso di partecipazione superiore a quello osservato nel periodo 1991-95.

Il mutato comportamento dei lavoratori più giovani e più anziani è in parte connesso alle variazioni nell'assetto istituzionale dovute alle riforme del mercato del lavoro in alcuni paesi dell'area. Ad esempio, la maggiore flessibilità indotta da un più ampio utilizzo dei contratti di lavoro part-time dovrebbe aver avuto un impatto positivo sulla partecipazione sia degli uomini sia delle donne di età compresa fra i 15 e i 24 anni. Inoltre, una delle ragioni per la maggiore partecipazione dei lavoratori più anziani potrebbe essere il minore ricorso agli schemi di pre-pensionamento, con il conseguente rinvio del collocamento a riposo. Infine, la partecipazione

**Figura A Partecipazione alla forza lavoro nei periodi compresi tra il 1991 e il 1995 e tra il 2001 e il 2005 della popolazione femminile**

(valori percentuali e punti percentuali)

■ variazioni della partecipazione fra 1995 e 1991 (scala di destra)  
 ■■ variazioni della partecipazione fra 2005 e 2001 (scala di destra)  
 - - - tasso di partecipazione del 1995 (scala di sinistra)  
 — tasso di partecipazione del 2005 (scala di sinistra)

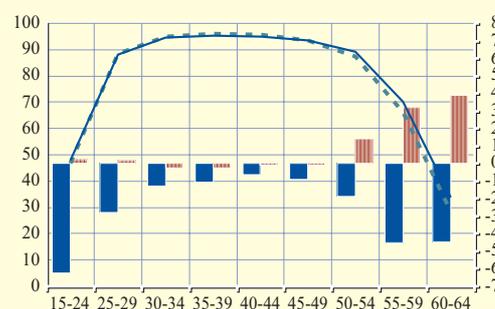


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Partecipazione alla forza lavoro nei periodi compresi tra il 1991 e il 1995 e tra il 2001 e il 2005 della popolazione maschile**

(valori percentuali e punti percentuali)

■ variazioni della partecipazione fra 1995 e 1991 (scala di destra)  
 ■■ variazioni della partecipazione fra 2005 e 2001 (scala di destra)  
 - - - tasso di partecipazione del 1995 (scala di sinistra)  
 — tasso di partecipazione del 2005 (scala di sinistra)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

dei lavoratori più giovani e più anziani è stata favorita anche da altre riforme, fra cui quelle sui sussidi alla disoccupazione, sugli oneri fiscali sul lavoro e sulla tutela del posto di lavoro<sup>2)</sup>.

### La recente crescita delle forze di lavoro è stata favorita anche dall'andamento della popolazione in età da lavoro

La crescita della popolazione in età da lavoro è calata dallo 0,9 per cento in media nel 1981-1985 allo 0,3 nel 1996-2000, ma è in seguito aumentata lievemente allo 0,4 per cento. Questa recente accelerazione sarebbe dovuta alla situazione spagnola, connessa in particolare alla regolarizzazione dei lavoratori immigrati. Escludendo la Spagna, la crescita della popolazione in età da lavoro sarebbe stata in media dello 0,2 per cento nel periodo 2001-2005.

In aggiunta a questi andamenti, dai primi anni ottanta è mutata lievemente anche la composizione della popolazione in età da lavoro. In particolare, è aumentata leggermente la percentuale dei lavoratori di età compresa fra i 25 e i 54 anni (cosiddetti *prime-age*). Questi mutamenti di composizione hanno inciso positivamente sulla crescita delle forze di lavoro attraverso un incremento complessivo del tasso di partecipazione. In effetti, circa il 14 per cento dell'aumento di 4,5 punti percentuali del tasso di partecipazione fra il 1995 e il 2005 è ascrivibile a tali mutamenti.

Nel complesso, fra il 2001 e il 2005 la crescita delle forze di lavoro sembra sia stata relativamente vigorosa. Ciò è dovuto in parte all'immigrazione, ma riflette anche un incremento di fondo della partecipazione, specialmente tra i gruppi più giovani e più anziani, probabilmente collegato alle riforme del mercato del lavoro. Le informazioni disponibili indicano che nella prima metà del 2006 le forze di lavoro hanno continuato ad aumentare ad un ritmo vigoroso, a causa sia della tendenza crescente del tasso di partecipazione sia della forte espansione della popolazione in età da lavoro. In prospettiva, tuttavia, la crescita delle forze di lavoro dovrebbe diminuire a causa

2) Cfr. V. Genre, R. Gómez-Salvador e A. Lamo, *European women: why do(n't) they work?*, Working Paper della BCE n. 454, Marzo 2005.

della minore crescita prevista della popolazione in età lavorativa. A tale riguardo, le iniziative di politica economica devono svolgere un ruolo importante nel sostenere le dinamiche delle forze di lavoro, ad esempio fornendo incentivi ai lavoratori più anziani di sesso maschile per ritardarne il pensionamento e promuovendo contratti flessibili che consentano ai giovani e alle donne in *prime-age* di conciliare lo studio e la vita familiare, rispettivamente, con il lavoro.

### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

La crescita dell'economia dell'area dell'euro continua a essere sostenuta dalla domanda interna e a interessare tutti i settori, pur mostrando un ritmo in certa misura più moderato rispetto a quello della prima parte dell'anno. Nel complesso, sulla base dei più recenti dati e indicatori delle indagini ci si attende che la crescita del prodotto in termini reali rimanga robusta, su tassi prossimi al potenziale. Sebbene sia probabile che intorno al volgere dell'anno i tassi di crescita trimestrali mostrino una certa volatilità, associata all'impatto delle modifiche alle imposte indirette in Germania, le prospettive di medio periodo per l'attività economica restano favorevoli. La crescita a livello mondiale rimane robusta, fornendo un continuo sostegno alle esportazioni dell'area dell'euro. Ci si attende che la domanda interna mantenga uno slancio relativamente forte, con gli investimenti che beneficiano di un lungo 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. Anche la crescita dei consumi dovrebbe rafforzarsi ulteriormente nel corso del tempo, in linea con gli andamenti del reddito reale disponibile e grazie al sostegno di continui miglioramenti nel mercato del lavoro. In tale contesto, le ultime proiezioni macroeconomiche per l'area degli esperti dell'Eurosistema prevedono che la crescita del PIL in termini reali dovrebbe situarsi in un intervallo compreso tra l'1,7 e il 2,7 per cento nel 2007 e tra l'1,8 e il 2,8 per cento nel 2008. Lo scenario sostanzialmente favorevole per la crescita economica è soggetto a rischi verso il basso nell'orizzonte temporale della proiezione. Quelli principali sono associati alla possibilità di un nuovo rialzo dei corsi petroliferi, a un incremento delle pressioni protezionistiche, in particolare dopo la sospensione dei negoziati commerciali del *Doha Round*, e ai possibili andamenti disordinati causati dagli squilibri mondiali.

## 5 LA FINANZA PUBBLICA

Le previsioni autunnali della Commissione europea confermano in generale il quadro di miglioramento dei saldi di bilancio nell'area dell'euro, all'interno del quale ci si attende che tre dei cinque paesi attualmente sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi riportino o mantengano quest'anno i rispettivi disavanzi al disotto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Tuttavia, i progressi dei conti pubblici sono dovuti per lo più a un aumento della crescita economica e delle entrate straordinarie. Le previsioni per il 2007 indicano un ulteriore miglioramento dei conti pubblici dell'area, grazie agli ambiziosi programmi di risanamento di alcuni paesi. Nondimeno, nella maggior parte degli Stati membri in situazione di squilibrio l'entità del risanamento non sarà sufficiente alla luce dei criteri fissati nel Patto di stabilità e crescita nella sua versione modificata.

In prospettiva, è necessario che le politiche fiscali non si concedano allentamenti, sfruttino il migliorato contesto economico per accelerare il risanamento fiscale ed evitino di spendere il ricavato delle entrate straordinarie. In special modo i paesi in disavanzo eccessivo devono prendere tutte le misure necessarie a correggere la situazione al più presto, grazie anche a una rigorosa applicazione della procedura per i disavanzi eccessivi. Nell'attuale congiuntura favorevole è necessario che tutti i paesi raggiungano tempestivamente gli obiettivi di medio termine che si sono prefissati per il conseguimento di posizioni di bilancio solide. È altresì importante avanzare nella riforma dei sistemi di previdenza sociale, data l'esigenza di far fronte all'onere che l'invecchiamento della popolazione presenterà per i conti pubblici.

### ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2006

Le prospettive per i conti pubblici nell'area dell'euro appaiono in graduale miglioramento. Secondo le previsioni autunnali della Commissione europea pubblicate in novembre, nel 2006 il rapporto medio fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL dovrebbe collocarsi al 2,0 per cento (cfr. tavola 9), in calo dal 2,4 per cento del 2005. Per quanto riguarda i cinque paesi attualmente soggetti alla procedura per i disavanzi eccessivi, i disavanzi dovrebbero essere riportati o mantenuti al di-

**Tavola 9 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Commissione europea, Economics forecasts, primavera 2006</b>						
a. Entrate totali	45,1	45,1	44,8	45,1	45,2	45,2
b. Spese totali	47,7	48,2	47,6	47,6	47,2	46,7
di cui:						
c. interessi	3,5	3,3	3,1	2,9	2,9	2,9
d. spese primarie (b - c)	44,2	44,9	44,5	44,6	44,3	43,8
Saldo di bilancio (a - b)	-2,5	-3,1	-2,8	-2,4	-2,0	-1,5
Saldo primario (a - d)	0,9	0,2	0,3	0,5	0,9	1,4
Saldo corretto per gli effetti del ciclo	-2,8	-2,7	-2,5	-1,9	-1,7	-1,2
Debito lordo	68,0	69,2	69,7	70,6	69,4	68,0
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale annua)	0,9	0,8	2,0	1,4	2,6	2,1
<b>Programmi di stabilità, medie per l'area dell'euro basate sulle informazioni contenute negli aggiornamenti dei Programmi di stabilità<sup>1)</sup></b>						
Saldo di bilancio			-2,5	-2,5	-2,3	-1,8
Saldo primario				0,6	0,7	1,2
Saldo corretto per gli effetti del ciclo			-2,5	-2,1	-1,9	-1,4
Debito lordo			70,1	71,0	70,8	69,6
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale annua)				1,4	2,1	2,0

Fonti: Commissione europea, aggiornamenti dei Programmi di stabilità 2005-2006 ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati non includono i ricavi dalla vendita delle licenze UMTS; eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. Gli ultimi dati della Commissione europea includono la Slovenia nell'area dell'euro per tutti gli anni riportati nella tavola.

Per qualsiasi confronto si dovrà quindi tener conto di questo fattore.

1) Dati disponibili a maggio 2006.

sotto del valore di riferimento del 3 per cento in Germania, Grecia e Francia, mentre nei restanti due paesi, Italia e Portogallo, essi continueranno a superare tale valore. All'interno dell'area dell'euro si prevede che il Lussemburgo e l'Austria presentino ancora squilibri significativi, mentre in Belgio, Spagna, Irlanda, Paesi Bassi e Finlandia le posizioni di bilancio dovrebbero risultare solide.

Dal raffronto fra le ultime previsioni della Commissione e gli obiettivi di bilancio fissati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità predisposti alla fine del 2005 e nella prima metà del 2006 emerge un modesto miglioramento, nell'ordine di circa 0,3 punti percentuali del PIL, rispetto agli obiettivi iniziali. Esso riflette i risultati significativamente migliori rispetto alle previsioni conseguiti in Germania (dove il disavanzo sarà ricondotto al di sotto del valore di riferimento con un anno di anticipo) e in vari paesi con solide posizioni di bilancio.

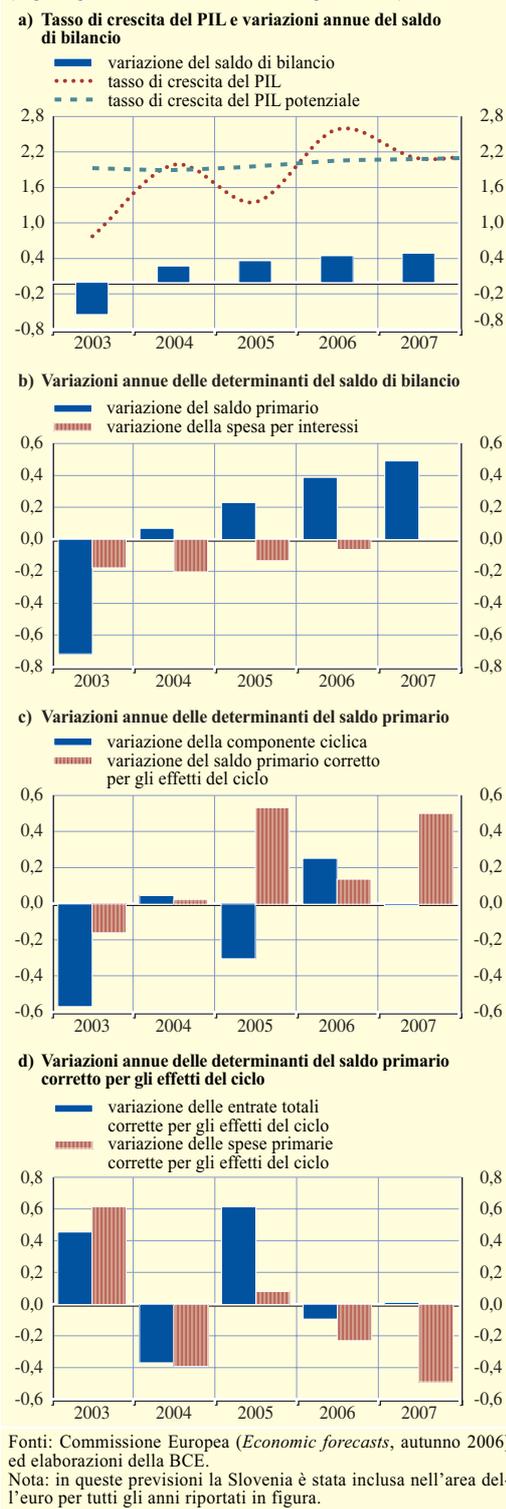
Le previsioni della Commissione segnalano la prima riduzione dal 2002 del rapporto fra debito pubblico e PIL, a poco meno del 70 per cento nel 2006. Il calo riflette a sua volta la diminuzione dei corrispondenti rapporti in gran parte dei paesi, con le rilevanti eccezioni dell'Italia – dove il rapporto debito/PIL è il più elevato – e del Portogallo.

#### FATTORI SOTTOSTANTI AGLI ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2006

Il miglioramento della situazione di bilancio deriva principalmente dalla forte crescita, che nella media dell'area dell'euro è stata rivista al rialzo di circa 0,5 punti percentuali rispetto alla scorsa primavera, e in misura minore dal risanamento dei conti pubblici. In presenza di una crescita stimata del PIL in termini reali superiore al potenziale, ci si attende che il ciclo economico abbia un impatto positivo sui saldi di bilancio e che anche il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo aumenti leggermente (figura 46). Ciò concorda con il fatto che il miglioramento del saldo di bilancio è dovuto soprattutto ai maggiori avanzi primari, con un contributo solo marginale dal calo della spesa per interessi.

**Figura 46 Determinanti degli andamenti di bilancio nell'area dell'euro**

(in punti percentuali del PIL; variazioni percentuali)



Gli andamenti aggregati sopra descritti riflettono differenze rilevanti fra i vari paesi. Fra i paesi che presentano squilibri significativi, i saldi corretti per il ciclo dovrebbero registrare progressi considerevoli in Grecia e Portogallo e miglioramenti di entità più modesta in Germania e Francia; per contro l'Italia (colpita anche dagli effetti fiscali sfavorevoli di una recente sentenza della Corte di giustizia delle Comunità europee), il Lussemburgo e l'Austria stanno sperimentando in misure diverse un peggioramento di tali saldi.

In parte, la correzione dei conti pubblici riflette il contenimento della spesa. Inoltre hanno avuto un impatto positivo entrate impreviste, superiori a quelle spiegabili con la congiuntura favorevole e gli interventi di risanamento. Il vigore degli introiti fiscali potrebbe scaturire da vari fattori, fra cui un aumento dei profitti delle imprese, una ripresa della spesa per consumi privati, la forte dinamica dei mercati azionari e, in alcuni paesi, il rialzo dei prezzi delle abitazioni. Tali fattori stanno accrescendo le imposte sul reddito e sulla ricchezza, comprese quelle assai variabili, sul reddito delle imprese, ma è difficile individuare con esattezza in che misura contribuiscano alle entrate di natura straordinaria.

#### **PROSPETTIVE PER LA FINANZA PUBBLICA NEL 2007**

Per il 2007 le previsioni della Commissione indicano un ulteriore calo del disavanzo medio dell'area dell'euro, all'1,5 per cento del PIL. Poiché il ciclo dovrebbe esercitare un impatto sostanzialmente neutro sui saldi di bilancio e gli esborsi per interessi dovrebbero rimanere stabili, il miglioramento previsto dei conti pubblici riflette interamente un risanamento strutturale di circa 0,5 punti percentuali nella media dell'area dell'euro. Tale risanamento beneficia del programmato contenimento della spesa e dell'aumento delle imposte in alcuni paesi. Tuttavia, considerati gli sgravi fiscali in altri paesi e la riduzione delle basi di imposta, si prevede che la pressione fiscale complessiva rimanga stabile. Il rapporto medio debito pubblico/PIL scenderà al 68 per cento, principalmente per effetto dell'aumento del saldo primario.

Il miglioramento dei conti pubblici aggregati nella media dell'area dell'euro riflette gli sforzi di risanamento della Germania (con il proseguimento della moderazione della spesa e l'incremento delle imposte indirette) e dell'Italia (grazie al pacchetto di risanamento contenuto nella legge di bilancio per il 2007 e al venir meno degli effetti temporanei della summenzionata sentenza). Fra i paesi sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi, soltanto il Portogallo continuerà a presentare un disavanzo significativamente superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel 2007, mentre il disavanzo dell'Italia dovrebbe riportarsi appena al di sotto di questa soglia.

#### **VALUTAZIONE DELL'ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI**

È certamente un fatto positivo che i principali dati relativi ai disavanzi medi dei conti pubblici nell'area dell'euro stiano migliorando e che in tutti i paesi, eccetto uno, i disavanzi dovrebbero essere ricondotti al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL entro la fine del 2007. Ciò nonostante, risultano generalmente più limitati, e in alcuni casi deludenti, i progressi sul fronte del risanamento strutturale dei conti pubblici. Solo alcuni paesi programmano per il 2006-07 aggiustamenti rilevanti. Gran parte degli Stati membri in situazione di squilibrio non sembra avvantaggiarsi sufficientemente della migliorata congiuntura macroeconomica per realizzare adeguati progressi verso il consolidamento e il pieno adempimento degli obblighi previsti dal nuovo Patto di stabilità e crescita che comportano il conseguimento tempestivo degli obiettivi di medio periodo.

L'attuale situazione dei conti pubblici e il loro miglioramento vanno analizzati attentamente. Non solo la conformità con il necessario percorso di risanamento è variegata, ma le previsioni potrebbero anche sovrastimare lo sforzo di risanamento nella misura in cui le dinamiche sopra riportate in-

cludono proventi straordinari e transitori, oltre che effetti a carattere più duraturo. Andrebbe inoltre rilevato che la misurazione degli sforzi di risanamento risulta in parte ostacolata dall'inclusione di varie misure temporanee e di effetti *una tantum* di entità incerta.

Più concretamente, e con particolare riferimento ai paesi sottoposti alla procedura per disavanzi eccessivi, la Germania dovrebbe conseguire nel biennio 2006-07 la correzione strutturale cumulata di almeno un punto percentuale del PIL raccomandata dal Consiglio Ecofin nel contesto della suddetta procedura, e ciò grazie a una prudente attuazione del bilancio e a entrate inattese nel 2006, unitamente a un pacchetto di risanamento credibile per il 2007. Quanto alla Grecia, si prevede che il disavanzo scenda al disotto del 3 per cento del PIL nel 2006 per effetto della combinazione di misure permanenti e *una tantum*, ma nel 2007 si registrerà un risanamento strutturale insufficiente. Inoltre, la persistenza di discrepanze fra gli andamenti del debito e del disavanzo e di problemi di segnalazione statistica pongono dei dubbi sulla situazione attuale e prospettica dei conti pubblici. In Francia il saldo non segnerà pressoché alcun miglioramento, poiché il vigore delle entrate andrà a compensare il venir meno degli effetti delle misure *una tantum* del 2006, e il risanamento strutturale nel 2007 sarà inferiore allo 0,5 per cento del PIL. Per quel che concerne l'Italia, si stima che il risanamento strutturale nel 2006-07 sarà sufficiente a riportare il disavanzo al disotto del 3 per cento del PIL nel 2007, coerentemente con gli impegni presi dal paese. La correzione totale sarà tuttavia leggermente inferiore allo sforzo minimo, pari all'1,6 per cento del PIL, raccomandato dal Consiglio, e sarà attuata per oltre la metà soltanto nel 2007. Infine, le attuali politiche non basteranno a far scendere il disavanzo del Portogallo al disotto del valore di riferimento entro il 2008, termine fissato dal Consiglio per la risoluzione della situazione di disavanzo eccessivo.

Dei paesi che presentano squilibri di bilancio ma non disavanzi eccessivi, pochi si conformeranno all'obiettivo di riferimento dello 0,5 per cento del PIL per il risanamento strutturale. Quanto ai paesi restanti, si prevede che la situazione di equilibrio dei conti pubblici sarà mantenuta, pur se in alcuni casi con un lieve allentamento della politica di bilancio.

#### LA STRATEGIA DELLE POLITICHE DI BILANCIO

Dal momento che le prospettive per i conti pubblici sono in miglioramento nella maggior parte dei paesi, è necessario che le strategie di bilancio evitino allentamenti e siano al contrario incentrate sul potenziamento degli sforzi di risanamento. Occorre sfruttare appieno la prospettiva di un contesto economico favorevole nel futuro prossimo per conseguire quanto prima posizioni di bilancio solide e un rapido calo del rapporto debito pubblico/PIL, anche in considerazione dei problemi per la sostenibilità dei conti pubblici che scaturiranno in futuro dall'evoluzione demografica (cfr. il riquadro 8). È importante che gli impegni presi nel contesto del nuovo Patto di stabilità e crescita vengano rispettati appieno in tutti i paesi, così da accrescere la credibilità del quadro di riferimento dell'UE per le politiche fiscali. Le strategie di bilancio alla base dei prossimi aggiornamenti dei programmi di stabilità dovrebbero fare proprie tali considerazioni.

L'esperienza passata conferma che un atteggiamento di compiacimento per i risultati raggiunti rappresenta il principale rischio per le politiche di bilancio nelle fasi di ripresa economica. In queste fasi, così come avvenuto nei primi anni dell'UEM, il miglioramento dei saldi di bilancio e le entrate inattese possono indurre i governi nella tentazione di introdurre sgravi fiscali privi di copertura finanziaria e/o di ridurre il contenimento della spesa. Qualora l'aumento della crescita e delle entrate dovesse rivelarsi transitorio, le posizioni di bilancio subirebbero un rapido deterioramento. La fragilità dei conti pubblici che ne risulterebbe potrebbe in un secondo momento rendere necessario inasprire la politica fiscale in situazioni congiunturali sfavorevoli, dando origine a effetti prociclici. Ciò potrebbe anche porre ostacoli all'attuazione del Patto di stabilità e crescita

qualora i margini di sicurezza al disotto del valore di riferimento per i disavanzi eccessivi fossero troppo esigui.

Al fine di evitare che si ripetano gli errori del passato, è essenziale che tutti gli Stati membri si astengano da avviare politiche procicliche di espansione fiscale. Gli Stati membri che hanno già conseguito solide posizioni di bilancio dovrebbero cercare di mantenerle o addirittura migliorarle. In alcuni casi, laddove i conti pubblici siano già in avanzo e la domanda economica risulti vigorosa, un orientamento più restrittivo della politica di bilancio potrebbe contribuire a ridurre i rischi di surriscaldamento.

Gli Stati membri in situazione di squilibrio, ma non di disavanzo eccessivo, dovrebbero intensificare gli sforzi di risanamento e realizzare i rispettivi obiettivi di medio periodo in tempi più rapidi rispetto a quanto previsto negli ultimi aggiornamenti dei programmi di stabilità. Ciò presuppone, come minimo, il rispetto dell'obiettivo di riferimento di un aggiustamento pari allo 0,5 per cento del PIL contenuto nel Patto di stabilità e crescita nella sua versione riveduta.

I paesi con disavanzi superiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL devono prendere tutte le misure necessarie a correggere la situazione al più presto, grazie anche alla rigorosa attuazione delle raccomandazioni del Consiglio. Il miglioramento delle prospettive per i conti pubblici rende più probabile in un futuro prossimo l'abrogazione delle decisioni riguardanti l'esistenza di disavanzi eccessivi in vari paesi. Al riguardo, è essenziale che i disavanzi eccessivi siano corretti in modo sostenibile attraverso misure di risanamento durature e credibili. Successivamente, occorrerà continuare a realizzare progressi sufficienti in direzione del conseguimento degli obiettivi di medio periodo, in modo da creare un margine di manovra per evitare di superare nuovamente il tetto stabilito per il disavanzo. Un'elevata qualità dei dati e un solido sistema di segnalazione statistica restano fondamentali per prevenire e correggere gli squilibri di bilancio. Nei paesi dove, in base alle previsioni, vi è il rischio che gli impegni presi non vengano rispettati, sono necessari sforzi ancora maggiori per conseguire gli obiettivi ed evitare che vengano intraprese iniziative ulteriori nel quadro delle procedure per i disavanzi eccessivi.

#### Riquadro 8

### LA SOSTENIBILITÀ FISCALE DI LUNGO PERIODO DELL'AREA DELL'EURO

La Commissione europea ha recentemente pubblicato il suo primo rapporto sulla sostenibilità<sup>1)</sup>, nel quale presenta una valutazione della sostenibilità delle finanze pubbliche sulla base delle nuove proiezioni comuni relative ai costi connessi con l'invecchiamento demografico<sup>2)</sup>, dell'attuale situazione di bilancio e di una serie di altri fattori che potrebbero influire sui conti pubblici futuri. Oltre alla valutazione periodica di sostenibilità nel contesto dell'esame annuale dei programmi nazionali di stabilità e convergenza, la Commissione pubblica regolarmente un rapporto completo ogniqualvolta si rendono disponibili nuove proiezioni connesse all'invecchiamento della popolazione.

La valutazione di sostenibilità della Commissione si fonda su due indicatori quantitativi principali ("sustainability gaps") che tengono conto della situazione corrente del disavanzo e del debito e delle proiezioni sull'evoluzione della spesa connessa all'invecchiamento della popolazione (pensioni,

1) *The long-term sustainability of public finances in the European Union*, Commissione europea, 2006.

2) *The impact of ageing on public expenditure*, Commissione europea/EPC, 2006.

sanità e cure sanitarie di lunga durata) tra il 2005 e il 2050 (cfr. la tavola). Il cosiddetto indicatore S1 mostra l'entità dell'aumento del gettito fiscale o della riduzione della spesa pubblica che sarebbe necessaria per finanziare i costi connessi con l'invecchiamento demografico e raggiungere un livello del debito pubblico sul PIL pari al 60 per cento nel 2050, mentre l'S2 è lievemente più ambizioso e rappresenta l'aumento del gettito o la riduzione della spesa richiesti per finanziare il costo dell'invecchiamento e rimborsare l'intero debito pubblico in un futuro lontano (in termini tecnici, l'indicatore S2 indica i miglioramenti di bilancio necessari per fare in modo che il valore attualizzato dei saldi primari futuri sia pari alle consistenze correnti del debito lordo). Il rapporto presenta inoltre una serie di analisi di sensitività dalle quali emerge che l'aumento dell'aspettativa di vita o della domanda di servizi sanitari potrebbe far ampliare ulteriormente la *sustainability gap*.

### Sustainability gap

(in percentuale del PIL)

Paese	Variazioni nelle spese connesse all'invecchiamento	Sustainability gap, S1 <sup>1)</sup>	Sustainability gap, S2 <sup>2)</sup>	Categoria di rischio
Belgio	6,6	0,4	1,8	medio
Germania	4,0	3,5	4,4	medio
Grecia <sup>3)</sup>	1,4	3,2	3,0	alto
Spagna	8,9	0,2	3,2	medio
Francia	3,2	3,2	4,0	medio
Irlanda	7,8	0,8	2,9	medio
Italia	2,3	3,4	3,1	medio
Lussemburgo	8,4	4,6	9,5	medio
Paesi Bassi	5,2	-0,2	1,3	basso
Austria	1,1	0,1	0,3	basso
Portogallo	9,7	7,9	10,5	alto
Finlandia	5,0	-3,3	-0,9	basso
<b>Area dell'euro</b>	<b>4,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	

Fonti: rapporto della Commissione europea *The long-term sustainability of public finances in European Union* (2006).

1) Il *sustainability gap* basato sull'indicatore S1 è la differenza fra la percentuale delle entrate sul PIL costante necessaria affinché si raggiunga un rapporto debito/PIL pari al 60 per cento nel 2050 e l'attuale percentuale delle entrate sul PIL.

2) Il *sustainability gap* basato sull'indicatore S2 è dato dalla differenza fra la percentuale delle entrate sul PIL costante tale per cui il valore scontato degli avanzi primari futuri sia pari allo stock corrente di debito e l'attuale livello delle entrate in percentuale del PIL.

3) Per la Grecia le proiezioni sulle pensioni non sono disponibili e ciò conduce a un sostanziale errore di stima in difetto della crescita delle spese legate all'invecchiamento in tale paese. Le stime precedenti riportavano un aumento di circa il 10 per cento di tali spese.

Oltre a questi indicatori quantitativi, la Commissione tiene conto di un'ampia serie di altri "fattori qualitativi" al fine di ottenere una classificazione complessiva del rischio di sostenibilità (basso, medio o alto) per tutti gli Stati membri dell'UE. In particolare, essa richiama l'attenzione sul livello attuale del debito, gli effetti delle riforme strutturali, l'attendibilità delle proiezioni, la tenuta degli indicatori di sostenibilità alle analisi di sensitività e il livello dell'attuale onere fiscale (in quanto livelli elevati potrebbero ridurre la capacità dei paesi di affrontare ulteriori problemi di bilancio in futuro). Vengono altresì presi in considerazione i rischi relativi all'adeguatezza delle pensioni, poiché insufficienti accantonamenti pensionistici potrebbero rappresentare un rischio per le finanze pubbliche. Le passività delle amministrazioni pubbliche, la cui entità dipende da eventi futuri (ad esempio derivanti da garanzie statali che potrebbero diventare esigibili), potrebbero in linea di principio essere incluse, ma attualmente non vengono prese in considerazione per la mancanza di dati sufficienti.

Secondo il rapporto, gran parte dei paesi appartenenti all'area dell'euro è esposta a un rischio di sostenibilità medio o alto e dovrà impegnarsi in un notevole sforzo di risanamento dei conti pubblici al fine di gestire i livelli elevati del debito e i costi fiscali dell'invecchiamento demo-

grafico. Per l'insieme dell'area, il miglioramento permanente della posizione di bilancio (tramite un aumento dell'imposizione fiscale o una riduzione della spesa), che si rende necessario al fine di garantire la sostenibilità, è pari al 3,5 per cento del PIL. Nella maggioranza dei casi non sarà sufficiente raggiungere gli obiettivi di disavanzo pubblico contenuti nei programmi di stabilità del 2005-06. Ciò evidenzia la necessità, per gran parte dei paesi dell'area, di impegnarsi a fondo nell'attuazione della strategia tripartita – intesa a ridurre il debito, aumentare l'occupazione e la produttività e riformare i sistemi pensionistici e sanitari – promossa dall'agenda di Lisbona.

## 6 PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA

Sulla base delle informazioni disponibili al 24 novembre 2006, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Per il PIL in termini reali le stime indicano un tasso di crescita medio annuo compreso tra il 2,5 e il 2,9 per cento nel 2006, che secondo le proiezioni si porterebbe all'1,7-2,7 per cento nel 2007 e all'1,8-2,8 l'anno seguente. Il tasso di incremento medio dello IAPC complessivo è stimato al 2,1-2,3 per cento nel 2006, mentre dovrebbe situarsi in un intervallo dell'1,5-2,5 per cento nel 2007 e dell'1,3-2,5 nel 2008.

### Riquadro 9

#### IPOTESI TECNICHE

Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema si fondano su una serie di ipotesi riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi del petrolio e le politiche di bilancio.

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni del petrolio e delle materie prime non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato. Per quanto riguarda i tassi di interesse a breve termine, misurati dall'Euribor a tre mesi, le aspettative sono rilevate sui tassi a termine al 14 novembre, che riflettono la curva dei rendimenti in quel momento; esse comportano un andamento crescente, dal 3,1 per cento nella media del 2006 al 4,0 l'anno seguente, con un lieve calo al 3,8 per cento nel 2008. Le attese sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro al 14 novembre implicano un profilo piatto, con un tasso medio del 3,8 per cento nel 2006, 2007 e 2008. In base all'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 14 novembre, si assume che i corsi del petrolio raggiungano in media 65,5 dollari al barile nel 2006, per poi collocarsi a 64,6 dollari nel 2007 e 67,2 nel 2008. Le quotazioni delle materie prime non energetiche, espresse in dollari, dovrebbero mediamente aumentare del 28,8 per cento nel 2006, del 15,2 nel 2007 e del 3,7 l'anno seguente.

Viene formulata l'ipotesi tecnica secondo cui i tassi di cambio bilaterali si manterrebbero invariati nell'orizzonte considerato sui livelli osservati nelle due settimane fino al 14 novembre. Tale ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,28 e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti superiore dell'1,6 per cento rispetto alla media del 2005.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti, o che sono state definite in dettaglio e supereranno con molta probabilità l'*iter* legislativo.

#### IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Il contesto esterno all'area dell'euro si dovrebbe mantenere favorevole nell'orizzonte di proiezione. L'espansione del PIL in termini reali registrerebbe una certa moderazione negli Stati Uniti e in Giappone, mentre nei paesi asiatici emergenti resterebbe elevata, riflettendo il notevole contributo della domanda interna. Le proiezioni indicano che la crescita continuerà a essere dinamica anche

1) Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro, rappresentano un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e tecniche adottate sono contenute in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato.

nella maggior parte delle altre grandi economie e proseguirà, inoltre, a ritmi sostenuti nei paesi entrati a far parte dell'Unione europea il 1° maggio 2004.

Complessivamente si stima che la crescita del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro si collochi, in media d'anno, intorno al 5,3 per cento nel 2006, mentre si prevede circa il 4,8 per cento per i due anni successivi. L'incremento della domanda nei mercati di esportazione dell'area, stimato al 10,2 per cento nell'anno in corso, dovrebbe portarsi intorno al 7,1 per cento nel 2007 e al 6,7 nel 2008.

### PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Per il terzo trimestre di quest'anno la prima stima dell'Eurostat indica un tasso di incremento del PIL dell'area dell'euro pari allo 0,5 per cento sul periodo precedente, dopo l'1,0 del secondo trimestre. Sull'orizzonte temporale considerato ci si attende che l'espansione trimestrale del PIL si mantenga allo 0,5 per cento o su un livello leggermente superiore, salvo nel primo trimestre del 2007, per il quale si prevede una certa attenuazione connessa con significativi aumenti delle imposte indirette.

Il tasso di variazione del PIL è quindi stimato, in media d'anno, al 2,5-2,9 per cento nel 2006, mentre le proiezioni riportano l'1,7-2,7 per cento nel 2007 e l'1,8-2,8 l'anno seguente. Sulla spinta del persistente vigore ipotizzato per la domanda esterna, la dinamica delle esportazioni continuerebbe a sostenere l'attività economica nel periodo di riferimento. Malgrado gli effetti temporanei dell'aumento delle imposte indirette agli inizi del 2007, l'espansione della domanda interna dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile su un livello elevato.

Per quanto concerne le componenti di spesa interna del PIL, il tasso di incremento dei consumi privati è stimato in media all'1,8-2,2 per cento nel 2006 e si dovrebbe portare all'1,3-2,3 nel 2007 e all'1,2-2,8 l'anno seguente. Si prevede che gli incrementi delle imposte indirette attesi per il 2007 inducano un rallentamento dei consumi nello stesso anno, mentre una lieve accelerazione dovrebbe derivare prima della fine del 2007 dall'effetto di anticipazione. Nell'orizzonte di proiezione il reddito disponibile delle famiglie sarebbe sostenuto da miglioramenti nella situazione del mercato del lavoro e, in certa misura, anche dall'aumento dei redditi non da lavoro a fronte di elevati tassi di profitto delle imprese. Il saggio di risparmio dovrebbe restare sostanzialmente stabile nel corso di tale periodo.

**Tavola 10 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro**

(variazioni percentuali; medie annue) <sup>1) 2)</sup>

	2005	2006	2007	2008
IAPC	2,2	2,1-2,3	1,5-2,5	1,3-2,5
PIL in termini reali	1,5	2,5-2,9	1,7-2,7	1,8-2,8
Consumi privati	1,4	1,8-2,2	1,3-2,3	1,2-2,8
Consumi collettivi	1,3	1,4-2,6	0,5-1,5	0,8-1,8
Investimenti fissi lordi	2,7	4,4-5,4	2,5-5,5	1,8-5,0
Esportazioni (beni e servizi)	4,6	6,6-9,4	4,2-7,4	4,2-7,4
Importazioni (beni e servizi)	5,5	6,7-9,3	3,9-7,3	4,0-7,4

1) Gli intervalli di valori indicati per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale sono basati sullo scarto medio assoluto fra i dati effettivi e le proiezioni realizzate dalle banche centrali dell'area dell'euro nel corso degli anni passati. Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti sono elaborate sulla base di dati corretti per i giorni lavorativi; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni includono l'interscambio nell'area.

2) Le proiezioni includono la Slovenia in quanto parte integrante dell'area dell'euro a partire dal 2007. La quota del paese nel PIL dell'area risulta pari allo 0,3 per cento nel 2005. Le variazioni percentuali per il 2007 si basano su una composizione dell'area comprendente la Slovenia già nel 2006.

Per gli investimenti fissi totali le stime indicano un tasso medio di incremento del 4,4-5,4 per cento nel 2006, che secondo le proiezioni dovrebbe portarsi al 2,5-5,5 per cento nel 2007 e all'1,8-5,0 l'anno seguente. Gli investimenti delle imprese continuerebbero a beneficiare della forte domanda esterna, delle favorevoli condizioni di finanziamento e degli elevati utili societari, mentre gli investimenti privati nell'edilizia residenziale dovrebbero crescere moderatamente nel periodo di riferimento.

Il tasso di variazione delle esportazioni complessive, che includono l'interscambio nell'area, si situerebbe in media d'anno tra il 6,6 e il 9,4 per cento nel 2006 e raggiungerebbe il 4,2-7,4 nel 2007 e nel 2008. La quota di mercato delle esportazioni verso l'esterno dell'area dovrebbe lievemente diminuire nell'arco di tempo considerato, per la maggiore concorrenza mondiale e gli effetti ritardati delle precedenti perdite di competitività di prezzo. Il tasso di incremento delle importazioni complessive si collocherebbe, in media d'anno, su livelli appena inferiori a quelli delle esportazioni. Le esportazioni nette fornirebbero un contributo sostanzialmente nullo nell'orizzonte considerato.

Dopo gli andamenti favorevoli del 2006, in base alle proiezioni l'occupazione totale continuerebbe a crescere costantemente nel periodo di riferimento. Al tempo stesso aumenterebbe l'offerta di lavoro a seguito delle migliori prospettive di impiego e delle riforme strutturali del mercato del lavoro in diversi paesi dell'area, mentre il tasso di disoccupazione si ridurrebbe ulteriormente.

#### PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Il tasso medio di incremento dello IAPC complessivo raggiungerebbe, in base alle stime, il 2,1-2,3 per cento nel 2006, mentre si prevede un intervallo dell'1,5-2,5 per cento nel 2007 e dell'1,3-2,5 l'anno successivo. Nell'orizzonte di riferimento si dovrebbe ridurre il notevole contributo fornito negli ultimi anni dal crescente prezzo dei beni energetici e delle materie prime non petrolifere, tenuto conto del recente calo delle quotazioni del greggio e dei modesti rialzi impliciti nei prezzi correnti dei *future* sul petrolio. Al tempo stesso, le proiezioni si basano sull'aspettativa di una crescita salariale moderata, con un aumento di entità marginale sul finire del periodo. Poiché le proiezioni indicano un'espansione della produttività sostanzialmente stabile, ciò implica la previsione di un contenuto incremento del costo del lavoro per unità di prodotto. L'innalzamento delle imposte indirette inciderà in misura rilevante sull'inflazione al consumo nel 2007, apportando un contributo aggregato a livello dell'area dell'euro pari a 0,5 punti percentuali. Per il 2008, contrariamente, non si prospetta al momento alcun effetto associato a tale fattore. Infine, le proiezioni relative allo IAPC si basano sull'attesa di una crescita costante dei margini di profitto e dell'assenza di pressioni significative sui prezzi derivanti dalle importazioni (escluse le materie prime).

#### CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL SETTEMBRE 2006

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate nel numero di settembre 2006 di questo Bollettino, gli intervalli di valori relativi alla crescita del PIL sono stati leg-

Tavola II Confronto con le proiezioni del settembre 2006

(variazioni percentuali; medie annue)	2005	2006	2007
PIL in termini reali - settembre 2006	1,5	2,2-2,8	1,6-2,6
PIL in termini reali - dicembre 2006	1,5	2,5-2,9	1,7-2,7
IAPC - settembre 2006	2,2	2,3-2,5	1,9-2,9
IAPC - dicembre 2006	2,2	2,1-2,3	1,5-2,5

germente corretti verso l'alto per il 2006 e il 2007, per tenere conto degli ultimi dati e degli effetti derivanti da prezzi attesi dell'energia inferiori a quanto precedentemente ipotizzato. Per quanto riguarda l'inflazione misurata sullo IAPC, gli intervalli indicati per il 2006 e il 2007 hanno subito uno spostamento verso il basso, principalmente riconducibile all'ipotesi di quotazioni più contenute dei beni energetici.

#### Riquadro 10

### PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti e, pertanto, risultano in parte superate. Inoltre, sono stati adottati metodi diversi (non del tutto specificati) per determinare le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio.

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro si collocherebbe tra il 2,4 e il 2,6 per cento nel 2006, tra l'1,9 e il 2,2 nel 2007 e tra il 2,0 e il 2,3 l'anno seguente. Per quanto riguarda l'inflazione misurata sullo IAPC, si prevede un tasso medio annuo compreso tra il 2,2 e il 2,3 per cento nel 2006, tra l'1,9 e il 2,4 nel 2007 e tra l'1,8 e il 2,1 nel 2008. Tutti i valori indicati rientrano negli intervalli delle proiezioni dell'Eurosistema, con la sola eccezione del tasso di crescita del PIL riportato dall'FMI per il 2006, che risulta lievemente inferiore.

#### Confronto tra alcune previsioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL			IAPC		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008
Commissione europea	novembre 2006	2,6	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9
FMI	settembre 2006	2,4	2,0	2,0	2,3	2,4	2,1
OCSE	novembre 2006	2,6	2,2	2,3	2,2	1,9	1,8
Consensus Economics Forecasts	novembre 2006	2,6	1,9	n.d.	2,2	2,1	n.d.
Survey of Professional Forecasters	novembre 2006	2,6	2,0	2,0	2,2	2,1	1,9

Fonti: *Economic forecasts* della Commissione europea, autunno 2006; *World Economic Outlook* dell'FMI, settembre 2006; *Economic Outlook* dell'OCSE, n. 80 - versione preliminare; *Consensus Economics Forecasts*; *Survey of Professional Forecasters* della BCE. I tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni, non viene fornita alcuna precisazione in merito.

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

### 7.1 TASSI DI CAMBIO

Dopo la sostanziale stabilità che ha contraddistinto il periodo compreso tra giugno e agosto, negli tre mesi successivi l'euro si è apprezzato in termini effettivi nominali. Il suo rafforzamento nei confronti di gran parte delle principali valute internazionali è stato parzialmente controbilanciato dall'indebolimento sulle divise dei principali nuovi Stati membri dell'UE.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

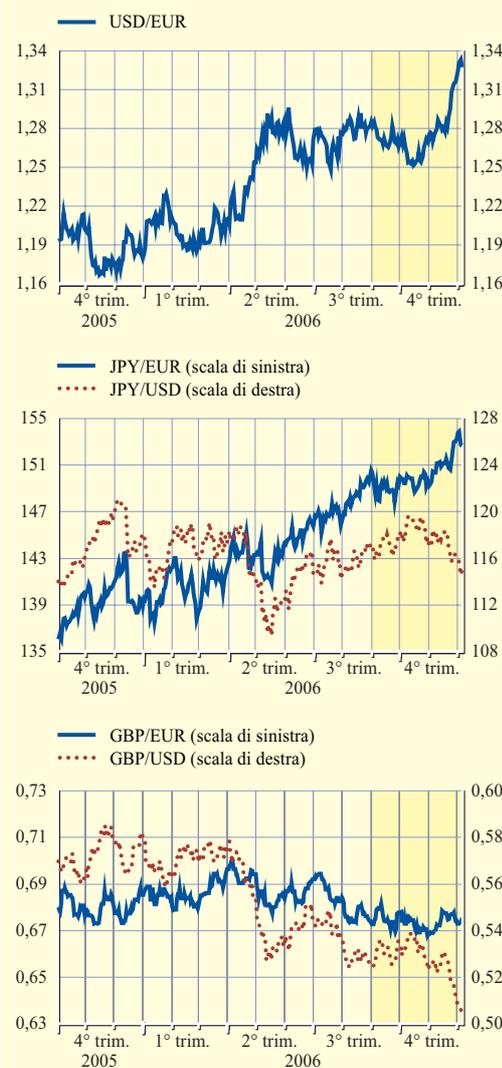
Dopo un netto apprezzamento nella prima metà dell'anno e una fase di relativa stabilità durante l'estate, nei tre mesi fino a novembre l'euro è tornato a rafforzarsi rispetto al dollaro statunitense. Nello stesso periodo il dollaro ha perso terreno anche nei confronti di tutte le altre valute principali (cfr. l'area ombreggiata nella figura 47). L'apprezzamento dell'euro si è intensificato in novembre, portando la moneta unica su livelli non più osservati dalla fine del marzo 2005. I segnali di moderazione dell'attività economica negli Stati Uniti e le notizie che confermavano il vigore della crescita nell'area dell'euro avrebbero influito sulle attese degli operatori riguardanti le prospettive economiche relative delle due aree, pesando di conseguenza sul dollaro. Il diverso atteggiamento del mercato a favore dell'euro ha trovato riflesso anche nei prezzi dei derivati valutari. Il 6 dicembre l'euro era scambiato a 1,33 dollari, un livello superiore del 3,5 per cento a quello di fine agosto e del 6,9 per cento alla media del 2005 (cfr. figura 47).

#### YEN GIAPPONESE/EURO

L'euro si è apprezzato quasi continuamente sullo yen giapponese nei primi otto mesi del 2006. In ottobre si è mantenuto sostanzialmente stabile attorno a livelli lievemente inferiori al picco di settembre, mentre a novembre ha ripreso a salire. La conferma di una robusta attività economica in Giappone, segnalata da una crescita del PIL superiore alle attese nel terzo trimestre, non parrebbe aver sostenuto la valuta nipponica. Inoltre, nei tre mesi fino a novembre i prezzi delle opzioni valutarie – che prima indicavano una possibile ripresa dello yen rispetto all'euro – sono passati a segnalare una sostanziale stabilità a breve del tasso di cambio bilaterale tra le due divise. Il 6 dicembre l'euro era quotato

Figura 47 Tassi di cambio

(dati giornalieri)

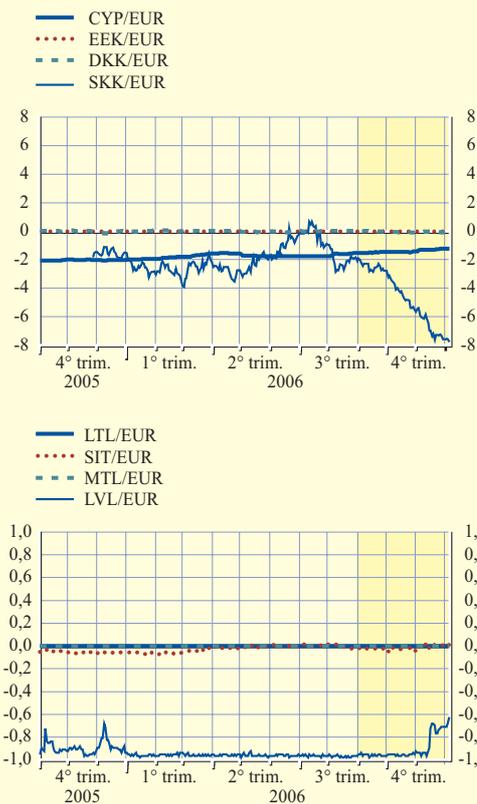


Fonte: BCE.

Nota: l'area ombreggiata si riferisce al periodo dal 31 agosto al 6 dicembre 2006.

**Figura 48 Tassi di cambio negli AEC II**

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

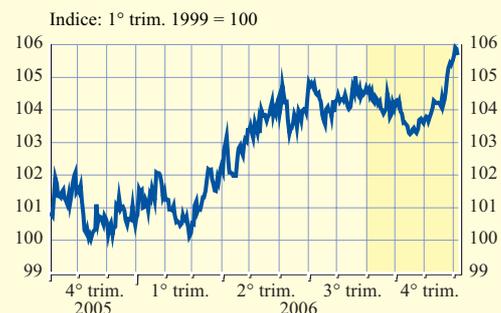


Fonte: BCE.

Nota: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese i margini di oscillazione sono  $\pm 2,25$  per cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di  $\pm 15$  per cento. L'area ombreggiata si riferisce al periodo dal 31 agosto al 6 dicembre 2006.

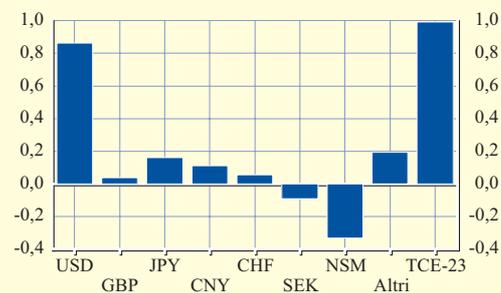
**Figura 49 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)



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

Dal 31 agosto al 6 dicembre 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. L'area ombreggiata si riferisce al periodo dal 31 agosto al 6 dicembre 2006.

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.

a 153 yen, un valore superiore dell'1,4 per cento a quello di fine agosto e dell'11,5 per cento alla media del 2005 (cfr. figura 47).

### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Dalla fine di agosto gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile su livelli corrispondenti o prossimi alle rispettive parità centrali (cfr. l'area ombreggiata nella figura 48). La corona slovacca, che a luglio aveva attraversato una breve fase di debolezza, si è apprezzata di quasi il 6 per cento e il 6 dicembre era scambiata a un livello superiore del 7,8 per cento alla parità centrale prevista dagli AEC II. Per quanto riguarda le divise degli altri Stati membri dell'UE, l'euro ha perso il 2 per cento rispetto alla corona svedese e si è rafforzato nei confronti della sterlina

britannica (il 6 dicembre era quotato a 0,68 sterline, un valore superiore di quasi l'1 per cento a quello di fine agosto e inferiore di mezzo punto percentuale alla media del 2005). A partire da agosto il cambio dell'euro con la sterlina è andato incontro a qualche oscillazione. In un primo momento, dati economici positivi e risultati favorevoli delle indagini congiunturali nel Regno Unito durante i mesi di settembre e ottobre hanno teso a sostenere la moneta britannica. In novembre, tuttavia, la pubblicazione di statistiche sull'inflazione di ottobre inferiori alle attese potrebbero avere concorso al successivo recupero dell'euro. Il 6 dicembre l'euro si collocava nei confronti della sterlina britannica su un livello lievemente superiore a quello di fine agosto. Per quanto riguarda le valute dei principali nuovi Stati membri dell'UE, l'euro si è indebolito sulla corona ceca (di circa mezzo punto percentuale), lo zloty polacco (3,2 per cento) e il fiorino ungherese (7 per cento).

### ALTRE VALUTE

Tra la fine di agosto e il 6 dicembre l'euro ha registrato un rafforzamento relativamente generalizzato nei confronti di gran parte delle altre valute principali, apprezzandosi di circa l'1,5 per cento sul renminbi cinese, dell'1 per cento sul franco svizzero e la corona norvegese e del 7 per cento sul dollaro canadese.

### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

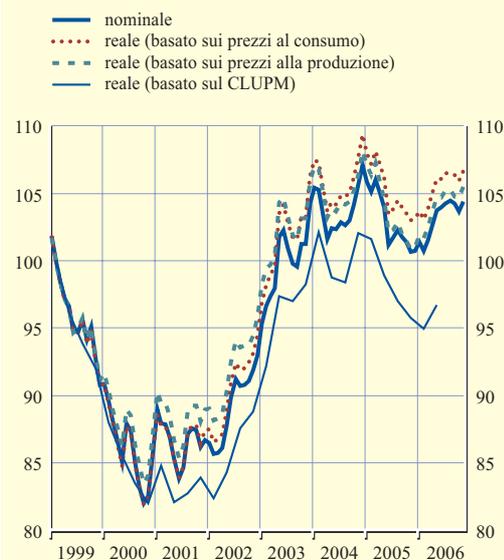
Alla luce dei suddetti andamenti dei cambi bilaterali, il 6 dicembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area – era superiore dell'1 per cento al livello di fine agosto e di quasi il 3 per cento alla propria media del 2005 (cfr. figura 49). In termini degli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, basati sull'andamento dei prezzi al consumo e di quelli alla produzione, a novembre l'indice del tasso di cambio effettivo reale dell'euro risultava lievemente superiore alla propria media del 2005 (cfr. figura 50).

## 7.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

*I più recenti dati di bilancia dei pagamenti, aggiornati al terzo trimestre di quest'anno, mostrano una crescita sostenuta sia delle esportazioni sia delle importazioni di beni. Il vigore delle esportazioni sembra riflettere una ripresa della domanda estera, mentre le importazioni sono sorrette dalla robusta dinamica della domanda interna e dall'elevato contenuto di beni d'importazione delle esportazioni. In settembre il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo pari a circa lo 0,3 per cento del PIL, a fronte di un avanzo un anno prima, principalmente ascrivibile al crescente disavanzo petrolifero. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a settembre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi*

**Figura 50 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale <sup>1)</sup>**

(valori mensili/trimestrali; numeri indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-23 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a novembre 2006 (al 2° trimestre 2006 per il TCE-23 reale basato sul CLUPM; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime).

netti per 18,2 miliardi di euro, contro afflussi netti per 44 miliardi un anno prima. Tale andamento è riconducibile soprattutto all'inversione di segno – da afflussi a deflussi netti – dei titoli di debito.

## INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

L'interscambio con l'esterno dell'area ha registrato una crescita robusta in termini di valore nel terzo trimestre, dopo la decelerazione del secondo. Il valore delle esportazioni di beni e servizi è aumentato del 2,4 per cento sul periodo precedente (contro l'1,9 per cento del secondo trimestre) e quello delle importazioni ha avuto un'espansione ancora maggiore (3,9 per cento, dopo il 2,2 del secondo trimestre) (cfr. tavola 12 e figura 51).

L'accelerazione è stata particolarmente evidente nel comparto dei beni. Nel terzo trimestre il valore delle esportazioni e delle importazioni di beni è aumentato rispettivamente del 3,5 e del 4,9 per cento, riportando la crescita sui livelli estremamente elevati degli inizi dell'anno (cfr. figura 52). Inoltre, informazioni preliminari su volumi e prezzi nel terzo trimestre indicano che tale dinamica sostenuta va ricondotta principalmente all'andamento dei volumi. Nel contempo, l'interscambio di servizi è rimasto debole nel terzo trimestre: in termini di valore, le esportazioni sono scese dell'1,0 per cento mentre le importazioni hanno registrato un aumento dello 0,3 per cento.

**Tavola 12 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 ago.	2006 set.	2005 dic.	2006 mar.	2006 giu.	2006 set.	2005 set.	2006 set.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	-3,9	-0,3	-4,7	-2,2	-0,7	-2,1	23,6	-28,8
Beni (saldo)	-1,3	1,7	1,1	1,6	1,6	0,1	63,7	13,3
Esportazioni	115,9	121,1	105,9	111,1	113,6	117,5	1.189,9	1.344,3
Importazioni	117,2	119,4	104,9	109,5	111,9	117,4	1.126,1	1.331,0
Servizi (saldo)	1,6	2,2	3,7	3,2	2,9	2,5	32,0	36,9
Esportazioni	35,2	35,2	34,9	35,2	35,5	35,2	386,7	422,3
Importazioni	33,6	33,0	31,1	32,0	32,6	32,7	354,7	385,4
Redditi (saldo)	1,8	2,7	-3,0	-1,8	-0,3	1,8	-8,2	-10,1
Trasferimenti correnti (saldo)	-6,0	-6,8	-6,4	-5,2	-5,0	-6,4	-63,9	-68,9
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	-8,3	45,2	-14,1	21,9	17,0	16,4	74,6	123,6
Investimenti diretti e di portafoglio	-22,6	20,7	-28,7	-2,9	28,9	-3,4	44,0	-18,2
Investimenti diretti	-7,6	-19,9	-12,2	-10,5	-4,0	-12,3	-187,8	-117,1
Investimenti di portafoglio	-15,0	40,5	-16,5	7,6	33,0	8,9	231,7	98,8
Azioni	-12,2	20,4	1,5	8,1	18,2	15,9	196,6	131,0
Strumenti di debito	-2,8	20,1	-17,9	-0,4	14,8	-7,1	35,1	-32,1
Obbligazioni e notes	-8,6	13,5	-10,8	-3,0	22,1	-2,9	9,9	16,0
Strumenti del mercato monetario	5,8	6,6	-7,1	2,6	-7,3	-4,2	25,2	-48,1
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	0,4	3,4	1,7	3,9	1,9	2,4	8,2	12,1
Importazioni	2,6	1,0	2,3	4,0	2,2	3,9	12,5	15,9
<b>Beni</b>								
Esportazioni	0,4	4,4	1,5	4,9	2,2	3,5	8,1	13,0
Importazioni	1,4	1,9	3,1	4,4	2,2	4,9	13,8	18,2
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	0,3	0,0	2,4	0,9	0,9	-1,0	8,4	9,2
Importazioni	6,8	-1,8	-0,3	2,7	1,9	0,3	8,5	8,7

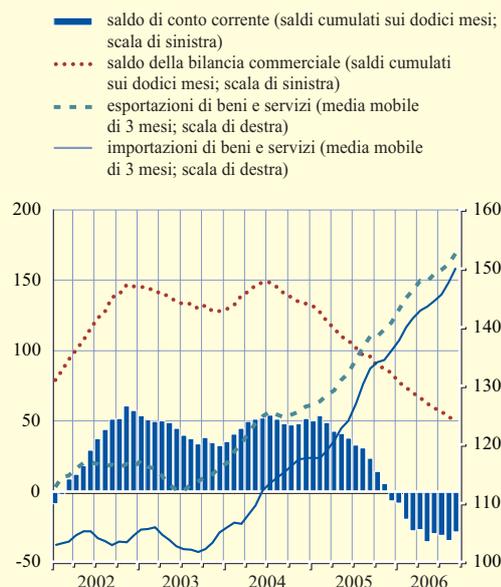
Fonte: BCE.

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.

**Figura 51 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro**

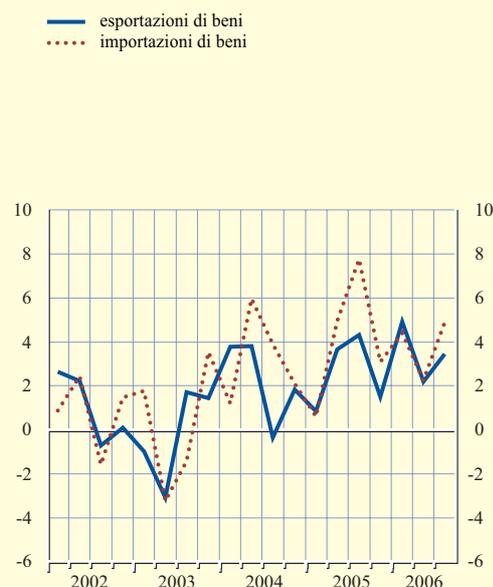
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

**Figura 52 Interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonte: BCE.  
Note: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2006.

Il vigore delle esportazioni dei beni sembra coincidere con una ripresa della domanda estera nel terzo trimestre. A questo proposito, l'accelerazione delle esportazioni dell'area dell'euro in tale periodo sarebbe da ricondurre in particolare al fortissimo aumento di settembre, trainato in larga misura dalle esportazioni tedesche. In termini di prodotti, le esportazioni di beni intermedi hanno evidenziato una robusta crescita nel terzo trimestre, mentre una scomposizione per area geografica mostra il marcato incremento delle esportazioni verso l'Asia (e in particolare la Cina), la Svizzera e i paesi dell'OPEC. Con riferimento a questi ultimi, tale andamento potrebbe riflettere in parte la maggiore domanda delle economie esportatrici di petrolio alla luce del forte accumulo di introiti risultante dal rincaro del greggio.

Il netto aumento delle importazioni di beni in termini di valore registrato nel terzo trimestre sarebbe da ascrivere in parte alla crescita persistentemente robusta della domanda interna nell'area dell'euro, laddove potrebbero anche avere agito da stimolo gli effetti ritardati dell'apprezzamento dell'euro dagli inizi del 2006. Inoltre, i volumi delle importazioni hanno probabilmente tratto vigore dall'andamento sostenuto delle esportazioni. L'evidenza disponibile indica che le esportazioni dell'area dell'euro hanno un notevole contenuto di beni d'importazione, come apparentemente confermato dalla figura 52, nella quale si evidenzia in generale una correlazione positiva tra le esportazioni e le importazioni di beni. Per quanto concerne i prezzi, le spinte al rialzo sui prezzi all'importazione esercitate dal rincaro del petrolio e delle materie prime non petrolifere in luglio e agosto potrebbero spiegare parte della crescita delle importazioni in termini di valore durante il terzo trimestre. Ciò nonostante, per il calo delle quotazioni petrolifere negli ultimi mesi, le suddette spinte potrebbero essere diminuite.

In un'ottica di più lungo periodo, in settembre il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un disavanzo di 28,8 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,3 per cento del PIL), contro

un avanzo di 23,6 miliardi un anno prima. Tale inversione di segno è quasi interamente ascrivibile al calo di 50,4 miliardi dell'attivo dei beni risultante dal maggiore costo del petrolio e delle importazioni connesse all'energia. Ad agosto il disavanzo petrolifero cumulato su dodici mesi è salito a 179,9 miliardi di euro (corrispondente a oltre il 2 per cento del PIL), crescendo di 46,2 miliardi rispetto al livello di un anno prima.

### CONTO FINANZIARIO

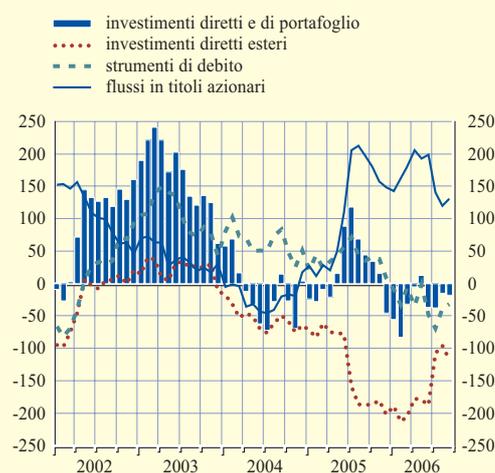
Nel terzo trimestre gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 3,4 miliardi di euro, risultanti da 12,3 miliardi di euro di flussi netti in uscita per investimenti diretti e 8,9 miliardi di flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio. Nel conto degli investimenti di portafoglio, gli elevati acquisti netti di azioni dell'area da parte di non residenti hanno determinato afflussi netti per titoli azionari, che sono stati in parte controbilanciati da deflussi netti per strumenti di debito.

Nei dodici mesi fino a settembre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme flussi netti in uscita per 18,2 miliardi di euro, contro flussi netti in entrata per 44 miliardi un anno prima. Tale risultato è principalmente riconducibile all'inversione di segno degli investimenti di portafoglio in strumenti di debito, che nello stesso periodo sono passati da afflussi netti per 35,1 miliardi di euro a deflussi netti per 32,1 miliardi. Allo stesso tempo, in termini cumulati su dodici mesi, i deflussi netti per investimenti diretti e gli afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari sono rimasti relativamente stabili – esclusi gli effetti di un'operazione straordinariamente consistente nel giugno 2005<sup>1)</sup> – e pari rispettivamente a 117,1 e 131,0 miliardi di euro.

L'andamento calante degli afflussi netti per strumenti di debito dalla metà del 2005 è riconducibile sia a obbligazioni e *notes* sia agli strumenti del mercato monetario. Vi ha contribuito soprattutto la flessione degli acquisti netti di strumenti di debito dell'area dell'euro da parte di non residenti, in linea con i rendimenti finanziari totali relativamente bassi delle obbligazioni dell'area rispetto a quelle statunitensi nello stesso periodo. Inoltre, la robusta domanda estera di titoli azionari dell'area – coerente con i maggiori profitti delle imprese dell'area – potrebbe indicare che gli investitori finanziari esteri hanno trasferito parte dei loro investimenti nell'area dai titoli di debito a quelli azionari.

**Figura 53 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro**

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



Fonte: BCE.

1) Per ulteriori dettagli sugli effetti di tale operazione, cfr. pagg. 48-49 del numero di ottobre 2006 di questo bollettino.

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
<b>I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA</b>	
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
<b>2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO</b>	
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
<b>3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI</b>	
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
<b>4 MERCATI FINANZIARI</b>	
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
<b>5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO</b>	
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](mailto: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](http://www.ecb.int)).

<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
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
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
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
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S67
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S68
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S69
9.2	Stati Uniti e Giappone	S70
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	S72
	<b>NOTE TECNICHE</b>	S73
	<b>NOTE GENERALI</b>	S77

---

#### Segni convenzionali nelle tavole

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

# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie <sup>1)</sup>	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	16,1	2,90	4,05
3° trim.	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,8	3,22	3,97
2006 giu.	9,3	9,1	8,5	8,3	11,0	15,1	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.	7,2	8,4	8,5	8,4	11,4	16,4	3,34	3,84
ott.	6,3	8,2	8,5	.	11,2	.	3,50	3,88
nov.	.	.	.	.	.	.	3,60	3,80

### 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	2,0	2,0	81,5	0,7	8,8
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	8,5
2006 1° trim.	2,3	5,2	2,2	2,2	3,4	82,2	1,0	8,2
2° trim.	2,5	5,8	2,4	2,8	4,1	83,0	1,2	7,9
3° trim.	2,1	5,4	.	2,7	3,9	83,8	.	7,8
2006 giu.	2,5	5,8	-	-	4,8	-	-	7,8
lug.	2,4	6,0	-	-	3,4	83,6	-	7,8
ago.	2,3	5,7	-	-	6,0	-	-	7,8
set.	1,7	4,6	-	-	2,9	-	-	7,8
ott.	1,6	4,0	-	-	.	83,9	-	7,7
nov.	1,8	.	-	-	.	-	-	.

### 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 <sup>3)</sup> (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	72,2	103,5	-64,2	68,2	281,0	103,8	105,8	1,2439
2005	3,7	48,2	-202,3	156,9	320,1	103,0	105,2	1,2441
2005 4° trim.	-3,6	3,9	-36,5	-49,5	320,1	100,9	103,2	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	105,7	1,2582
3° trim.	1,5	6,2	-36,8	26,6	325,0	104,3	106,4	1,2743
2006 giu.	11,4	5,2	-15,9	60,5	323,8	103,9	106,1	1,2650
lug.	3,2	5,6	-9,4	1,0	330,1	104,3	106,5	1,2684
ago.	-1,0	-2,8	-7,6	-15,0	326,4	104,4	106,5	1,2811
set.	-0,7	3,4	-19,9	40,5	325,0	104,2	106,4	1,2727
ott.	.	.	.	.	325,5	103,7	105,9	1,2611
nov.	.	.	.	.	.	104,4	106,7	1,2881

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

### 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema (milioni di euro)

#### 1. Attività

	10 novembre 2006	17 novembre 2006	24 novembre 2006	1 dicembre 2006
<b>Oro e crediti in oro</b>	174.860	174.763	174.657	174.537
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	142.834	141.038	142.241	147.154
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	23.683	22.547	22.846	23.930
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	11.218	10.913	11.462	10.814
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	423.008	424.001	441.532	428.175
Operazioni di rifinanziamento principali	303.003	303.999	321.501	307.999
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	120.002	120.002	120.002	119.999
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	0	23	177
Crediti connessi a scarti di garanzia	3	0	6	0
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	9.060	10.083	9.353	9.833
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	79.795	79.422	78.953	78.999
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	40.027	40.027	40.027	40.027
<b>Altre attività</b>	208.347	210.442	212.243	212.675
<b>Attività totali</b>	<b>1.112.832</b>	<b>1.113.236</b>	<b>1.133.314</b>	<b>1.126.144</b>

#### 2. Passività

	10 novembre 2006	17 novembre 2006	24 novembre 2006	1 dicembre 2006
<b>Banconote in circolazione</b>	595.647	594.418	593.657	601.760
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	172.666	175.640	170.843	184.044
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	172.644	175.611	170.831	184.009
Depositi overnight	19	29	12	32
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	3	0	0	3
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	128	128	128	128
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	54.799	55.867	78.971	44.248
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	16.327	16.143	16.332	16.458
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	101	118	104	83
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	8.610	5.374	6.940	12.923
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.701	5.701	5.701	5.701
<b>Altre passività</b>	70.551	71.542	72.331	72.491
<b>Rivalutazioni</b>	123.721	123.721	123.721	123.721
<b>Capitale e riserve</b>	64.581	64.584	64.586	64.587
<b>Passività totali</b>	<b>1.112.832</b>	<b>1.113.236</b>	<b>1.133.314</b>	<b>1.126.144</b>

Fonte: BCE.

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

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

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

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 <sup>1) 2)</sup>

(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 <sup>3)</sup>

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
Operazioni di rifinanziamento principali							
2006 9 ago.	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
8	392.532	372	303.000	3,25	3,31	3,32	7
15	403.488	368	304.000	3,25	3,31	3,32	7
22	392.901	371	321.500	3,25	3,30	3,31	7
29	385.957	343	308.000	3,25	3,30	3,31	7
6 dic.	374.364	333	329.000	3,25	3,30	3,31	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2005 22 dic. <sup>5)</sup>	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 <sup>5)</sup>	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
30 nov.	72.782	168	40.000	-	3,58	3,58	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	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.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 5) È stata condotta un'operazione straordinaria basata sulle procedure operative di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) giacché il giorno precedente un'offerta erronea 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 <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							1
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	
set.	15.261,0	8.064,9	584,0	1.931,6	1.269,7	3.410,8	

**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
7 nov.	166,2	167,0	0,8	0,0	3,30
12 dic.	172,5	.	.	.	.

**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 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
7 nov.	327,4	311,9	120,0	0,1	0,0	0,1	0,0	592,8	60,2	-60,6	167,0	759,8

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 <sup>1)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività	
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2° trim.	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
2006 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.	1.521,6	694,2	20,3	0,6	673,2	206,5	179,9	2,2	24,4	-	16,5	348,5	14,8	241,1
ott. (p)	1.532,3	699,2	20,4	0,6	678,2	210,5	182,8	2,2	25,5	-	16,8	350,3	14,9	240,7
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	13.684,0	826,9	8.287,4	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.007,0	3.672,0	165,7	1.542,6
2006 1° trim.	24.358,8	14.024,0	816,3	8.551,5	4.656,3	3.584,9	1.440,5	573,5	1.570,9	83,6	1.092,3	3.850,2	166,3	1.557,6
2° trim.	24.722,0	14.323,9	809,3	8.784,3	4.730,3	3.588,0	1.402,8	600,0	1.585,3	86,6	1.104,9	3.872,9	167,9	1.577,8
2006 lug.	24.900,1	14.439,5	806,2	8.859,0	4.774,4	3.601,0	1.385,0	612,4	1.603,5	86,2	1.107,4	3.956,7	168,2	1.541,1
ago.	24.926,0	14.447,8	800,9	8.874,1	4.772,8	3.585,2	1.362,2	609,4	1.613,6	89,4	1.111,2	3.961,3	168,4	1.562,7
set.	25.370,8	14.609,4	804,2	8.980,6	4.824,5	3.601,3	1.354,4	618,3	1.628,5	88,6	1.133,5	4.104,8	168,9	1.664,4
ott. (p)	25.604,1	14.688,0	806,2	9.038,4	4.843,4	3.615,7	1.340,8	633,7	1.641,2	93,8	1.151,9	4.223,3	169,6	1.661,8

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	
			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
2° trim.	1.532,1	598,2	487,4	69,3	21,5	396,5	-	0,1	206,2	30,6	209,5
2006 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.	1.521,6	607,7	448,3	55,2	16,1	377,0	-	0,1	211,6	33,8	220,0
ott. (p)	1.532,3	613,3	454,0	53,4	20,1	380,5	-	0,1	211,7	31,1	222,1
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
2° trim.	24.722,0	-	12.708,7	138,1	7.512,7	5.057,9	703,1	4.060,7	1.376,2	3.701,4	2.171,9
2006 lug.	24.900,1	-	12.750,8	129,6	7.517,2	5.103,9	713,5	4.095,8	1.395,6	3.779,3	2.165,3
ago.	24.926,0	-	12.723,6	121,1	7.521,6	5.080,8	721,8	4.125,9	1.400,8	3.793,8	2.160,0
set.	25.370,8	-	12.884,7	147,8	7.615,0	5.121,9	728,0	4.160,6	1.404,9	3.905,2	2.287,4
ott. (p)	25.604,1	-	12.911,7	138,5	7.638,1	5.135,1	730,3	4.212,5	1.414,6	4.007,9	2.327,1

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
<b>Consistenze</b>											
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	17.892,3	9.135,6	847,5	8.288,1	2.148,5	1.595,0	553,6	708,8	4.009,0	180,4	1.710,0
2006 1° trim.	18.475,4	9.389,1	837,0	8.552,1	2.184,2	1.608,4	575,8	780,1	4.199,2	181,0	1.741,8
2° trim.	18.738,2	9.614,6	829,6	8.785,0	2.175,4	1.573,1	602,3	782,3	4.216,6	182,5	1.766,8
2006 lug.	18.867,3	9.686,2	826,5	8.859,6	2.173,3	1.558,7	614,6	788,3	4.309,3	183,0	1.727,3
ago.	18.882,8	9.696,0	821,2	8.874,7	2.152,7	1.541,2	611,5	786,9	4.310,1	183,2	1.753,9
set.	19.260,9	9.805,9	824,6	8.981,3	2.154,8	1.534,3	620,5	802,3	4.453,3	183,7	1.861,0
ott. <sup>(p)</sup>	19.459,5	9.865,6	826,5	9.039,0	2.159,5	1.523,5	635,9	820,1	4.573,7	184,5	1.856,2
<b>Transazioni</b>											
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	1.606,3	711,2	12,8	698,4	154,9	75,3	79,6	48,5	448,2	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
2° trim.	367,0	235,5	-7,2	242,7	13,3	-15,6	28,9	9,6	86,1	1,5	21,0
2006 lug.	114,8	72,5	-3,8	76,3	-4,8	-16,6	11,7	1,7	84,2	0,3	-38,9
ago.	20,6	12,4	-5,3	17,7	-22,4	-21,7	-0,7	-4,9	8,1	0,2	27,1
set.	361,1	115,4	6,1	109,3	-1,1	-9,9	8,9	18,0	123,8	0,7	104,2
ott. <sup>(p)</sup>	185,3	61,5	2,7	58,8	5,4	-9,5	14,9	8,6	114,5	0,8	-5,5

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>1)</sup>	Obbligazioni <sup>2)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
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	17.892,3	532,8	173,6	7.228,8	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.258,9	13,7
2006 1° trim.	18.475,4	532,3	193,1	7.337,0	603,1	2.402,7	1.255,2	3.764,0	2.365,3	22,6
2° trim.	18.738,2	553,7	207,4	7.534,2	616,5	2.455,3	1.243,5	3.732,0	2.381,4	14,0
2006 lug.	18.867,3	562,7	194,3	7.536,5	627,3	2.470,2	1.274,0	3.810,3	2.376,6	15,3
ago.	18.882,8	559,0	184,8	7.536,6	632,4	2.489,1	1.271,6	3.825,5	2.374,7	9,0
set.	19.260,9	563,2	203,0	7.631,1	639,4	2.507,8	1.268,8	3.939,0	2.507,4	1,2
ott. <sup>(p)</sup>	19.459,5	567,1	191,9	7.658,1	636,4	2.545,9	1.277,7	4.039,1	2.549,2	-5,9
<b>Transazioni</b>										
2004	1.269,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,2	49,6	276,9	232,1	37,8
2005	1.606,3	64,4	10,8	498,1	-3,0	213,5	88,2	448,0	337,1	-50,8
2006 1° trim.	597,9	-0,5	19,6	103,0	9,0	77,1	27,0	240,6	87,7	34,5
2° trim.	367,0	21,4	15,2	204,8	14,9	64,9	4,4	19,4	16,7	5,3
2006 lug.	114,8	9,0	-13,1	2,5	12,6	16,6	20,7	79,7	-14,2	1,1
ago.	20,6	-3,7	-9,5	0,6	4,2	23,4	-5,0	20,3	-5,2	-4,7
set.	361,1	4,2	18,2	94,1	-3,8	15,4	1,0	108,2	134,4	-10,6
ott. <sup>(p)</sup>	185,3	3,9	-11,1	27,1	0,2	37,7	-0,6	98,7	38,2	-8,8

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 monetari<sup>1)</sup> e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero <sup>2)</sup>
	M1	M2-M1	M2	M3-M2	Prestiti						
	1	2	3	4					5	6	
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	455,8
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	442,0
2° trim.	3.564,3	2.779,0	6.343,3	1.028,0	7.371,3	-	5.223,6	2.391,4	10.136,4	8.755,5	481,1
2006 lug.	3.545,9	2.804,8	6.350,6	1.036,3	7.386,9	-	5.282,3	2.378,7	10.247,4	8.836,0	500,9
ago.	3.571,0	2.836,7	6.407,7	1.057,7	7.465,4	-	5.296,4	2.369,8	10.329,0	8.908,0	479,3
set.	3.592,1	2.882,1	6.474,1	1.087,9	7.562,1	-	5.316,1	2.368,7	10.440,5	8.997,7	503,1
ott. (p)	3.586,0	2.908,8	6.494,8	1.086,5	7.581,3	-	5.363,2	2.358,3	10.529,8	9.055,2	519,6
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	-	396,8	92,6	830,0	699,4	1,9
2006 1° trim.	74,9	74,6	149,5	28,8	178,3	-	102,8	-13,6	334,5	267,0	-19,6
2° trim.	70,3	60,0	130,2	27,6	157,8	-	106,0	-28,0	250,1	203,7	56,4
2006 lug.	-18,4	25,9	7,4	11,4	18,9	-	49,2	-15,5	107,8	82,1	9,8
ago.	25,0	32,5	57,5	20,9	78,4	-	15,9	-13,1	82,9	74,6	-19,3
set.	20,3	44,3	64,6	21,5	86,0	-	19,5	-1,4	116,8	92,5	9,7
ott. (p)	-6,1	26,9	20,8	1,5	22,3	-	37,4	-8,4	80,5	58,5	11,9
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	4,0	9,5	9,2	1,9
2006 mar.	10,1	7,8	9,0	5,6	8,5	8,4	8,7	2,0	11,5	10,9	-8,5
giu.	9,3	8,8	9,1	4,9	8,5	8,3	8,0	0,1	11,5	11,0	-1,8
2006 lug.	7,4	9,2	8,2	5,3	7,8	8,1	8,7	-0,7	11,8	11,1	3,0
ago.	7,2	9,8	8,4	7,1	8,2	8,2	8,4	-1,4	11,9	11,3	-11,1
set.	7,2	9,9	8,4	9,3	8,5	8,4	8,2	-1,5	12,2	11,4	24,8
ott. (p)	6,3	10,8	8,2	10,5	8,5	.	8,1	-2,4	12,0	11,2	46,6

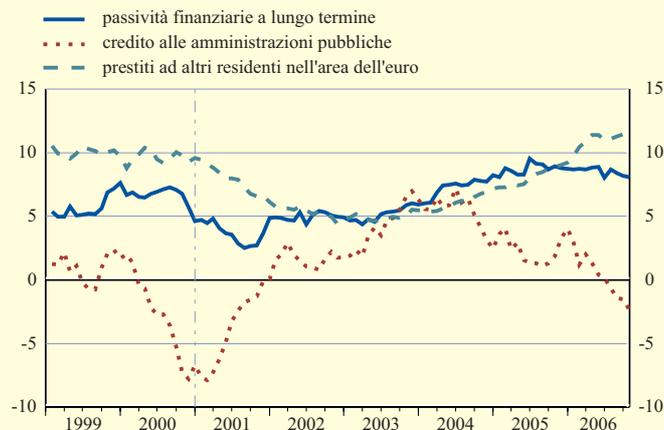
### F1 Aggregati monetari

(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

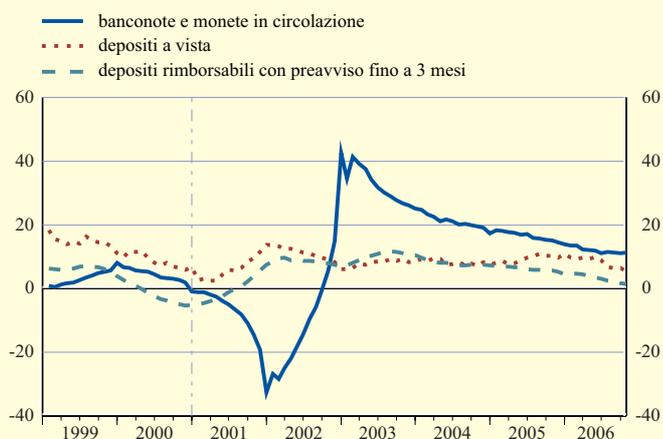
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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
2° trim.	547,8	3.016,6	1.215,6	1.563,4	247,2	619,0	161,7	2.290,5	92,2	1.601,0	1.239,9
2006 lug.	552,3	2.993,6	1.242,1	1.562,7	252,5	623,3	160,5	2.304,6	93,8	1.611,5	1.272,4
ago.	558,7	3.012,3	1.270,0	1.566,7	255,3	624,0	178,4	2.313,5	95,7	1.617,2	1.270,0
set.	563,4	3.028,6	1.314,4	1.567,6	269,6	641,1	177,2	2.328,4	97,7	1.626,4	1.263,6
ott. (p)	572,3	3.013,7	1.342,1	1.566,7	256,3	636,6	193,5	2.339,9	99,6	1.647,7	1.276,0
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	113,9	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
2° trim.	12,2	58,0	59,6	0,3	7,1	17,0	3,5	58,0	3,8	42,1	2,2
2006 lug.	4,5	-22,9	26,6	-0,7	5,2	6,1	0,1	14,5	1,6	10,5	22,6
ago.	6,4	18,6	28,4	4,1	2,8	-0,2	18,3	13,1	1,9	5,8	-4,9
set.	4,7	15,6	43,4	0,9	14,2	6,3	1,0	9,5	2,0	10,7	-2,7
ott. (p)	8,9	-14,9	27,8	-0,9	-13,3	-1,3	16,1	11,3	1,9	21,3	3,0
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	8,3	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
giu.	11,1	8,9	17,2	3,0	2,6	0,8	30,4	8,1	1,6	9,0	7,2
2006 lug.	11,5	6,7	18,9	2,5	4,7	0,7	29,8	8,6	4,1	9,2	8,6
ago.	11,4	6,5	20,9	2,2	5,2	0,8	42,3	8,2	7,1	9,3	7,8
set.	11,0	6,5	21,5	1,8	12,3	1,2	43,6	8,1	10,7	9,4	6,5
ott. (p)	11,4	5,3	24,1	1,4	8,6	2,2	55,2	7,5	13,8	10,0	6,3

### F3 Componenti degli aggregati monetari

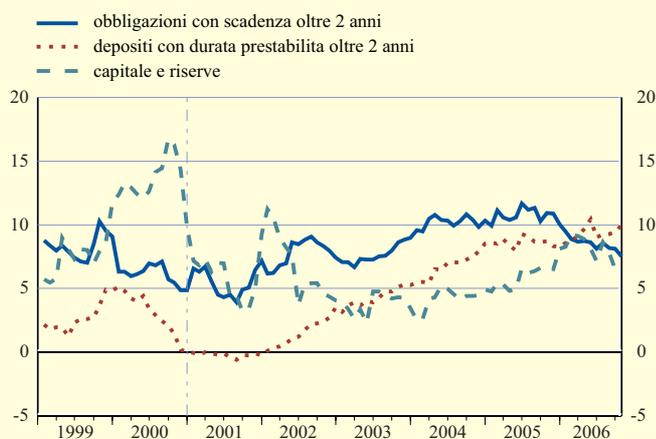
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

### F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

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

### 1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie <sup>2)</sup>

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>		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	1.037,7	594,0	1.777,3
2006 1° trim.	81,9	57,1	661,9	412,0	3.525,1	1.060,8	626,7	1.837,6
2° trim.	84,7	59,6	673,5	419,6	3.640,0	1.098,6	650,9	1.890,5
2006 lug.	90,1	64,4	667,0	407,8	3.685,4	1.110,9	668,0	1.906,6
ago.	86,7	61,3	678,6	415,9	3.679,0	1.086,3	670,8	1.921,8
set.	89,5	63,4	700,5	437,7	3.730,0	1.108,2	682,6	1.939,2
ott. <sup>(p)</sup>	89,5	63,2	700,0	434,7	3.767,0	1.119,5	692,9	1.954,5
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	56,8	54,3	151,6
2006 1° trim.	17,1	15,6	46,6	45,2	108,9	27,0	35,8	46,1
2° trim.	2,8	2,6	13,8	9,0	120,8	39,6	26,4	54,8
2006 lug.	5,5	4,9	-4,9	-9,6	44,0	12,5	16,2	15,3
ago.	-3,4	-3,2	11,8	8,2	-4,9	-24,3	3,7	15,7
set.	2,8	2,1	23,3	21,6	51,1	21,8	11,8	17,5
ott. <sup>(p)</sup>	0,0	-0,3	-0,7	-3,1	37,6	11,3	10,5	15,8
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
giu.	32,5	36,3	16,2	16,7	11,3	8,0	17,4	11,4
2006 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.	37,1	48,6	17,3	19,4	12,7	10,5	20,6	11,4
ott. <sup>(p)</sup>	29,7	39,0	17,6	19,5	12,9	10,7	20,1	11,7

### 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 <sup>1)</sup>

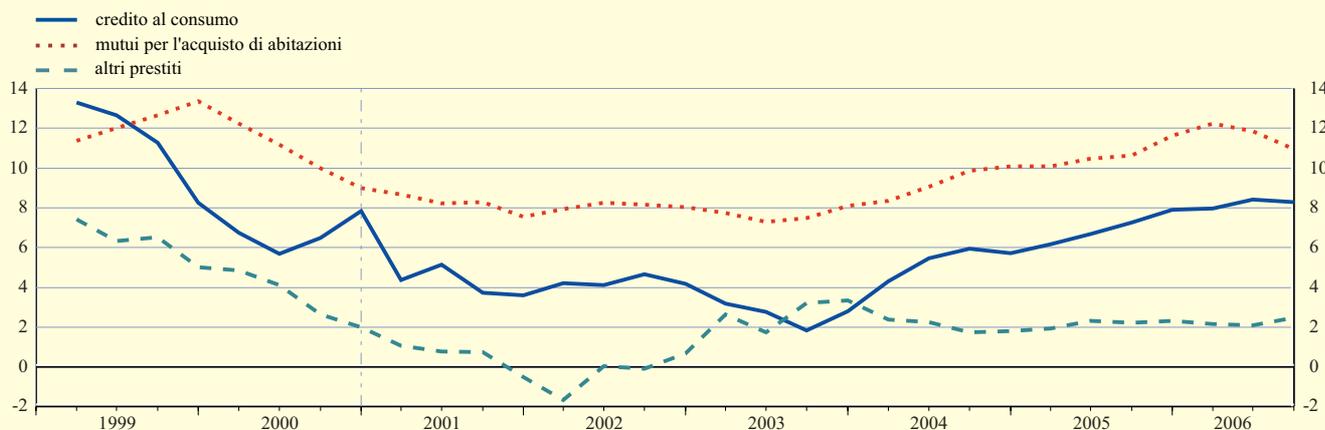
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 2. Prestiti alle famiglie <sup>2),3)</sup>

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	129,1	200,7	224,3	2.917,7	15,2	67,5	2.835,0	721,6	147,3	99,9	474,4
2006 1° trim.	4.282,5	557,1	126,2	200,9	230,1	3.006,3	15,1	67,9	2.923,4	719,1	146,4	98,1	474,5
2° trim.	4.386,2	576,1	130,6	205,5	240,0	3.081,7	15,8	70,0	2.995,9	728,4	150,7	98,3	479,5
2006 lug.	4.416,4	579,6	131,2	206,0	242,3	3.110,4	15,8	70,4	3.024,2	726,4	146,8	98,5	481,2
ago.	4.429,8	580,1	130,2	205,5	244,4	3.124,7	15,8	70,5	3.038,5	725,0	145,5	98,5	481,0
set.	4.460,7	582,7	131,0	206,3	245,3	3.149,2	16,5	70,9	3.061,8	728,8	146,9	99,2	482,7
ott. <sup>(p)</sup>	4.481,8	584,1	132,7	206,3	245,2	3.168,4	15,7	71,3	3.081,5	729,3	146,3	99,3	483,7
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	9,0	11,6	20,0	302,9	0,7	4,8	297,4	16,2	3,8	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	1,0
2° trim.	105,4	19,3	4,5	4,3	10,4	75,6	0,6	1,9	73,0	10,5	4,5	0,7	5,4
2006 lug.	31,7	3,9	0,8	0,5	2,6	29,2	0,0	0,5	28,7	-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.	32,0	4,3	1,0	1,0	2,2	24,7	0,7	0,4	23,5	3,1	1,4	0,7	1,0
ott. <sup>(p)</sup>	22,0	1,7	1,8	0,1	-0,1	19,4	-0,8	0,4	19,8	0,9	-0,5	0,2	1,2
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	7,5	6,1	9,8	11,6	5,2	7,5	11,8	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 mar.	9,8	8,0	5,9	5,8	11,1	12,2	6,9	6,0	12,4	2,2	1,6	2,1	2,4
giu.	9,6	8,4	6,2	4,8	13,1	11,8	7,5	8,1	12,0	2,1	0,8	2,4	2,4
2006 lug.	9,5	8,7	8,5	4,0	13,1	11,4	7,3	7,9	11,6	2,3	1,3	2,4	2,6
ago.	9,2	8,3	6,9	4,0	13,2	11,1	9,1	7,4	11,2	2,3	1,4	2,5	2,5
set.	9,1	8,3	5,7	4,2	13,5	11,0	10,0	7,4	11,1	2,5	1,4	3,3	2,6
ott. <sup>(p)</sup>	8,7	7,7	6,0	3,6	12,4	10,4	7,0	7,5	10,5	2,5	1,6	3,5	2,5

### 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 <sup>1)</sup>

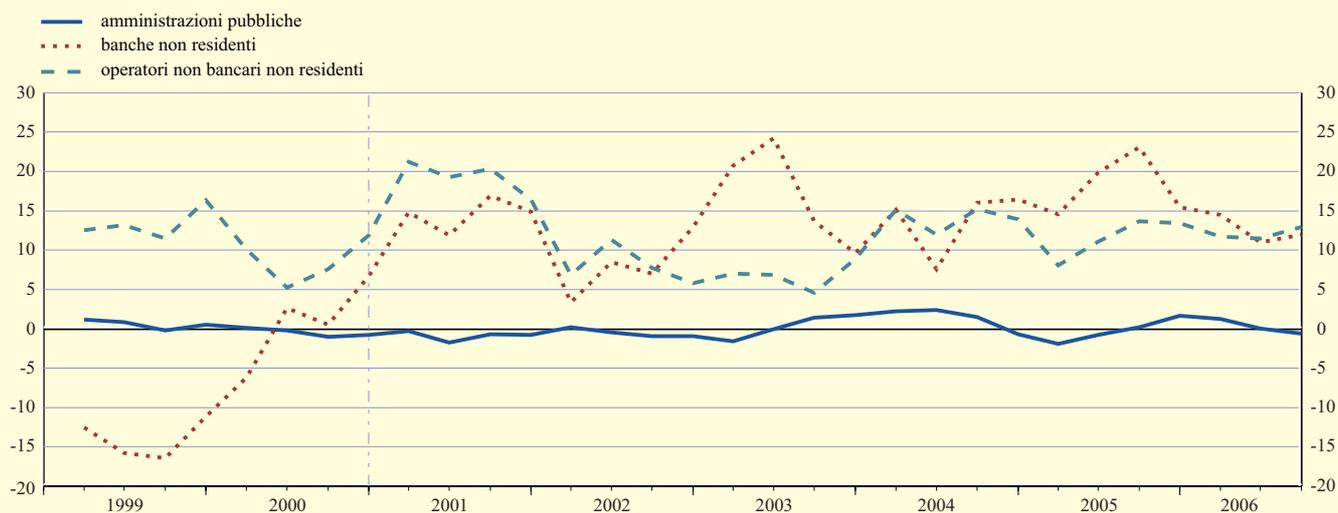
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 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 <sup>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	2.485,2	1.723,6	761,6	66,0	695,6
2006 1° trim.	816,3	118,5	240,9	427,7	29,2	2.594,7	1.823,0	771,7	62,9	708,8
2° trim.	809,3	106,7	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.841,2	770,1	66,5	703,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	804,2	102,1	230,1	438,9	33,1	2.740,7	1.923,4	817,3	67,4	750,0
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	296,8	209,4	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.	-6,8	-11,6	-6,4	8,3	2,9	56,3	42,8	13,6	3,6	9,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	-3,0	-2,4	-4,3	2,7	1,1	124,9	78,0	46,9	0,2	46,6
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	13,7	14,5	11,7	1,7	12,7
giu.	0,1	-13,9	-6,3	7,4	12,2	11,2	11,0	11,5	7,3	11,9
set. <sup>(p)</sup>	-0,6	-12,5	-7,9	7,1	1,3	12,3	12,0	13,0	4,3	13,8

### 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<sup>1)</sup>

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

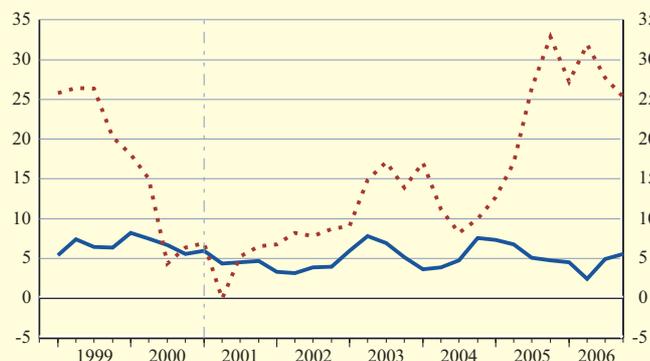
### 1. Depositi degli intermediari finanziari<sup>2)</sup>

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2° trim.	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
2006 lug.	633,0	65,3	51,9	488,6	1,0	1,4	24,9	1.037,5	263,6	212,4	416,0	9,9	0,2	135,4
ago.	635,5	61,6	52,0	491,9	1,0	0,3	28,7	1.037,9	257,6	215,0	416,2	9,4	0,2	139,4
set.	637,3	66,7	51,1	492,7	1,0	1,4	24,4	1.084,5	272,2	236,2	420,6	10,2	0,3	145,0
ott. (p)	638,7	66,3	48,3	493,0	1,0	1,4	28,7	1.091,8	260,4	240,5	443,8	10,2	0,2	136,6
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	178,4	40,1	37,3	99,2	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
2° trim.	12,9	3,0	-2,4	10,0	0,0	0,0	2,4	61,7	7,6	18,5	31,3	-0,1	0,1	4,3
2006 lug.	7,3	-3,3	4,0	3,9	0,0	0,0	2,8	-10,7	-14,6	-0,9	9,1	-1,0	0,0	-3,4
ago.	2,5	-3,7	0,1	3,3	0,0	-1,1	3,8	0,1	-6,5	2,7	0,3	-0,4	0,0	4,0
set.	1,7	5,0	-0,9	0,8	0,0	1,1	-4,3	46,0	14,4	20,9	4,4	0,7	0,1	5,6
ott. (p)	1,4	-0,4	-2,8	0,3	0,0	0,0	4,3	6,3	-11,9	4,4	22,1	0,1	0,0	-8,4
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	27,2	22,2	25,0	48,4	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
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
2006 lug.	4,7	1,3	-0,9	5,1	-7,1	-0,7	24,0	25,0	13,5	36,7	43,4	-14,4	-	-3,5
ago.	5,1	3,9	1,3	5,5	-8,2	-79,2	13,2	25,2	14,0	36,7	43,3	-16,1	-	-2,5
set.	5,6	10,9	-0,4	5,5	-12,0	-3,8	8,6	25,3	7,9	39,5	41,0	-3,2	-	8,0
ott. (p)	4,6	-0,8	-0,1	5,2	-13,5	-4,4	19,3	24,2	7,7	36,9	43,9	-6,0	-	-3,4

### F8 Depositi totali per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



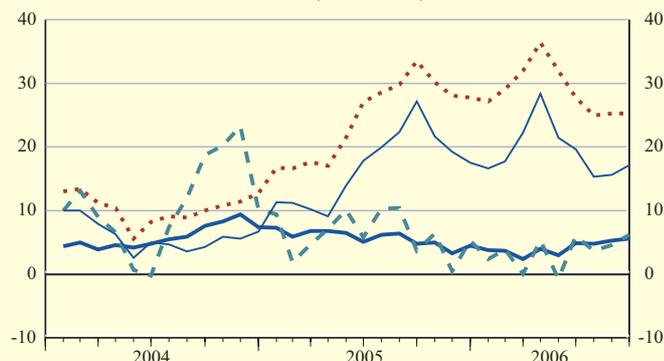
Fonte: BCE.

- 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.

### 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)<sup>4)</sup>
- altri intermediari finanziari (inclusi in M3)<sup>5)</sup>



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

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

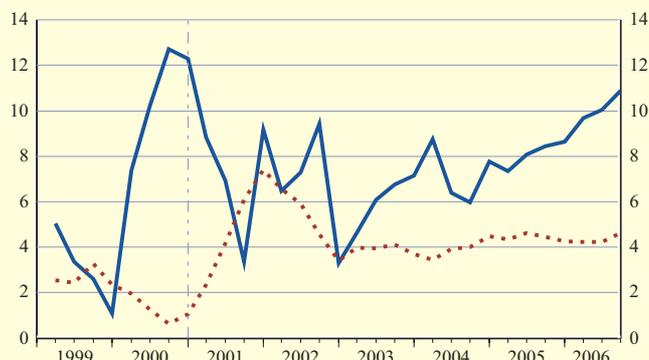
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie <sup>2)</sup>

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2° trim.	1.236,7	783,6	313,1	73,2	43,6	1,2	22,0	4.422,9	1.725,6	569,4	616,5	1.363,9	89,0	58,5
2006 lug.	1.231,1	775,3	315,8	72,4	42,8	1,3	23,5	4.434,3	1.718,3	587,3	613,7	1.361,9	90,2	63,0
ago.	1.243,8	769,9	330,3	72,4	43,1	2,4	25,7	4.421,4	1.686,7	602,9	612,5	1.360,8	91,7	66,9
set.	1.268,8	790,3	334,6	73,7	43,8	1,3	25,1	4.439,1	1.703,2	613,8	608,8	1.355,5	93,0	64,8
ott. <sup>4)</sup>	1.277,3	782,3	353,9	72,8	42,5	1,3	24,4	4.442,6	1.695,6	629,9	605,0	1.350,2	95,1	66,9
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
2° trim.	40,0	39,3	2,0	1,3	-3,0	0,0	0,4	68,5	52,2	21,0	-7,0	-3,7	2,7	3,4
2006 lug.	-5,6	-8,3	2,8	-0,8	-0,8	0,0	1,5	11,4	-7,3	18,0	-2,8	-2,0	1,1	4,5
ago.	13,2	-5,2	14,8	0,1	0,3	1,1	2,2	-12,5	-31,5	15,8	-1,2	-1,1	1,5	3,9
set.	24,2	20,1	3,8	1,2	0,7	-1,1	-0,6	18,7	16,4	10,6	-2,2	-5,3	1,3	-2,1
ott. <sup>4)</sup>	9,6	-8,0	19,4	0,2	-1,3	0,0	-0,6	3,6	-7,7	16,1	-3,7	-5,4	2,1	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
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
2006 lug.	9,4	8,1	14,4	8,8	1,0	-5,6	10,1	4,0	4,6	14,5	-2,8	1,8	4,4	17,5
ago.	10,0	7,9	16,2	9,0	2,7	88,2	13,6	4,4	4,8	17,0	-3,0	1,5	7,3	22,9
set.	10,9	10,1	13,8	14,5	-0,5	4,2	10,6	4,6	4,8	19,2	-2,8	1,1	10,8	25,7
ott. <sup>4)</sup>	9,8	6,7	18,0	13,5	-4,8	4,6	16,4	4,7	4,1	21,8	-3,2	0,9	14,0	30,6

### F10 Depositi totali per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

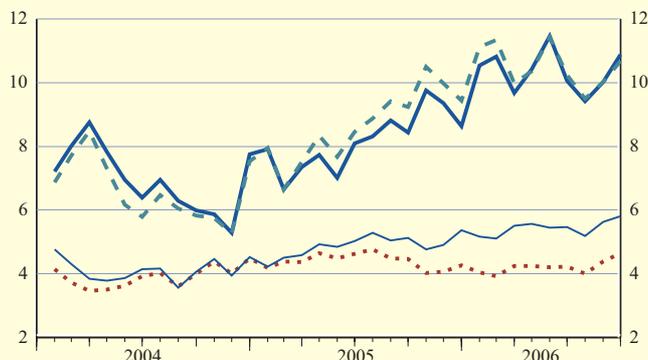
- società non finanziarie (totale)
- ..... famiglie (totale)



### 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) <sup>4)</sup>
- famiglie (inclusi in M3) <sup>5)</sup>



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 <sup>1)</sup>

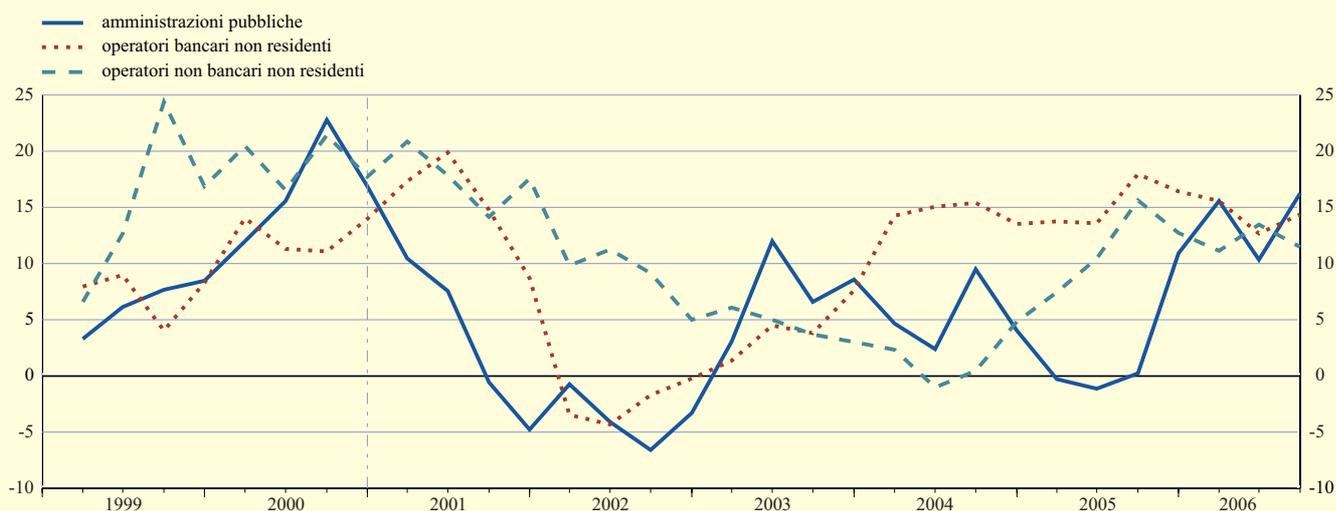
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	2.410,4	831,5	128,2	703,3
2° trim.	317,2	138,1	39,6	82,6	56,9	3.202,9	2.368,0	834,9	128,3	706,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	333,1	147,8	41,5	83,7	60,1	3.374,4	2.499,1	875,3	132,4	742,9
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	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006 1° trim.	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	210,4	170,9	39,5	2,4	37,1
2° trim.	6,0	-9,1	1,5	5,6	8,0	7,9	-8,3	16,2	0,1	16,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	15,9	9,7	1,9	1,1	3,2	162,6	124,4	38,2	4,1	34,0
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	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 mar.	15,6	17,0	14,1	14,3	14,6	14,3	15,5	11,1	21,6	9,3
giu.	10,3	2,7	13,1	18,7	17,6	12,9	12,7	13,4	8,2	14,4
set. <sup>(p)</sup>	16,2	10,1	15,5	17,5	33,0	13,6	14,4	11,4	5,7	12,5

### 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.

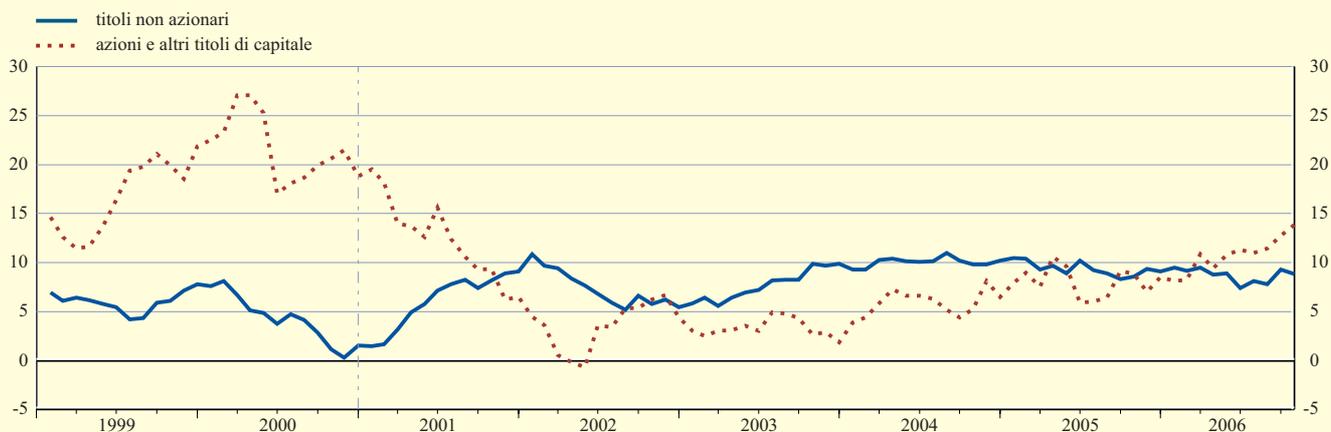
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
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
2° trim.	4.584,4	1.519,5	65,8	1.385,6	17,2	572,6	27,4	996,4	1.368,6	334,5	770,4	263,8
2006 lug.	4.629,2	1.533,9	69,6	1.367,9	17,2	584,1	28,3	1.028,2	1.372,2	331,1	776,3	264,8
ago.	4.623,5	1.545,0	68,6	1.344,9	17,3	580,5	28,9	1.038,3	1.381,9	336,3	774,9	270,7
set.	4.682,6	1.559,0	69,5	1.337,7	16,7	589,4	28,9	1.081,3	1.414,9	343,3	790,2	281,5
ott. <sup>(p)</sup>	4.718,5	1.570,1	71,1	1.324,2	16,6	603,3	30,3	1.102,8	1.445,1	344,2	807,7	293,2
<b>Transazioni</b>												
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	360,6	85,7	2,0	51,4	-0,9	71,6	7,6	143,2	98,8	26,9	48,7	23,3
2006 1° trim.	171,9	59,2	3,5	23,5	0,2	22,2	3,4	59,9	91,2	10,7	64,3	16,1
2° trim.	53,3	15,1	-2,0	-20,6	1,0	29,1	-0,3	31,0	16,8	13,5	8,6	-5,3
2006 lug.	42,0	13,2	3,7	-19,2	-0,1	11,0	0,9	32,4	-3,1	-4,2	1,8	-0,7
ago.	-7,8	10,3	-1,0	-26,5	0,2	-1,4	0,7	9,9	3,4	3,6	-4,8	4,6
set.	49,7	18,1	0,6	-9,5	-0,8	9,0	-0,2	32,6	29,9	2,7	18,0	9,2
ott. <sup>(p)</sup>	33,5	11,1	1,4	-12,7	-0,1	13,6	1,4	18,9	16,6	-0,4	8,6	8,4
<b>Variazioni percentuali</b>												
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.	9,1	6,3	3,6	4,1	-4,5	15,9	43,3	18,5	8,5	9,5	7,3	10,7
2006 mar.	9,5	8,3	1,2	1,5	-0,4	16,4	67,6	20,9	10,8	10,0	14,2	2,6
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
2006 lug.	8,1	6,2	6,6	-2,2	8,9	20,1	48,1	20,7	11,0	10,1	12,7	6,9
ago.	7,8	7,1	4,9	-3,5	9,4	20,4	46,3	19,2	11,4	12,0	12,0	8,8
set.	9,3	8,6	5,7	-3,5	1,7	21,9	51,5	23,2	12,8	12,8	12,9	12,4
ott. <sup>(p)</sup>	8,9	9,1	5,2	-5,4	-1,0	21,5	39,2	23,6	13,8	12,5	12,9	18,1

## 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 <sup>1)</sup>**  
(miliardi di euro)

**1. Cancellazioni/ svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie <sup>2)</sup>**

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2° trim.	-0,7	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-1,4	-0,1	-0,6	-0,7
2006 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.	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4
ott. <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2

**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
2° trim.	-2,6	-0,6	-1,1	-0,9	-0,1	0,0	0,0
2006 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.	-0,9	-0,3	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,1
ott. <sup>(p)</sup>	-0,4	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0

**3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM**

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2° trim.	-13,2	0,2	-0,1	-4,4	0,0	-1,2	-0,2	-7,4	-14,3	-2,3	-6,9	-5,1
2006 lug.	4,9	0,3	0,0	2,5	0,0	1,2	0,0	0,9	6,0	0,9	3,5	1,7
ago.	3,3	0,8	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	1,4	5,4	1,0	3,2	1,3
set.	4,2	1,0	0,0	2,2	0,0	0,1	0,0	0,8	4,5	1,2	1,7	1,6
ott. <sup>(p)</sup>	1,0	0,4	0,0	-1,2	0,0	0,9	0,0	0,8	13,5	1,3	8,8	3,3

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 <sup>1)</sup>

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
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.	5.057,9	90,3	9,7	5,6	0,4	1,5	1,5	7.650,8	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.121,9	90,4	9,6	5,8	0,5	1,3	1,2	7.762,7	96,4	3,6	2,2	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.	2.410,4	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.	2.368,0	47,7	52,3	34,1	2,1	2,7	10,5	834,9	52,5	47,5	31,1	1,5	2,3	9,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	2.499,1	47,5	52,5	34,1	2,2	2,6	10,4	875,3	51,6	48,4	31,4	1,6	2,2	10,1

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

	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	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.	4.273,7	81,2	18,8	9,5	1,7	1,9	3,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.383,2	80,9	19,1	10,0	1,7	1,8	3,2

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.

**2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1)</sup>**

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.114,3	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006 1° trim.	4.656,3	-	-	-	-	-	9.367,8	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5	
2° trim.	4.730,3	-	-	-	-	-	9.593,6	96,4	3,6	1,7	0,1	1,2	0,5	
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.824,5	-	-	-	-	-	9.784,9	96,3	3,7	1,7	0,2	1,1	0,6	
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	1.723,6	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.	1.823,0	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.	1.841,2	49,6	50,4	29,5	2,8	2,4	10,6	770,1	40,4	59,6	42,1	1,1	4,1	8,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.923,4	50,2	49,8	29,3	2,3	2,2	10,7	817,3	41,3	58,7	41,2	1,9	3,6	8,6

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>2)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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.	1.585,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	2.002,7	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.628,5	95,7	4,3	2,1	0,2	0,3	1,3	1.972,7	97,7	2,3	1,3	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.	438,8	52,1	47,9	28,0	1,0	0,5	15,1	557,6	38,0	62,0	34,9	6,2	0,8	14,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	471,1	51,2	48,8	29,4	0,7	0,7	14,7	610,2	36,2	63,8	36,8	5,4	0,7	15,7

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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
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. <sup>(p)</sup>	5.135,4	316,4	1.908,1	145,2	1.762,9	1.775,8	601,8	180,3	352,9

### 2. Passività

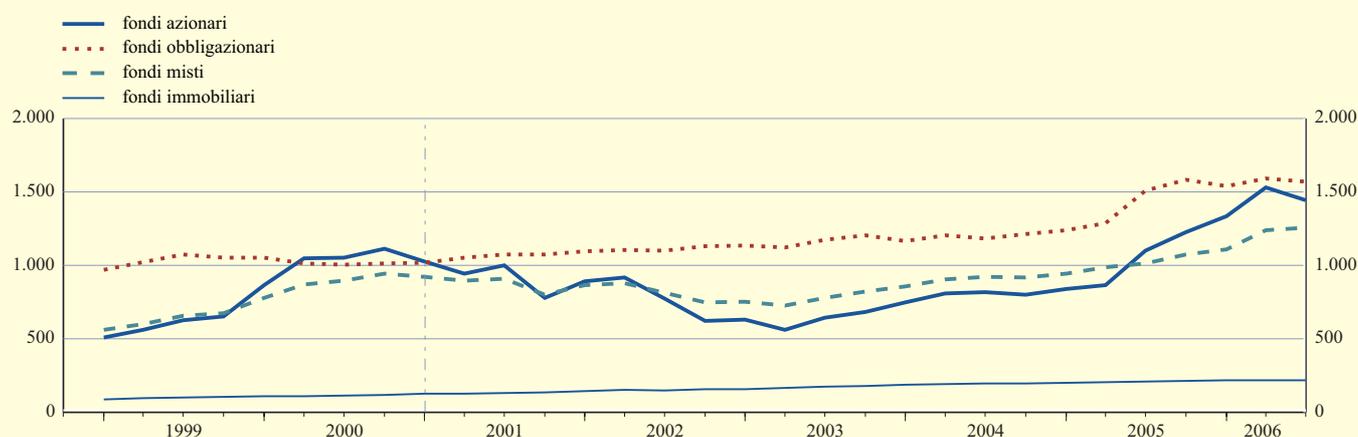
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2° trim.	4.313,4	58,6	4.034,4	220,4
3° trim.	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
4° trim.	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 1° trim.	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	5.135,4	76,4	4.787,2	271,8

### 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. <sup>(p)</sup>	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- nistrizioni 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	373,5	
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	369,7	
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	389,2	
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	366,8	
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	22,5	
2° trim.	303,8	163,7	22,2	110,0	110,9	-10,1	10,9	-1,7	24,1	7,4	-12,5	
3° trim.	95,0	0,5	8,1	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	5,1	11,4	
4° trim.	297,3	204,0	25,6	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	16,6	-12,3	
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	3,9	
2° trim.	4,6	5,8	15,8	5,5	9,0	1,8	4,9	-3,2	-5,5	7,5	1,4	
3° trim.	4,4	5,4	14,5	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	5,8	1,5	
4° trim.	5,0	6,0	12,9	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	7,1	2,7	
2006 1° trim.	5,0	6,2	12,2	5,6	8,4	4,5	2,9	2,7	2,9	10,8	-2,4	
2° trim.	4,9	6,0	10,9	5,8	7,1	7,0	2,2	9,2	-1,6	6,9	0,1	

	Titoli non azionari			Azioni <sup>1)</sup>				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 <sup>1)</sup>					
		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	465,5
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	528,5
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	555,5
4° trim.	19.525,3	9.600,9	8.450,6	937,8	79,8	858,1	4.044,7	1.266,6	2.778,1	4.618,4	306,5	4.311,9	588,9
2006 1° trim.	20.155,4	9.824,3	8.645,3	932,7	86,7	846,0	4.181,0	1.286,4	2.894,6	4.710,6	302,6	4.408,1	648,1
2° trim.	20.092,7	9.913,1	8.856,4	861,6	88,7	772,9	4.233,1	1.305,8	2.927,3	4.818,4	312,1	4.506,2	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	15,8
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	51,6
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	28,6
4° trim.	281,6	268,2	227,0	14,4	-7,5	21,9	131,5	45,5	86,0	122,2	6,5	115,7	45,6
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.	326,0	240,3	219,0	-7,6	2,3	-9,9	134,1	47,4	86,7	113,9	9,9	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	5,6
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	18,3
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	23,4
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	32,0
2006 1° trim.	6,2	8,9	9,2	1,6	12,4	0,6	9,7	7,6	10,7	9,7	4,1	10,1	39,2
2° trim.	5,9	9,1	9,3	0,7	8,7	-0,1	10,7	7,9	12,1	9,5	3,8	9,9	36,1

	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 <sup>1)</sup>				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
	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 <sup>1)</sup>	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) <sup>3)</sup>
	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 <sup>4)</sup>				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	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 <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	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. Famiglie<sup>5)</sup>**

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile lordo	Saggio di risparmio lordo <sup>6)</sup>
	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

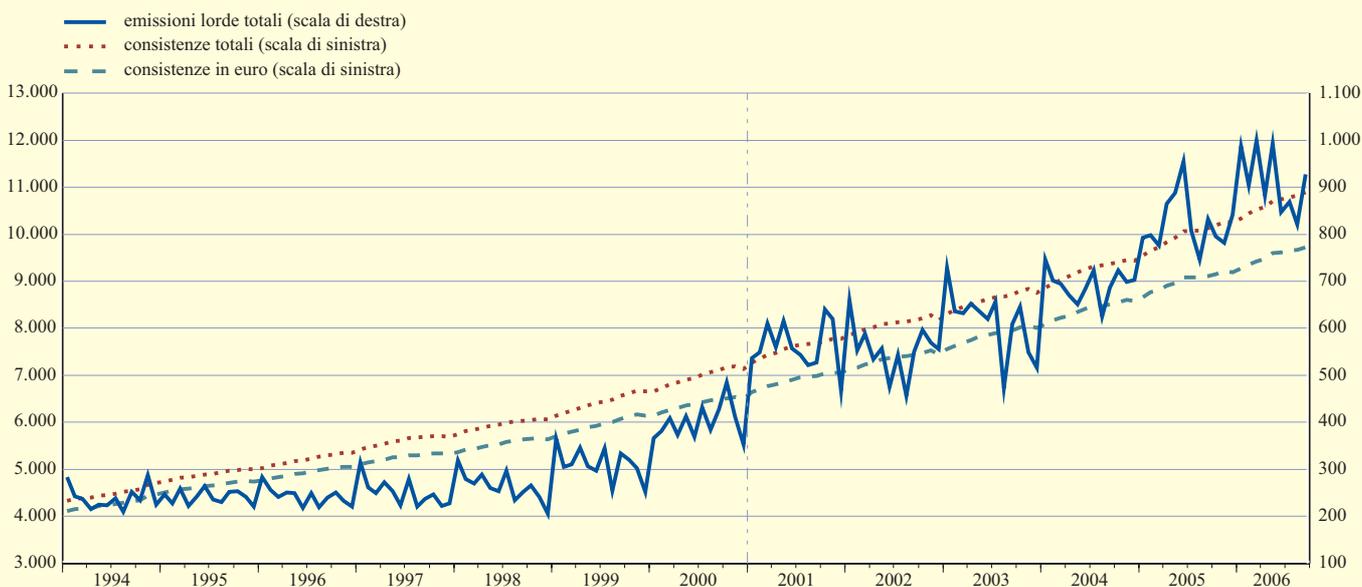
### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro <sup>1)</sup>			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 <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2005 set.	10.727,7	894,5	100,5	9.114,5	787,6	37,5	10.126,2	832,4	48,6	7,4	48,4	7,3
ott.	10.742,7	798,4	15,3	9.151,1	745,0	36,7	10.180,8	794,9	53,8	7,5	54,3	6,4
nov.	10.820,1	801,7	79,1	9.211,2	734,6	61,6	10.267,9	781,5	74,2	7,6	71,1	7,3
dic.	10.834,6	871,0	12,8	9.188,6	794,8	-24,1	10.250,6	841,6	-24,7	7,6	76,0	6,1
2006 gen.	10.883,8	972,1	55,1	9.267,5	927,6	84,7	10.333,6	987,8	103,1	7,6	61,5	7,1
feb.	10.992,2	918,4	105,8	9.347,0	846,7	76,9	10.441,1	903,5	89,6	7,2	61,9	7,5
mar.	11.146,0	1.052,7	153,6	9.428,3	937,9	81,1	10.525,7	999,4	97,6	7,6	70,6	8,0
apr.	11.169,0	874,9	19,6	9.480,2	821,8	48,8	10.583,9	883,0	68,2	7,2	56,3	8,0
mag.	11.297,7	1.010,9	128,8	9.594,4	940,3	114,3	10.707,0	992,5	128,1	7,8	90,9	8,3
giu.	11.357,5	895,6	64,3	9.614,3	794,0	24,2	10.738,3	847,0	32,9	6,7	25,3	7,2
lug.	11.369,9	877,7	11,8	9.649,9	821,1	34,9	10.787,6	868,7	44,7	7,1	53,7	7,0
ago.	11.402,2	836,8	31,8	9.671,3	778,8	21,0	10.817,5	821,4	24,4	7,3	74,5	7,2
set.	11.529,5	1.007,0	126,7	9.724,6	881,3	52,7	10.888,4	926,6	59,1	7,4	59,3	7,0
<b>A lungo termine</b>												
2005 set.	9.743,4	188,6	68,6	8.266,1	143,8	43,6	9.146,7	163,3	55,0	8,0	47,6	7,5
ott.	9.775,0	166,5	32,5	8.283,6	137,4	18,4	9.181,2	159,3	31,6	8,0	44,8	6,8
nov.	9.857,4	168,3	83,3	8.348,6	131,9	65,8	9.270,7	152,6	80,5	8,2	76,7	7,7
dic.	9.901,4	178,4	41,9	8.375,9	147,2	25,3	9.303,6	166,0	27,6	8,3	72,2	6,2
2006 gen.	9.944,5	195,9	48,3	8.415,3	173,5	44,5	9.344,0	195,4	56,9	8,1	57,4	7,3
feb.	10.034,5	215,0	88,5	8.477,0	170,7	60,1	9.429,8	196,3	72,3	7,6	50,0	7,8
mar.	10.133,0	245,3	98,9	8.548,4	194,3	71,8	9.499,0	220,1	80,1	7,8	60,7	8,1
apr.	10.169,2	174,7	34,7	8.577,9	141,6	28,2	9.537,1	170,6	48,1	7,5	49,5	8,1
mag.	10.269,7	205,7	100,8	8.663,8	167,5	86,1	9.630,4	187,0	95,7	7,7	63,7	7,8
giu.	10.328,8	198,4	60,3	8.728,3	167,5	65,6	9.715,1	192,4	81,7	6,8	53,7	7,3
lug.	10.361,5	185,4	33,0	8.753,9	158,2	25,9	9.756,0	176,8	37,0	7,2	48,9	7,1
ago.	10.377,7	90,1	16,4	8.765,1	71,2	11,4	9.774,0	87,5	20,8	7,6	65,7	7,4
set.	10.478,0	221,7	100,9	8.822,5	156,3	58,2	9.845,6	174,8	65,5	7,6	56,1	7,2

### 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	
	<b>Totale</b>											
2004	9.429	3.713	737	591	4.138	250	8.307	5.480	223	1.028	1.493	83
2005	10.251	4.109	927	613	4.319	283	9.878	6.983	325	1.032	1.444	95
2005 4° trim.	10.251	4.109	927	613	4.319	283	2.418	1.747	116	250	279	26
2006 1° trim.	10.526	4.260	970	622	4.385	289	2.891	2.107	83	257	421	22
2° trim.	10.738	4.337	1.034	639	4.430	298	2.723	1.976	108	261	355	22
3° trim.	10.888	4.436	1.072	637	4.445	298	2.617	1.927	74	264	334	18
2006 giu.	10.738	4.337	1.034	639	4.430	298	847	597	46	85	110	9
lug.	10.788	4.370	1.050	640	4.429	299	869	613	29	86	135	6
ago.	10.817	4.396	1.057	633	4.431	300	821	637	17	82	80	6
set.	10.888	4.436	1.072	637	4.445	298	927	678	27	97	119	5
	<b>A breve termine</b>											
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 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
3° trim.	1.043	561	11	97	369	4	2.178	1.732	12	249	176	8
2006 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	10	96	375	5	734	593	3	80	55	2
set.	1.043	561	11	97	369	4	752	596	4	91	58	3
	<b>A lungo termine<sup>1)</sup></b>											
2004	8.503	3.266	729	501	3.762	245	1.940	905	179	97	708	49
2005	9.304	3.627	920	522	3.957	278	2.069	937	279	89	702	61
2005 4° trim.	9.304	3.627	920	522	3.957	278	478	216	106	29	109	18
2006 1° trim.	9.499	3.720	963	524	4.008	285	612	290	70	15	222	15
2° trim.	9.715	3.806	1.024	537	4.054	293	550	237	92	32	175	14
3° trim.	9.846	3.875	1.061	540	4.075	293	439	194	62	15	158	9
2006 giu.	9.715	3.806	1.024	537	4.054	293	192	88	41	8	49	6
lug.	9.756	3.834	1.040	537	4.051	294	177	69	24	8	72	3
ago.	9.774	3.839	1.047	536	4.057	295	88	44	14	1	25	3
set.	9.846	3.875	1.061	540	4.075	293	175	82	23	6	62	3
	<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>											
2004	6.380	1.929	416	410	3.439	186	1.193	408	70	61	620	36
2005	6.712	2.016	458	412	3.609	217	1.227	413	91	54	620	48
2005 4° trim.	6.712	2.016	458	412	3.609	217	264	95	35	16	103	14
2006 1° trim.	6.813	2.060	475	407	3.647	225	400	155	31	8	195	12
2° trim.	6.908	2.079	500	413	3.684	232	331	109	42	20	150	10
3° trim.	6.960	2.106	508	413	3.700	233	274	93	22	11	140	8
2006 giu.	6.908	2.079	500	413	3.684	232	114	40	21	5	41	6
lug.	6.918	2.085	501	412	3.688	233	109	29	5	6	66	2
ago.	6.925	2.087	503	411	3.690	234	55	22	7	1	21	3
set.	6.960	2.106	508	413	3.700	233	111	42	10	4	53	2
	<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>											
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 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.	2.432	1.424	520	108	319	61	177	95	50	12	15	4
3° trim.	2.493	1.443	548	110	331	60	133	76	39	4	13	2
2006 giu.	2.432	1.424	520	108	319	61	62	33	19	3	6	1
lug.	2.461	1.434	534	109	323	61	56	30	19	2	4	1
ago.	2.468	1.435	539	109	324	61	25	15	7	1	2	0
set.	2.493	1.443	548	110	331	60	53	31	13	1	7	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

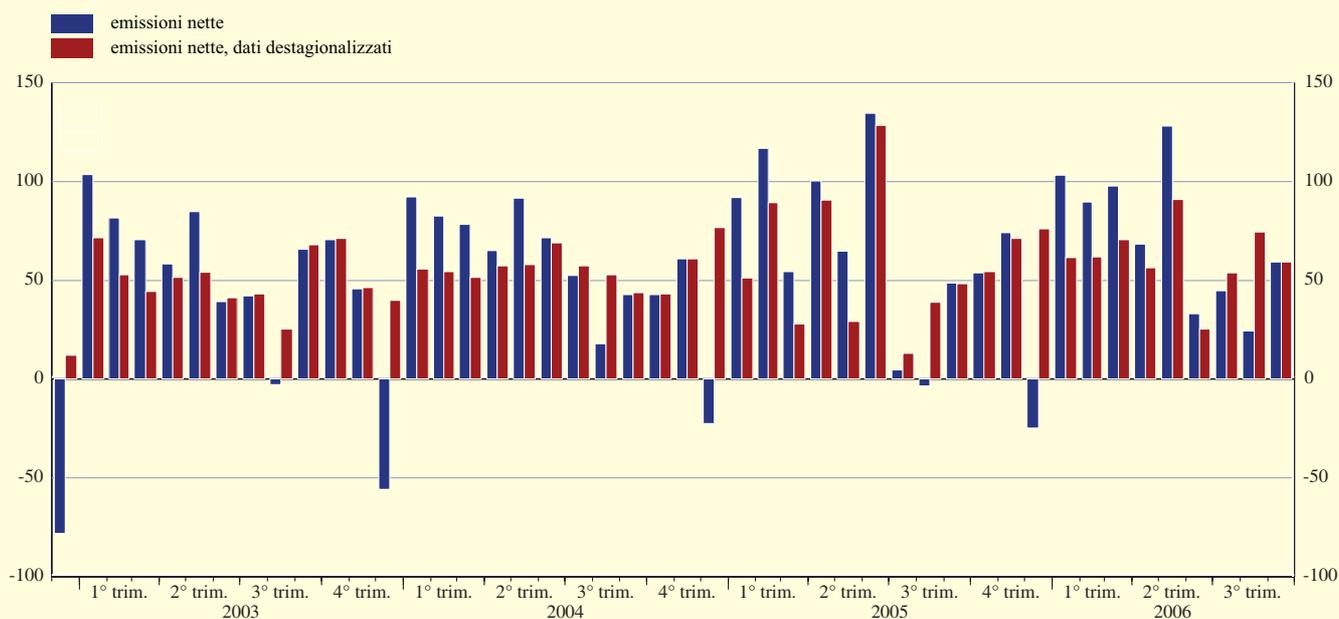
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

### 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	716,1	315,6	177,2	21,8	169,1	32,2	717,6	319,0	173,0	22,0	171,3	32,4
2005 4° trim.	103,4	44,8	81,3	-0,2	-34,8	12,3	201,4	78,1	59,2	5,8	47,3	11,0
2006 1° trim.	290,3	158,7	45,3	10,7	68,8	6,9	194,1	107,0	65,4	7,3	8,4	6,1
2° trim.	229,2	84,5	66,5	20,9	48,4	8,9	172,5	88,9	53,9	14,2	7,1	8,4
3° trim.	128,3	78,4	37,9	-2,1	14,6	-0,5	187,5	94,8	54,5	2,0	33,8	2,3
2006 giu.	32,9	-14,1	30,6	-1,0	12,4	5,0	25,3	7,0	16,3	-0,1	-2,0	4,2
lug.	44,7	27,8	15,8	0,4	-0,6	1,3	53,7	20,1	14,1	-2,0	19,4	2,2
ago.	24,4	19,7	7,8	-6,6	2,9	0,6	74,5	36,9	24,4	-4,5	15,0	2,7
set.	59,1	30,8	14,3	4,0	12,3	-2,3	59,3	37,8	16,1	8,5	-0,5	-2,6
	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	709,3	292,9	177,6	22,2	184,1	32,5	710,9	294,8	173,4	22,1	187,9	32,6
2005 4° trim.	139,6	40,6	81,5	8,6	-3,7	12,7	193,7	68,7	59,4	7,8	46,1	11,6
2006 1° trim.	209,3	100,8	45,3	2,8	53,4	7,0	168,0	70,3	65,4	8,1	18,4	6,0
2° trim.	225,6	88,2	63,5	15,5	49,4	8,9	166,9	86,0	50,9	8,9	12,7	8,5
3° trim.	123,3	62,4	36,9	2,6	21,4	-0,1	170,8	67,2	53,6	4,8	42,5	2,6
2006 giu.	81,7	30,9	29,4	1,5	14,9	5,0	53,7	38,6	14,7	-1,9	-1,8	4,1
lug.	37,0	23,4	15,5	-0,1	-2,7	0,9	48,9	18,3	14,1	-2,1	16,6	2,1
ago.	20,8	6,8	7,5	-0,9	6,6	0,7	65,7	19,2	24,1	1,4	18,4	2,6
set.	65,5	32,2	13,9	3,5	17,5	-1,6	56,1	29,8	15,4	5,5	7,5	-2,1

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

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

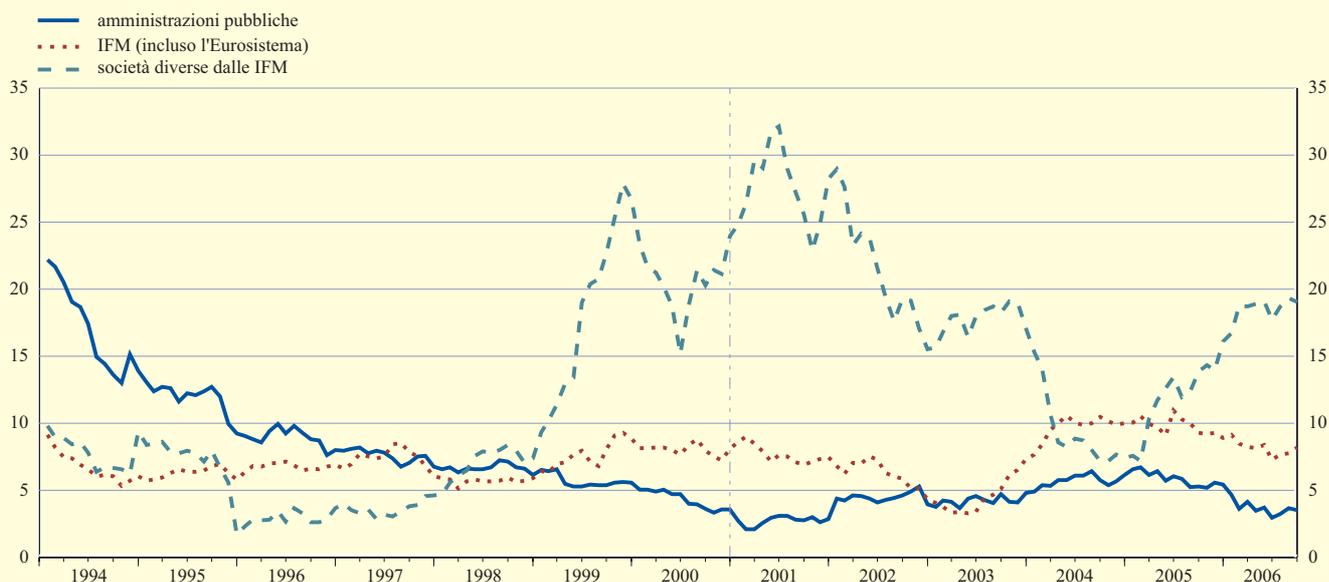


Fonte: BCE.

**4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>**  
(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 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	3,1	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	3,5	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	27,3	2,8	2,5	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.	6,7	8,1	24,7	5,0	1,8	12,3	7,2	9,7	28,0	7,1	0,7	10,5
lug.	7,1	8,3	26,6	5,1	2,2	11,7	7,0	8,9	27,1	5,6	1,2	10,6
ago.	7,3	8,5	28,2	3,9	2,5	12,1	7,2	8,8	25,7	3,2	2,3	10,1
set.	7,4	9,0	27,4	4,8	2,2	10,2	7,0	8,8	23,6	5,3	1,9	7,5
	A lungo termine											
2005 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	4,9	2,3	9,1
nov.	8,2	9,3	21,2	3,7	5,1	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	6,2	3,0	14,6
2006 gen.	8,1	9,1	24,6	5,0	4,2	11,8	7,3	7,3	26,5	7,4	3,2	13,1
feb.	7,6	8,5	27,3	6,0	3,0	12,6	7,8	7,6	31,1	7,6	2,9	15,0
mar.	7,8	8,2	27,7	5,1	3,6	12,1	8,1	7,9	31,8	6,3	3,3	13,6
apr.	7,5	8,1	27,6	5,6	3,0	10,5	8,1	7,8	31,3	6,2	3,7	12,0
mag.	7,7	8,4	26,9	7,0	3,1	12,5	7,8	7,7	31,2	8,5	2,6	11,0
giu.	6,8	7,3	24,7	6,4	2,3	12,7	7,3	8,8	27,5	6,6	1,6	10,7
lug.	7,2	7,7	26,5	6,0	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	25,1	3,5	3,3	9,9
set.	7,6	8,2	27,2	5,7	3,0	10,8	7,2	8,4	22,9	5,2	2,8	8,0

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



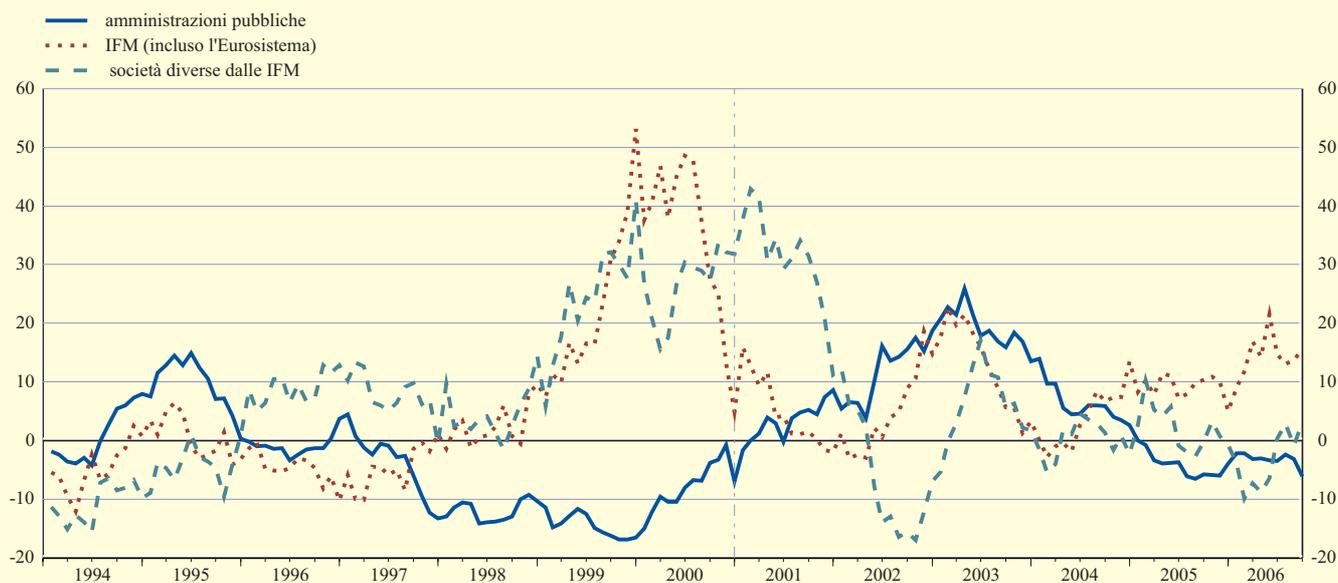
Fonte: BCE.

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

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	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 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	0,6	3,6	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
3° trim.	4,3	4,6	15,1	0,8	2,8	13,8	15,3	10,1	40,4	30,1	4,1	5,8
2006 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.	4,4	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	14,7	10,0	38,3	30,7	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	42,2	29,7	4,2	6,4
set.	4,7	5,1	17,1	1,3	2,9	12,9	15,1	10,2	38,4	28,0	5,2	3,2
	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	-0,2	5,3	15,3	18,8	17,2	35,2	22,6	10,2	5,3
2005 4° trim.	4,2	1,9	8,5	0,6	4,7	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	46,1	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
3° trim.	3,6	3,1	11,2	-0,3	2,9	13,7	13,9	8,2	36,0	33,9	4,2	4,4
2006 apr.	3,5	2,5	10,3	0,3	3,2	12,7	15,8	10,6	44,6	29,9	2,1	2,8
mag.	3,8	3,1	10,3	1,5	3,1	14,4	16,1	10,4	41,3	34,2	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	33,5	4,2	5,1
set.	3,9	3,6	12,8	0,4	2,9	12,9	14,1	8,7	35,1	31,4	5,2	2,0

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



Fonte: BCE.

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

#### 4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

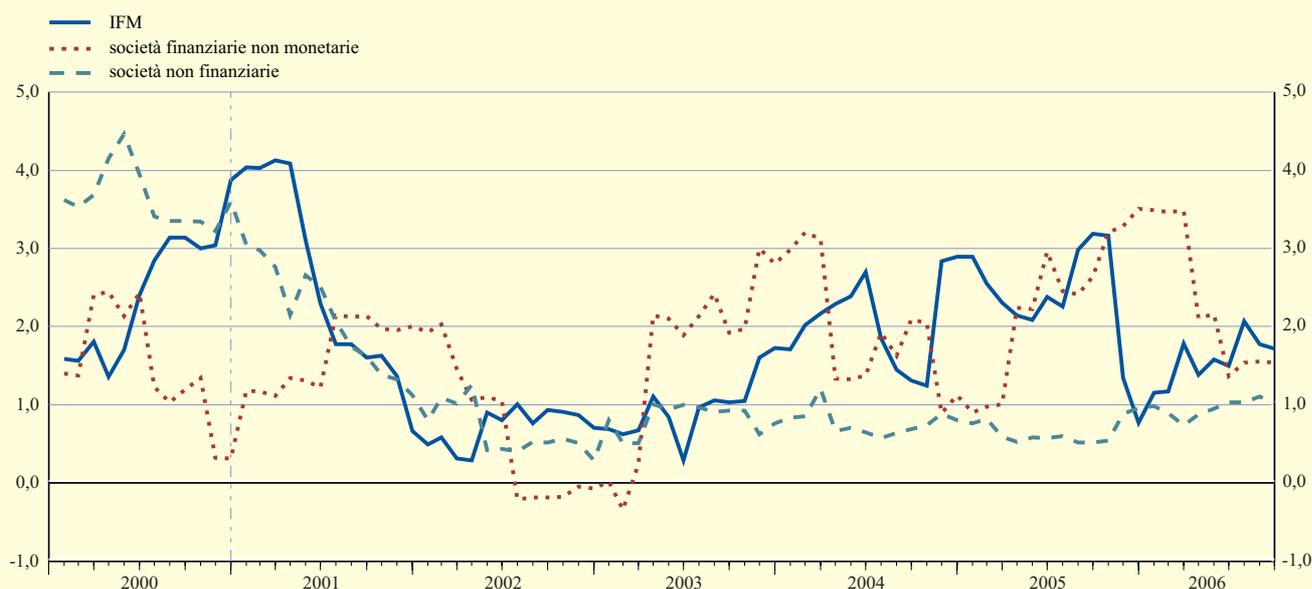
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie 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 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	103,0	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	3,0	3.241,6	0,6
lug.	4.631,2	103,1	1,0	727,9	2,3	466,7	2,5	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	3,2	3.426,6	0,5
nov.	4.882,0	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,3	3.559,2	0,9
dic.	5.056,2	103,8	1,2	836,4	0,8	540,8	3,5	3.679,1	1,0
2006 gen.	5.289,1	103,9	1,3	884,8	1,2	535,8	3,5	3.868,5	1,0
feb.	5.429,2	103,9	1,2	938,8	1,2	561,8	3,5	3.928,7	0,9
mar.	5.629,8	103,9	1,2	962,3	1,8	579,1	3,5	4.088,4	0,7
apr.	5.653,2	104,0	1,1	948,8	1,4	572,9	2,1	4.131,5	0,9
mag.	5.364,6	104,2	1,2	896,7	1,6	533,5	2,2	3.934,4	1,0
giu.	5.376,5	104,3	1,1	905,0	1,5	529,6	1,4	3.941,9	1,0
lug.	5.372,7	104,4	1,3	918,4	2,1	543,3	1,5	3.910,9	1,0
ago.	5.536,2	104,5	1,3	958,6	1,8	594,3	1,6	3.983,4	1,1
set.	5.679,5	104,5	1,2	986,1	1,7	606,3	1,5	4.087,1	1,0

#### 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 <sup>1)</sup>

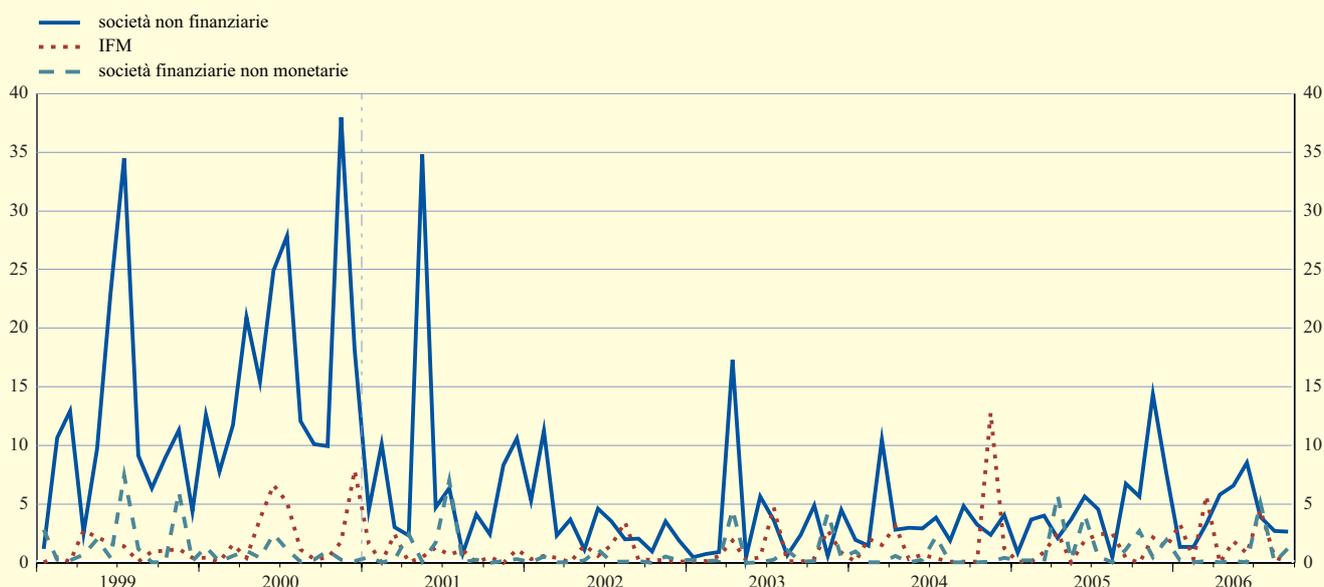
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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 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.	3,9	3,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	-0,1	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	6,8	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	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.	8,6	2,2	6,3	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	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.	13,5	6,6	6,9	4,5	0,0	4,5	5,1	3,5	1,6	3,9	3,0	0,8
ago.	3,2	1,8	1,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,0
set.	3,9	0,4	3,5	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	0,4	2,2

#### 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 <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>1) 2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 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	2,04	2,53	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	3,99	2,76
ago.	0,85	2,79	2,97	2,82	2,23	2,64	1,32	2,92	3,25	3,76	2,86
set.	0,86	2,87	3,15	2,66	2,26	2,68	1,36	2,98	3,45	3,83	2,96

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	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 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.	9,95	7,84	6,39	8,15	8,11	4,21	4,33	4,60	4,37	4,59	4,64	5,26	4,84
set.	10,07	7,86	6,26	8,09	7,97	4,30	4,36	4,61	4,44	4,65	4,76	5,30	4,98

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6
2005 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.	5,56	4,69	5,09	4,53	3,97	4,33	4,42
set.	5,69	4,75	5,02	4,54	4,02	4,41	4,47

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)

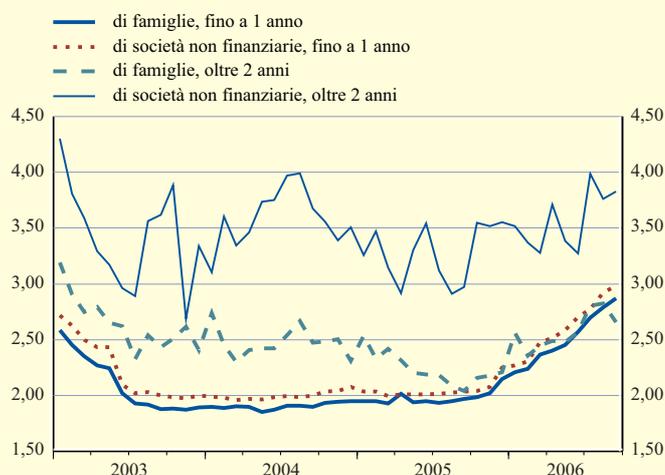
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine	
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni		oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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	3,11	2,00	2,32	1,05	2,32	3,47	2,21
feb.	0,74	2,09	3,13	1,97	2,34	1,08	2,38	3,47	2,27
mar.	0,76	2,16	3,01	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	3,05	2,00	2,48	1,18	2,59	3,52	2,49
giu.	0,81	2,34	3,08	2,04	2,53	1,22	2,72	3,53	2,63
lug.	0,81	2,43	3,03	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
set.	0,86	2,59	3,08	2,26	2,68	1,36	3,00	3,69	2,90

### 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 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.	4,67	4,20	4,55	8,10	6,75	5,73	4,72	4,19	4,40
lug.	4,68	4,21	4,57	8,15	6,71	5,82	4,81	4,27	4,45
ago.	4,72	4,23	4,60	8,21	6,72	5,82	4,85	4,33	4,48
set.	4,81	4,27	4,62	8,31	6,81	5,86	4,93	4,40	4,53

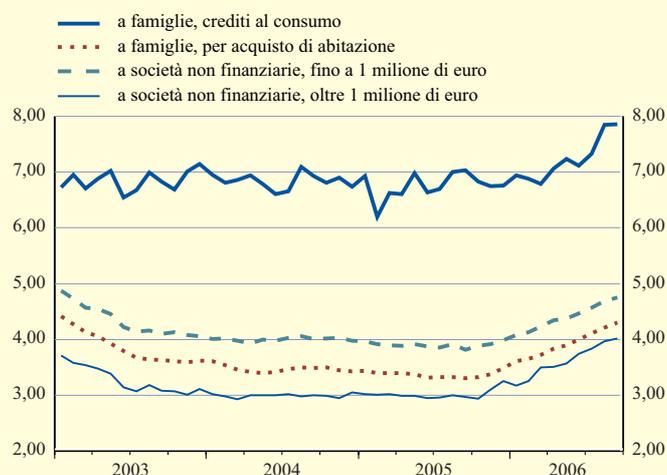
### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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 <sup>1)</sup>					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 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
nov.	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	5,37	0,48

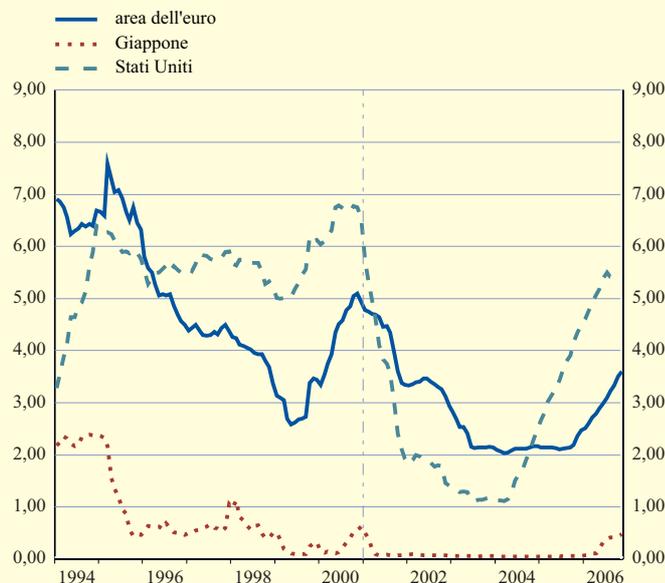
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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.

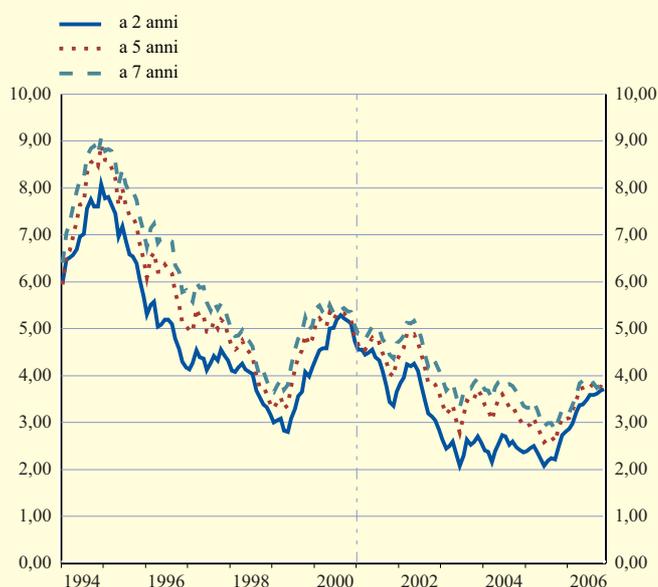
## 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					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 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
nov.	3,71	3,70	3,73	3,74	3,80	4,60	1,70

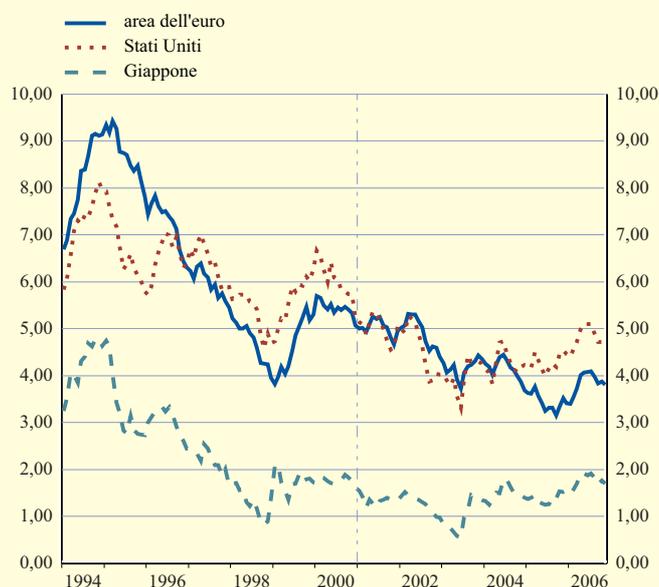
## F25 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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	Petroliifero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 nov. dic.	312,7 325,7	3.404,9 3.550,1	330,8 348,4	183,2 190,8	259,3 268,4	411,2 418,5	316,4 330,8	322,3 342,7	322,9 339,2	354,0 373,5	418,2 418,5	471,6 496,1	1.238,7 1.262,4	14.362,0 15.664,0
2006 gen. feb. mar. apr. mag. giu. lug. ago. set. ott. nov.	335,5 349,0 358,0 362,3 351,7 331,8 339,6 351,1 359,9 375,8 384,8	3.626,9 3.743,8 3.814,9 3.834,6 3.726,8 3.528,7 3.617,3 3.743,9 3.817,6 3.975,8 4.052,8	356,5 375,9 386,5 399,0 392,2 367,8 389,0 399,7 410,4 435,6 451,8	196,1 198,0 203,1 204,8 200,9 193,6 196,6 200,9 208,4 216,9 220,1	276,1 288,5 294,9 299,9 287,9 269,8 277,0 289,3 297,2 306,8 319,2	429,6 424,3 417,4 433,6 415,8 390,7 409,5 418,2 401,9 419,4 438,6	340,6 361,7 372,5 372,9 362,7 338,2 348,2 366,5 379,1 397,5 401,3	361,4 383,9 393,6 404,0 394,5 365,2 369,8 375,9 389,6 405,6 420,2	344,6 351,7 366,3 381,1 358,9 336,0 321,7 324,4 331,3 341,1 343,6	391,3 417,8 430,4 429,3 420,4 404,4 415,7 442,3 456,0 475,6 490,5	414,6 409,1 422,7 415,8 401,0 394,8 393,3 394,9 405,6 431,1 456,8	519,2 513,8 532,9 545,4 542,2 530,2 548,6 525,3 525,4 532,2 517,4	1.277,7 1.277,2 1.293,7 1.301,5 1.289,6 1.253,1 1.261,2 1.287,2 1.317,5 1.363,4 1.389,4	16.103,4 16.187,6 16.325,2 17.233,0 16.430,7 14.990,3 15.133,2 15.786,8 15.930,9 16.515,7 16.103,9

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



Fonte: BCE.

## 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 <sup>1)</sup>	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 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.	102,6	1,6	1,6	1,3	2,1	0,0	0,5	-0,3	0,1	-1,8	0,3
nov. <sup>2)</sup>	.	1,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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 <sup>1)</sup>	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 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
ott.	3,0	2,3	4,2	0,5	0,8	-0,5	2,5	2,2	2,3	-2,7	2,4	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 <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Prezzi internazionali delle materie prime <sup>3)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>4)</sup> (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 <sup>5)</sup>	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	7,3 <sup>6)</sup>	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	18,9	2,6	-	36,4	23,6	52,3
2° trim.	115,7	5,8	3,9	2,7	4,4	1,2	1,7	1,6	1,7	17,3	3,5	6,8 <sup>6)</sup>	30,0	26,2	56,2
3° trim.	116,8	5,4	3,7	3,6	6,4	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	-	-	13,4	26,6	55,7
2006 giu.	116,1	5,8	3,9	3,1	5,3	1,3	1,8	1,6	1,9	15,8	-	-	20,0	22,0	55,4
lug.	116,9	6,0	4,3	3,5	6,2	1,6	1,9	1,8	2,0	14,8	-	-	21,6	26,7	58,8
ago.	117,1	5,7	4,0	3,7	6,5	1,6	2,0	1,8	2,0	12,5	-	-	14,8	26,8	57,8
set.	116,5	4,6	2,8	3,6	6,5	1,7	1,7	1,7	1,7	7,8	-	-	4,0	26,4	50,3
ott.	116,5	4,0	2,5	3,6	6,4	1,8	1,7	1,7	1,7	5,3	-	-	3,9	28,7	47,6
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	4,5	22,9	46,7

**3. Costo orario del lavoro<sup>7)</sup>**

	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 <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
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 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
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	2,0

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 <sup>1)</sup>								
2002	104,7	2,4	1,1	1,0	3,0	1,8	3,1	3,4
2003	106,4	1,7	5,9	0,4	3,1	2,5	1,1	2,3
2004	107,5	1,1	-9,7	-1,1	2,9	-0,2	3,0	2,7
2005	108,5	0,9	6,3	-0,9	3,5	0,2	1,9	1,7
2005 2° trim.	108,4	0,9	7,8	-0,5	4,2	0,4	2,0	1,2
3° trim.	108,2	0,6	5,9	-0,7	2,2	-0,4	1,8	1,5
4° trim.	109,0	0,9	6,6	-1,8	3,0	-0,1	2,1	2,4
2006 1° trim.	109,2	0,8	2,7	-1,8	3,4	-0,1	2,4	2,3
2° trim.	109,2	0,8	0,2	-2,2	2,4	-0,2	1,7	3,1
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	1,0
3° trim.	111,3	1,5	1,8	1,7	2,0	1,3	1,9	1,4
4° trim.	112,2	1,9	1,7	1,6	2,3	1,2	1,7	2,7
2006 1° trim.	112,9	2,0	0,5	2,5	3,3	1,9	1,7	1,9
2° trim.	113,6	2,3	0,1	2,5	3,4	1,9	1,2	3,0
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>								
2002	100,5	0,2	1,1	1,0	0,2	0,6	-0,4	-0,3
2003	100,9	0,3	-3,1	1,7	-0,4	-0,7	1,1	-0,4
2004	101,9	1,0	13,1	3,8	-0,3	1,5	-0,8	-0,4
2005	102,6	0,7	-3,6	2,4	-1,6	1,1	0,2	0,0
2005 2° trim.	102,4	0,5	-4,9	2,0	-1,9	0,8	0,4	-0,3
3° trim.	102,9	0,9	-3,9	2,4	-0,2	1,7	0,1	-0,2
4° trim.	102,9	1,0	-4,6	3,5	-0,6	1,3	-0,4	0,3
2006 1° trim.	103,4	1,2	-2,2	4,4	-0,1	2,0	-0,7	-0,5
2° trim.	104,0	1,6	-0,1	4,8	1,0	2,2	-0,5	-0,1

### 5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>	
			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	2,4	1,2	-1,3	-1,8
2004	109,3	1,9	2,1	2,1	2,3	2,4	1,1	1,5
2005	111,4	1,9	2,2	2,1	2,2	2,1	2,6	3,6
2005 3° trim.	111,6	1,8	2,3	2,1	2,2	1,8	2,4	3,7
4° trim.	112,3	2,0	2,4	2,2	2,7	2,1	2,9	4,1
2006 1° trim.	112,4	1,7	2,6	2,3	1,9	2,5	2,8	5,1
2° trim.	113,0	1,8	2,6	2,2	2,6	2,7	3,0	5,1
3° trim.	113,5	1,8	2,1	1,9	1,8	2,9	2,7	3,5

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 <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2002	7.251,2	7.058,8	4.141,8	1.465,1	1.465,0	-13,0	192,4	2.628,7	2.436,3
2003	7.460,8	7.304,2	4.278,5	1.526,2	1.498,5	0,9	156,6	2.624,4	2.467,8
2004	7.735,9	7.574,3	4.425,8	1.579,6	1.563,2	5,7	161,5	2.822,5	2.660,9
2005	7.994,4	7.876,2	4.578,8	1.636,2	1.639,5	21,6	118,2	3.027,6	2.909,4
2005 3° trim.	2.008,5	1.981,0	1.153,1	410,1	414,3	3,6	27,4	771,0	743,5
4° trim.	2.029,8	2.006,4	1.160,1	417,4	418,6	10,2	23,4	784,4	761,0
2006 1° trim.	2.048,1	2.028,2	1.174,7	419,3	427,2	7,0	19,8	817,1	797,2
2° trim.	2.078,3	2.057,4	1.183,9	425,3	439,6	8,6	20,9	832,0	811,1
3° trim.	2.099,8	2.078,5	1.195,8	426,4	446,6	9,6	21,3	851,0	829,7
<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 destagionalizzati<sup>3)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2005 3° trim.	0,6	0,5	0,7	0,6	1,4	-	-	2,6	2,5
4° trim.	0,4	0,7	0,1	0,4	0,6	-	-	0,7	1,6
2006 1° trim.	0,8	0,4	0,7	0,9	1,0	-	-	3,8	2,8
2° trim.	1,0	1,0	0,3	0,1	2,3	-	-	1,1	1,1
3° trim.	0,5	0,7	0,6	0,8	0,8	-	-	1,7	2,1
<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	2,0	1,8	1,5	1,2	2,3	-	-	6,8	6,7
2005	1,4	1,6	1,3	1,3	2,5	-	-	4,3	5,3
2005 3° trim.	1,6	1,7	1,8	1,4	3,3	-	-	5,5	5,8
4° trim.	1,8	2,0	1,1	1,6	3,3	-	-	4,9	5,6
2006 1° trim.	2,2	2,2	1,8	2,4	4,0	-	-	9,3	9,7
2° trim.	2,8	2,6	1,8	2,0	5,3	-	-	8,5	8,1
3° trim.	2,7	2,8	1,8	2,1	4,7	-	-	7,5	7,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2005 3° trim.	0,6	0,5	0,4	0,1	0,3	-0,3	0,1	-	-
4° trim.	0,4	0,7	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	-	-
2006 1° trim.	0,8	0,4	0,4	0,2	0,2	-0,4	0,4	-	-
2° trim.	1,0	1,0	0,2	0,0	0,5	0,3	0,0	-	-
3° trim.	0,5	0,6	0,4	0,2	0,2	0,0	-0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2002	0,9	0,4	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	2,0	1,8	0,9	0,2	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,4	1,6	0,8	0,3	0,5	0,1	-0,2	-	-
2005 3° trim.	1,6	1,6	1,0	0,3	0,7	-0,4	0,0	-	-
4° trim.	1,8	2,0	0,6	0,3	0,7	0,3	-0,2	-	-
2006 1° trim.	2,2	2,2	1,1	0,5	0,8	-0,2	0,0	-	-
2° trim.	2,8	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
3° trim.	2,7	2,7	1,0	0,4	1,0	0,3	0,0	-	-

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	6.516,8	153,1	1.381,1	373,8	1.388,9	1.747,9	1.472,0	734,4
2003	6.703,3	152,4	1.382,0	390,2	1.423,0	1.825,8	1.529,9	757,5
2004	6.942,3	156,6	1.427,7	413,8	1.473,4	1.894,0	1.576,9	793,5
2005	7.161,0	144,6	1.461,6	434,9	1.519,4	1.971,5	1.629,0	833,4
2005 3° trim.	1.798,0	36,0	366,6	109,8	382,5	495,8	407,3	210,5
4° trim.	1.815,0	36,5	368,6	112,5	382,9	500,4	414,1	214,7
2006 1° trim.	1.830,6	36,1	374,3	114,2	385,6	507,1	413,3	217,4
2° trim.	1.857,1	36,9	377,8	117,4	391,2	513,8	420,0	221,1
3° trim.	1.877,6	37,1	381,7	120,6	395,1	522,6	420,4	222,1
<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 destagionalizzati<sup>1)</sup>)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2005 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	1,0	0,5	0,1	0,2	0,4
2006 1° trim.	0,8	-2,2	1,5	-0,3	0,8	1,2	0,4	0,8
2° trim.	1,1	1,4	1,5	2,4	1,3	1,0	0,3	0,2
3° trim.	0,6	0,2	0,8	0,7	0,7	0,5	0,3	0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2002	0,9	-0,8	-0,3	0,0	1,2	1,5	1,6	0,2
2003	0,7	-5,7	0,2	0,3	0,0	1,7	1,3	1,5
2004	2,1	11,7	2,2	1,3	2,6	1,5	1,5	0,8
2005	1,4	-5,5	1,3	0,8	1,8	2,1	1,0	1,2
2005 3° trim.	1,6	-6,0	1,3	1,6	2,2	2,1	1,2	2,2
4° trim.	1,7	-5,7	2,2	1,8	2,0	2,3	1,2	2,1
2006 1° trim.	2,1	-2,6	3,3	2,2	2,7	2,1	0,9	2,9
2° trim.	2,8	0,3	4,1	3,4	3,4	3,0	1,1	2,9
3° trim.	2,9	0,2	4,2	3,8	3,4	2,8	1,2	1,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2005 3° trim.	0,5	0,0	0,1	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	-
3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1	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	0,5	0,1	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,4	-0,1	0,3	0,0	0,4	0,6	0,2	-
2005 3° trim.	1,6	-0,1	0,3	0,1	0,5	0,6	0,3	-
4° trim.	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,4	0,6	0,3	-
2006 1° trim.	2,1	-0,1	0,7	0,1	0,6	0,6	0,2	-
2° trim.	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,8	0,2	-
3° trim.	2,9	0,0	0,9	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

in perc. del totale <sup>1)</sup>	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni		
	1	2	Totale (indice dest.) 2000 = 100	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici								Beni energetici	11	12
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo			Beni energetici			
								Totale	Durevoli	Non durevoli				
3	4	5	6	7	8	9	10							
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	1,1	103,6	1,2	1,3	1,1	0,8	2,6	0,5	-0,9	0,8	1,3	-0,1		
2005 4° trim.	1,9	104,9	2,1	2,3	2,3	2,4	3,0	1,2	1,9	1,1	2,0	0,8		
2006 1° trim.	3,7	106,0	3,4	3,5	3,4	2,9	5,0	2,1	2,4	2,0	3,7	1,5		
2° trim.	3,0	107,3	4,1	4,2	4,5	5,7	5,3	2,4	3,8	2,2	0,8	3,5		
3° trim.	.	108,2	3,9	4,2	4,1	5,5	5,0	1,7	5,0	1,2	2,2	.		
2006 apr.	0,4	106,0	2,0	1,0	1,0	2,9	2,6	0,4	-0,6	0,5	1,4	1,7		
mag.	4,2	107,9	5,5	6,3	6,6	6,9	8,1	4,2	8,2	3,5	-0,7	5,0		
giu.	4,3	107,9	4,8	5,1	5,9	7,3	5,2	2,7	4,0	2,5	1,7	3,6		
lug.	.	107,4	3,4	3,6	3,7	5,0	3,9	1,5	3,3	1,2	2,2	.		
ago.	.	109,4	6,0	6,4	6,1	8,5	7,3	2,8	10,1	1,9	3,1	.		
set.	.	107,8	2,9	3,0	2,9	3,8	4,5	1,0	3,7	0,5	1,4	.		
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2006 apr.	-1,2	-	-0,4	-0,1	-0,8	0,1	-0,7	-0,4	-0,6	-0,3	-2,4	1,5		
mag.	2,0	-	1,7	2,1	2,4	2,2	2,8	1,7	4,3	1,3	-1,7	2,2		
giu.	0,2	-	0,1	-0,1	0,1	0,3	-0,7	-0,5	-1,4	-0,3	3,2	-0,4		
lug.	.	-	-0,5	-0,6	-0,9	-0,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	0,8	.		
ago.	.	-	1,9	2,3	2,2	3,2	2,1	1,5	4,9	0,9	-1,0	.		
set.	.	-	-1,5	-1,7	-1,7	-2,9	-0,9	-1,2	-4,3	-0,7	-0,5	.		

### 4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

in perc. del totale <sup>1)</sup>	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti					Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	1,3	0,7	1,7	2,3	1,3	936	1,5
2005 4° trim.	117,3	7,4	113,2	4,2	2,3	107,2	1,3	0,6	1,8	2,8	1,7	935	-1,1
2006 1° trim.	117,3	11,9	115,5	9,0	2,2	107,3	0,8	0,3	1,2	1,7	2,2	946	2,0
2° trim.	118,5	7,9	118,2	6,4	3,0	107,9	1,6	0,7	2,4	2,7	3,4	957	2,4
3° trim.	122,8	10,3	119,9	6,5	3,3	108,6	1,8	1,1	2,4	3,2	4,3	936	-1,9
2006 mag.	120,4	14,8	120,1	13,3	3,1	107,8	1,5	-0,1	3,0	4,5	4,7	968	8,9
giu.	117,9	5,6	118,2	6,4	2,8	108,0	1,3	0,8	1,7	1,9	2,4	949	-2,5
lug.	120,3	9,8	118,8	7,2	3,6	108,5	1,9	2,1	1,8	2,0	2,7	918	-4,7
ago.	124,8	14,5	120,9	9,2	3,9	109,2	2,5	0,6	3,9	7,4	5,8	937	-1,2
set.	123,3	7,6	119,9	3,7	2,3	108,2	1,1	0,5	1,7	0,6	4,7	953	0,8
ott.	.	.	.	.	2,5	108,5	1,1	-0,8	2,2	.	.	940	-0,3
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2006 mag.	-	2,7	-	3,1	0,4	-	0,0	-0,5	0,4	1,1	1,2	-	1,3
giu.	-	-2,1	-	-1,6	0,2	-	0,1	0,6	-0,3	-0,7	-0,7	-	-1,9
lug.	-	2,0	-	0,6	0,6	-	0,4	0,7	0,1	0,3	0,3	-	-3,3
ago.	-	3,8	-	1,7	0,7	-	0,7	-0,7	1,7	3,6	2,7	-	2,1
set.	-	-1,3	-	-0,8	-0,9	-	-1,0	-0,2	-1,4	-4,3	-0,8	-	1,8
ott.	-	.	-	.	0,4	-	0,3	0,0	0,4	.	.	-	-1,4

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<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

### 5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>4)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie <sup>3)</sup>				
		Clima di fiducia					Totale <sup>5)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>5)</sup>	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 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.	110,4	5	5	4	14	83,9	-8	-3	-8	11	-9
nov.	110,3	6	6	4	16	-	-7	-3	-7	10	-9

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	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 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	6	4	9	13	14	21	14	23	26
nov.	3	-4	10	3	11	13	12	19	13	19	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 <sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

**1. Occupazione**

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	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 <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		75,6		24,4		48,5		51,5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	11,698	8,2	8,614	6,9	3,084	17,1	5,499	6,8	6,199	10,0
2003	12,482	8,7	9,289	7,4	3,193	17,9	5,958	7,4	6,524	10,4
2004	12,832	8,8	9,623	7,5	3,210	18,2	6,169	7,6	6,664	10,5
2005	12,658	8,6	9,564	7,4	3,094	17,8	6,135	7,5	6,522	10,1
2005 3° trim.	12,435	8,5	9,436	7,3	3,000	17,4	6,060	7,4	6,375	9,9
4° trim.	12,454	8,5	9,425	7,3	3,029	17,6	5,934	7,2	6,519	10,1
2006 1° trim.	12,050	8,2	9,082	7,0	2,969	17,2	5,779	7,0	6,271	9,7
2° trim.	11,589	7,9	8,774	6,7	2,816	16,4	5,607	6,8	5,982	9,2
3° trim.	11,492	7,8	8,648	6,6	2,844	16,6	5,477	6,6	6,016	9,2
2006 mag.	11,575	7,8	8,770	6,7	2,805	16,3	5,609	6,8	5,966	9,2
giu.	11,528	7,8	8,732	6,7	2,796	16,3	5,562	6,7	5,966	9,2
lug.	11,489	7,8	8,668	6,6	2,821	16,4	5,511	6,7	5,978	9,2
ago.	11,521	7,8	8,666	6,6	2,855	16,6	5,496	6,6	6,025	9,3
set.	11,467	7,8	8,611	6,6	2,856	16,6	5,423	6,6	6,044	9,3
ott.	11,406	7,7	8,565	6,6	2,841	16,6	5,361	6,5	6,045	9,3

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 <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

#### 1. Area dell'euro: entrate

	Entrate correnti														Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
	Totale	Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali			Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale				
		Famiglie	Imprese	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
1997	47,0	46,5	11,9	8,7	2,9	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	9,1	2,8	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	9,3	2,9	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	9,4	3,0	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	9,2	2,8	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	9,1	2,5	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	8,9	2,4	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3			
2004	44,8	44,3	11,4	8,6	2,5	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,0			
2005	45,2	44,7	11,7	8,7	2,7	13,7	0,3	15,5	8,2	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2			

#### 2. Area dell'euro: spese

	Spese correnti														Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>
	Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE							
												1	2	3	4	5	6	
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	48,3	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	47,6	43,7	10,4	5,1	3,0	25,3	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,6				

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>4)</sup>						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)		
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	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3

#### 4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+)<sup>5)</sup>

	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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>			Altri creditori <sup>3)</sup>	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
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	68,2	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	32,6
2005	70,8	2,4	11,8	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 <sup>4)</sup>				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 <sup>5)</sup>	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	66,7	1,7
2002	68,2	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	70,8	58,1	6,8	5,4	0,5	8,7	62,1	4,7	14,7	26,1	30,0	69,6	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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	2,6	-0,8	-0,5	0,6	3,9

### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>9)</sup>												
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche								Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro <sup>10)</sup>
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>11)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	-2,5	0,6	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 <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: entrate trimestrali**

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	44,1
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.	45,7	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.	49,2	48,6	13,4	14,2	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	44,3	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	48,4	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	44,5
2006 1° trim.	42,9	42,3	10,4	13,3	15,3	1,6	0,8	0,6	0,3	39,3
2° trim.	46,0	45,4	12,7	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	2,4	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	21,2	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.	46,7	43,3	10,4	4,9	3,1	24,9	21,6	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,5
3° trim.	46,2	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	21,5	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.	50,8	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	42,8	10,1	4,8	3,0	24,9	21,3	1,1	3,2	1,9	1,3	-3,1	-0,1
2° trim.	46,2	42,8	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 <sup>1)</sup>

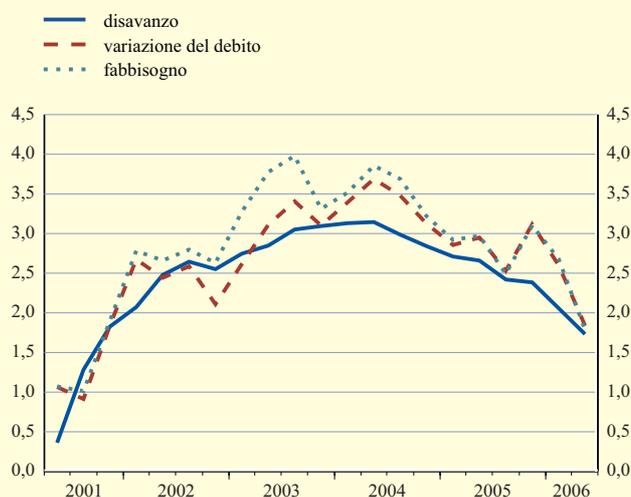
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2003 3° trim.	70,4	2,7	11,7	5,5	50,5
4° trim.	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9
2004 1° trim.	70,8	2,1	12,3	5,5	50,8
2° trim.	71,4	2,2	12,1	5,5	51,5
3° trim.	71,3	2,3	12,1	5,6	51,4
4° trim.	69,8	2,2	11,9	5,1	50,7
2005 1° trim.	71,2	2,2	11,9	5,3	51,8
2° trim.	72,1	2,4	11,7	5,3	52,7
3° trim.	71,6	2,4	11,8	5,3	52,1
4° trim.	70,8	2,4	11,8	4,9	51,6
2006 1° trim.	71,2	2,5	11,8	5,1	51,8
2° trim.	71,2	2,5	11,6	5,1	52,0

### 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	0,3	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.	7,3	-4,6	2,7	2,4	1,4	0,2	0,4	0,4	0,0	0,3	7,2
2° trim.	5,8	-1,4	4,4	3,6	2,7	0,2	0,3	0,4	0,2	0,6	5,7
3° trim.	0,4	-2,5	-2,1	-2,6	-2,5	-0,1	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,4
4° trim.	-0,7	-1,2	-1,9	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-0,1	-1,2	-0,6
2006 1° trim.	5,0	-3,1	1,9	1,6	1,1	0,1	0,7	-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)



### F29 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) 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	105,0	22,0	-38,1	-56,4	12,3	44,8	-0,5	-11,4	73,6	-14,4	-76,1	27,8	-44,3
2004	55,6	103,5	30,8	-19,8	-58,8	16,6	72,2	-21,1	-64,2	68,2	-6,6	-30,9	12,4	-51,1
2005	-8,2	48,2	36,0	-22,2	-70,2	11,9	3,7	37,4	-202,3	156,9	-10,7	75,5	18,0	-41,1
2005 3° trim.	-1,0	13,5	9,8	-4,1	-20,2	2,7	1,7	23,5	-107,3	78,1	-0,4	50,7	2,4	-25,2
4° trim.	-8,1	3,9	11,0	-6,4	-16,6	4,6	-3,6	-42,4	-36,5	-49,5	-6,2	41,5	8,3	46,0
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
3° trim.	-0,5	6,2	8,8	6,1	-21,6	2,0	1,5	49,1	-36,8	26,6	4,7	57,3	-2,7	-50,6
2005 set.	-5,7	4,8	3,7	-6,0	-8,2	1,2	-4,5	33,1	1,4	22,4	-1,3	11,0	-0,3	-28,6
ott.	-6,2	1,3	4,4	-6,2	-5,7	0,5	-5,7	-13,6	-12,9	-2,7	-4,2	6,1	0,1	19,3
nov.	-1,1	0,8	3,2	0,2	-5,2	0,9	-0,2	2,3	-6,4	-45,8	1,9	51,6	1,0	-2,2
dic.	-0,8	1,8	3,5	-0,4	-5,8	3,1	2,3	-31,1	-17,2	-1,0	-4,0	-16,1	7,2	28,8
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.	-2,1	-2,8	0,2	7,2	-6,7	1,1	-1,0	-8,3	-7,6	-15,0	-3,8	18,8	-0,8	9,3
set.	-0,8	3,4	3,0	0,6	-7,9	0,2	-0,7	45,2	-19,9	40,5	6,7	18,9	-1,0	-44,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2006 set.	-29,1	13,6	36,7	-9,2	-70,2	9,5	-19,6	123,6	-117,1	98,8	-11,8	143,2	10,4	-104,0

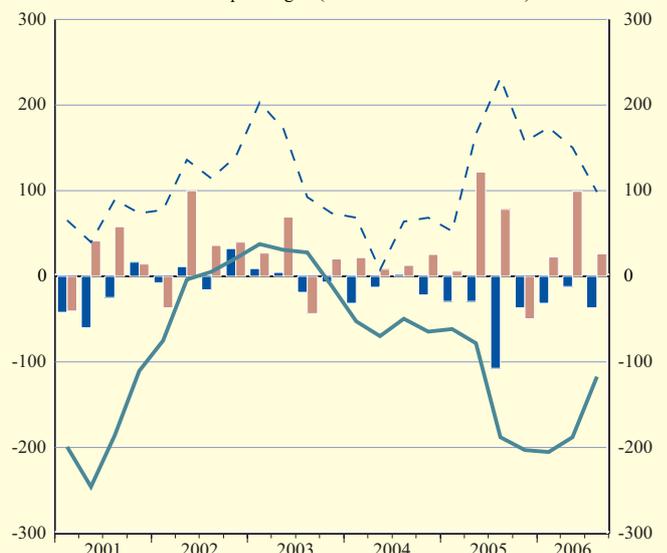
### F30 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)

■ flussi trimestrali  
— flussi cumulati sui 12 mesi



### F31 Investimenti diretti e di portafoglio (miliardi di euro)

■ investimenti diretti (flussi trimestrali)  
■ investimenti di portafoglio (flussi trimestrali)  
— investimenti diretti (flussi cumulati sui 12 mesi)  
- - investimenti di portafoglio (flussi cumulati sui 12 mesi)



Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

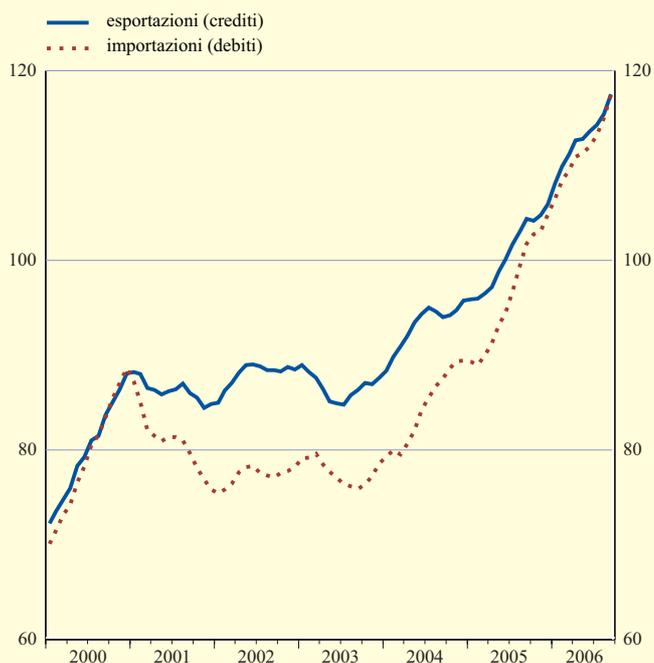
(miliardi di euro; transazioni)

### 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	1.696,5	1.664,1	32,4	1.036,8	931,9	334,2	312,2	242,7	280,9	82,8	139,2	23,9	11,5
2004	1.859,5	1.803,9	55,6	1.132,4	1.028,9	364,8	334,1	280,7	300,5	81,6	140,5	24,6	8,0
2005	2.048,4	2.056,7	-8,2	1.224,3	1.176,1	400,3	364,3	338,9	361,1	85,1	155,2	23,8	11,9
2005 3° trim.	520,0	520,9	-1,0	309,8	296,2	110,1	100,2	84,3	88,4	15,9	36,1	4,7	2,0
4° trim.	555,1	563,2	-8,1	327,8	323,9	106,0	95,0	98,7	105,1	22,5	39,2	8,3	3,8
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
3° trim.	576,7	577,2	-0,5	345,1	338,9	113,0	104,2	103,9	97,8	14,7	36,3	4,3	2,3
2006 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.	188,1	190,2	-2,1	106,8	109,6	37,3	37,1	38,1	30,8	5,9	12,7	1,6	0,5
set.	197,9	198,8	-0,8	122,3	118,9	36,6	33,6	34,8	34,2	4,2	12,1	0,8	0,6
	Dati destagionalizzati												
2005 3° trim.	524,4	531,7	-7,3	313,1	305,1	102,2	93,7	88,0	94,4	21,1	38,4	.	.
4° trim.	535,7	549,6	-14,0	317,8	314,6	104,7	93,4	92,5	101,6	20,8	40,0	.	.
2006 1° trim.	559,4	565,9	-6,5	333,4	328,4	105,6	96,0	92,7	98,2	27,7	43,3	.	.
2° trim.	574,5	576,5	-2,0	340,7	335,8	106,6	97,8	106,0	106,8	21,3	36,1	.	.
3° trim.	587,1	593,3	-6,3	352,5	352,2	105,5	98,1	109,6	104,3	19,5	38,7	.	.
2006 gen.	177,5	176,6	0,9	108,9	107,8	34,7	31,8	30,6	29,3	3,4	7,7	.	.
feb.	195,8	197,9	-2,1	112,2	110,6	36,3	32,4	29,3	32,3	18,0	22,6	.	.
mar.	186,1	191,4	-5,3	112,3	110,1	34,6	31,8	32,8	36,5	6,4	13,0	.	.
apr.	185,6	185,8	-0,2	113,4	111,9	35,1	32,0	30,5	29,0	6,6	12,9	.	.
mag.	194,2	200,9	-6,7	112,5	111,8	35,6	33,0	38,7	43,9	7,3	12,2	.	.
giu.	194,7	189,8	4,9	114,8	112,1	35,9	32,8	36,8	33,9	7,3	11,0	.	.
lug.	190,4	192,5	-2,1	115,5	115,6	35,1	31,5	33,6	32,8	6,2	12,6	.	.
ago.	197,1	201,0	-3,9	115,9	117,2	35,2	33,6	38,4	36,6	7,5	13,5	.	.
set.	199,6	199,9	-0,3	121,1	119,4	35,2	33,0	37,5	34,9	5,8	12,6	.	.

### 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 3	Debiti 4	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti 13	Debiti 14
	Crediti 1	Debiti 2			Crediti 5	Debiti 6	Crediti 7	Debiti 8	Crediti 9	Debiti 10	Crediti 11	Debiti 12		
2003	15,1	7,5	227,7	273,4	64,7	57,8	10,3	10,8	18,7	52,9	65,6	79,4	68,4	72,6
2004	15,4	7,9	265,3	292,6	94,7	74,3	13,4	12,9	24,5	56,0	67,5	77,5	65,2	71,9
2005	15,7	9,4	323,2	351,6	112,7	89,4	13,8	13,8	31,2	71,4	78,9	80,0	86,6	97,1
2005 2° trim.	3,9	2,4	80,3	100,5	26,8	20,0	3,5	3,7	10,3	30,0	19,4	23,2	20,3	23,6
3° trim.	3,9	2,9	80,4	85,5	27,8	26,1	3,1	3,0	7,5	15,8	20,6	17,0	21,3	23,6
4° trim.	4,0	2,5	94,7	102,6	36,4	33,4	4,1	4,2	7,3	14,0	21,3	22,5	25,5	28,5
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 1	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale 8	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale 2	IFM escluso l'euro-sistema 3	Non IFM 4	Totale 5	IFM escluso l'euro-sistema 6	Non IFM 7		Totale 9	IFM escluso l'euro-sistema 10	Non IFM 11	Totale 12	IFM escluso l'euro-sistema 13	Non IFM 14
	2003	-146,4	-130,3	-1,7	-128,6	-16,1	0,0	-16,1	135,0	125,1	3,1	122,0	10,0	0,1
2004	-154,8	-164,9	-21,4	-143,5	10,1	0,1	10,0	90,6	94,1	1,5	92,6	-3,5	0,5	-4,0
2005	-294,0	-234,5	-12,0	-222,5	-59,5	-0,2	-59,3	91,7	59,8	0,6	59,2	31,9	-0,3	32,2
2005 3° trim.	-133,6	-108,9	-5,3	-103,6	-24,6	0,0	-24,7	26,2	12,6	1,0	11,6	13,6	0,2	13,4
4° trim.	-72,7	-58,4	-0,4	-58,0	-14,4	0,1	-14,4	36,2	26,8	-1,5	28,3	9,4	-0,4	9,8
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
3° trim.	-54,9	-51,2	-8,4	-42,9	-3,6	-0,1	-3,5	18,0	14,3	0,7	13,6	3,7	-0,4	4,1
2005 set.	-17,2	-6,6	-1,1	-5,5	-10,6	0,0	-10,6	18,6	3,3	0,4	2,9	15,3	0,2	15,0
ott.	-22,4	-10,6	0,3	-10,8	-11,8	0,0	-11,7	9,4	11,5	0,3	11,3	-2,1	0,4	-2,5
nov.	-10,4	-7,2	0,1	-7,3	-3,2	-0,3	-2,9	4,0	2,5	-1,6	4,1	1,5	0,1	1,5
dic.	-39,9	-40,5	-0,8	-39,8	0,6	0,4	0,2	22,7	12,8	-0,2	12,9	10,0	-0,9	10,8
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.	-8,2	-13,3	-3,1	-10,2	5,0	-0,1	5,1	0,6	5,0	0,3	4,7	-4,3	-0,1	-4,2
set.	-33,6	-26,3	-4,1	-22,3	-7,3	0,0	-7,2	13,7	5,9	0,2	5,7	7,8	-0,2	7,9

Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

### 5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni				Passività	Titoli di debito									
	Attività			Passività		Obbligazioni e notes				Passività	Strumenti di mercato monetario				Passività
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema		IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche		
														Amministrazioni pubbliche	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2003	-0,3	-13,9	-65,8	-2,6	110,4	-2,4	-45,0	-129,5	-0,2	200,0	0,2	-45,9	23,7	0,6	42,2
2004	0,0	-22,4	-84,2	-3,7	123,9	1,2	-81,9	-96,6	-2,1	272,1	0,0	-43,2	-15,2	0,1	14,5
2005	-0,1	-14,1	-120,4	-3,4	282,8	-0,7	-118,6	-137,9	-0,8	242,5	0,1	-14,3	0,0	0,1	37,7
2005 3° trim.	-0,1	-4,9	-27,6	-0,9	148,5	-0,4	-20,0	-44,9	0,1	16,3	0,1	-6,8	7,3	0,2	10,5
4° trim.	0,0	-4,8	-53,8	-0,8	63,0	0,6	-24,6	-26,9	-0,2	18,5	0,1	-4,7	5,9	5,9	-22,6
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
3° trim.	0,0	-5,7	-20,1	.	73,7	-0,4	-45,4	-19,6	.	56,8	1,9	-15,7	-1,1	.	2,3
2005 set.	0,0	-3,4	-3,4	-	15,8	-0,2	-11,5	-18,9	-	31,6	0,4	4,4	9,8	-	-2,4
ott.	0,0	4,6	-11,0	-	-3,8	0,6	-17,3	-9,6	-	19,6	0,0	6,4	3,2	-	4,7
nov.	0,0	-6,7	-20,7	-	11,3	0,1	-3,5	-13,7	-	2,5	0,1	-5,1	-1,7	-	-8,5
dic.	0,0	-2,7	-22,1	-	55,5	-0,2	-3,7	-3,7	-	-3,6	0,0	-6,0	4,3	-	-18,7
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	-	-2,5	0,0	-8,9	-8,1	-	8,4	1,0	0,0	1,9	-	2,9
set.	0,0	-3,2	-6,9	-	30,6	-0,7	-26,1	-7,5	-	47,8	0,5	2,6	-1,1	-	4,6

### 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				
															Attività	Passività
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2003	-252,2	176,0	-0,8	10,6	-0,2	-	-3,4	-152,6	134,8	-50,7	52,3	-101,9	82,5	-98,5	-	34,0
2004	-314,4	283,5	-0,2	7,7	-1,5	-2,0	-3,6	-261,7	244,9	4,4	-17,4	-266,2	262,3	-50,9	-10,4	34,4
2005	-569,6	645,1	-0,6	6,7	5,2	-2,4	-2,4	-397,7	479,4	-98,6	51,7	-299,1	427,7	-176,5	-6,6	161,5
2005 3° trim.	-106,2	156,9	0,9	5,0	7,7	4,7	1,2	-86,7	123,1	-20,9	14,7	-65,8	108,4	-28,0	-16,0	27,6
4° trim.	-129,0	170,5	-0,8	-0,9	-2,0	-1,1	-2,0	-88,4	120,0	-38,0	5,3	-50,4	114,8	-37,8	13,5	53,5
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
3° trim.	-158,3	215,6	-1,3	3,8	12,0	8,1	6,0	-120,2	165,0	-37,3	19,1	-82,9	145,9	-48,8	-7,2	40,8
2005 set.	-84,1	95,1	0,1	4,0	2,1	0,8	-0,2	-69,1	76,7	-14,2	6,0	-54,9	70,7	-17,2	-6,8	14,5
ott.	-53,1	59,2	0,1	-1,1	0,7	-0,3	1,8	-46,4	52,7	-3,8	3,3	-42,6	49,3	-7,4	3,3	5,8
nov.	-147,4	198,9	-0,9	2,2	-1,2	1,3	0,2	-113,0	174,5	-1,0	0,4	-112,0	174,0	-32,2	-3,8	22,0
dic.	71,4	-87,6	0,1	-2,0	-1,5	-2,1	-4,1	71,0	-107,1	-33,2	1,5	104,2	-108,6	1,8	13,9	25,6
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.	-2,3	21,2	-2,5	1,3	0,5	-0,1	-0,5	7,9	18,4	-7,7	5,8	15,7	12,6	-8,2	-5,7	1,9
set.	-102,3	121,1	0,5	2,5	4,5	1,4	4,7	-85,3	82,1	-16,5	5,7	-68,8	76,4	-22,0	1,3	31,8

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	10,7	0,0	-0,1	0,8	-0,2	0,9	-1,0	0,0	-3,7	0,3
2004	0,1	-0,3	7,7	0,1	0,0	-0,3	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,4	-0,2
2005	-0,5	-0,1	6,7	0,0	0,0	6,4	8,9	-2,4	-1,2	0,0	-2,2	-0,3
2005 2° trim.	-1,2	-0,1	0,4	0,0	0,0	-7,1	1,5	-8,6	-0,5	0,0	-2,0	0,0
3° trim.	0,9	0,0	4,9	0,0	0,0	8,0	3,3	4,7	-0,3	0,0	1,3	-0,1
4° trim.	-0,8	0,0	-0,9	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	0,1	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	-0,9	-95,3	-9,1	-86,3	-2,3	4,3	29,4	0,3
2004	-257,8	-3,9	242,0	2,9	-6,1	-40,6	-30,2	-10,4	-4,3	9,3	23,5	1,6
2005	-394,6	-3,1	477,8	1,6	-8,7	-151,4	-144,8	-6,6	-16,5	11,5	143,8	6,2
2005 2° trim.	-97,2	1,7	43,7	0,8	-5,9	-40,9	-62,0	21,1	-4,6	2,1	53,5	1,3
3° trim.	-81,5	-5,2	120,4	2,7	1,4	-22,9	-6,9	-16,0	-6,6	1,9	27,3	-1,7
4° trim.	-91,9	3,5	124,8	-4,8	-1,9	-36,9	-50,3	13,5	0,9	4,9	47,7	0,9
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	27,8	1,7	0,0	-1,6	27,7	-2,5	1,9	-0,1	22,2	6,3	0,1	0,0
2004	12,4	1,2	0,5	4,0	6,7	-3,0	3,3	0,5	18,3	-12,2	-0,1	0,0
2005	18,0	3,9	-0,2	8,6	5,8	0,2	7,2	0,0	-4,9	3,3	0,0	0,0
2005 2° trim.	3,1	1,3	0,0	1,3	0,5	-4,1	0,6	0,0	0,9	3,0	0,0	0,0
3° trim.	2,4	0,5	0,0	2,6	-0,7	1,4	1,4	0,0	-4,9	1,4	-0,1	0,0
4° trim.	8,3	1,2	-0,1	3,0	4,2	-2,1	6,1	0,0	-1,9	2,0	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.

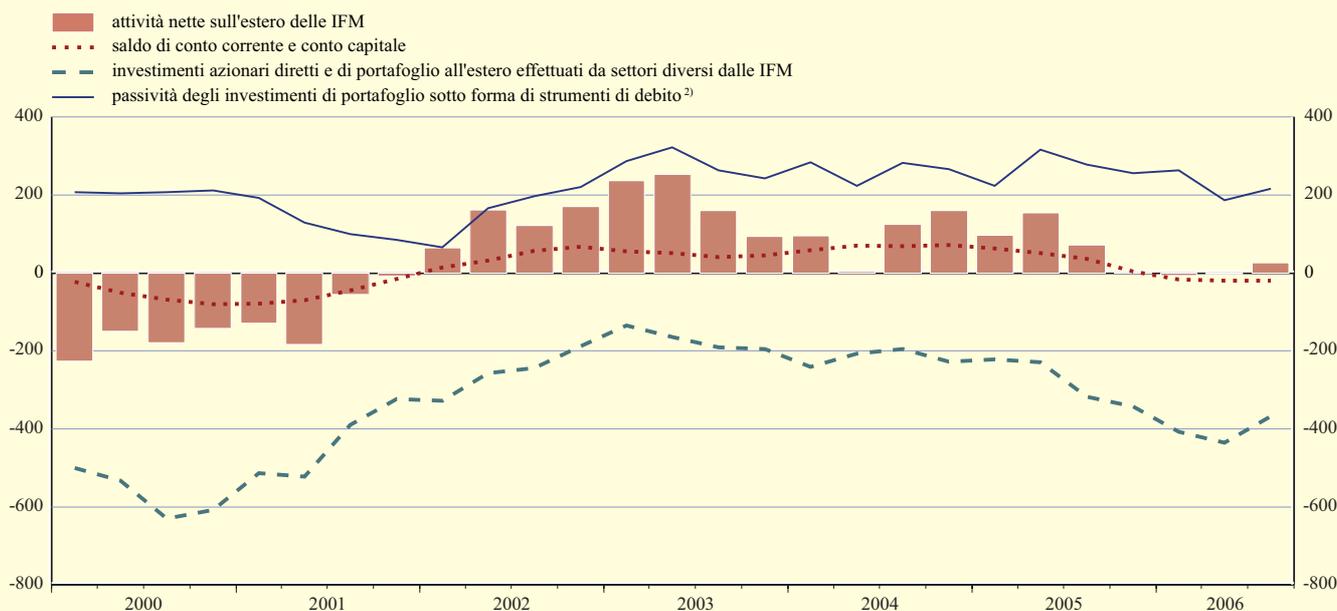
## 7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(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 <sup>1)</sup>	Strumenti di debito <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	44,8	-144,7	135,0	-171,6	114,7	242,4	-98,8	30,6	-14,4	-44,3	93,8	93,7
2004	72,2	-133,6	90,1	-196,0	113,9	266,7	-52,5	30,8	-6,6	-51,1	134,0	160,8
2005	3,7	-281,8	92,0	-258,2	239,6	256,1	-171,3	159,1	-10,7	-41,1	-12,7	0,1
2005 3° trim.	1,7	-128,3	26,1	-65,1	153,0	20,1	-20,4	28,8	-0,4	-25,2	-9,7	-19,2
4° trim.	-3,6	-72,4	36,6	-74,9	48,2	-7,8	-39,8	51,4	-6,2	46,0	-22,5	-15,0
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	100,1	-47,1	58,9	-1,7	-44,5	63,0	66,7
3° trim.	1,5	-46,4	18,4	-40,8	40,3	50,0	-36,8	46,8	4,7	-50,6	-12,8	7,9
2005 set.	-4,5	-16,1	18,4	-12,4	11,8	25,3	-15,2	14,3	-1,3	-28,6	-8,2	-21,1
ott.	-5,7	-22,6	9,0	-17,3	-4,6	18,4	-6,7	7,7	-4,2	19,3	-6,7	-5,2
nov.	-0,2	-10,3	4,0	-36,1	11,3	-5,5	-33,5	22,2	1,9	-2,2	-48,2	-44,9
dic.	2,3	-39,5	23,6	-21,5	41,6	-20,6	0,4	21,5	-4,0	28,8	32,5	35,1
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	16,4	-2,0	9,8	1,9	-5,5	69,5	62,8
lug.	3,2	-11,8	3,8	-14,1	27,3	-1,0	-11,6	8,8	1,8	-15,4	-9,0	4,5
ago.	-1,0	-5,1	0,7	-11,1	2,6	3,8	-7,7	1,5	-3,8	9,3	-10,6	-12,1
set.	-0,7	-29,5	13,9	-15,6	10,4	47,1	-17,5	36,6	6,7	-44,5	6,9	15,5
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2006 set.	-19,6	-271,5	172,3	-259,4	233,6	216,2	-202,1	223,4	-11,8	-104,0	-23,1	25,6

## 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)

dal 3° trim. 2005 al 2° trim. 2006	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					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Crediti</b>												
<b>Conto corrente</b>	2.196,2	797,3	44,9	70,1	421,7	201,7	58,9	29,6	54,8	144,0	376,0	794,5
Beni	1.309,1	453,8	30,6	46,5	216,2	160,4	0,1	17,1	34,0	72,6	195,3	536,3
Servizi	419,3	147,4	8,3	11,3	101,5	21,1	5,2	6,1	12,1	40,6	78,2	135,0
Redditi	382,5	135,1	5,6	11,6	94,1	18,0	5,8	5,9	8,0	24,6	95,6	113,3
<i>di cui</i> : redditi da capitale	366,4	129,8	5,5	11,4	92,4	17,9	2,6	5,9	7,9	18,5	94,2	110,2
Trasferimenti correnti	85,3	61,0	0,5	0,7	9,8	2,2	47,8	0,4	0,8	6,2	6,9	10,0
<b>Conto capitale</b>	23,5	19,9	0,0	0,1	0,8	0,3	18,7	0,0	0,0	0,4	0,5	2,6
<b>Debiti</b>												
<b>Conto corrente</b>	2.225,8	708,4	37,9	66,4	351,6	161,4	91,1	20,7	83,2	139,2	333,5	940,8
Beni	1.288,2	365,2	26,2	43,1	167,2	128,7	0,0	10,0	52,4	65,6	124,7	670,2
Servizi	381,6	120,3	7,0	9,2	79,4	24,6	0,2	5,5	7,6	31,0	86,2	131,0
Redditi	401,9	126,9	4,2	13,4	96,8	6,7	5,8	4,0	22,8	37,3	114,7	96,1
<i>di cui</i> : redditi da capitale	391,6	121,9	4,2	13,3	95,8	2,8	5,8	3,9	22,7	36,7	113,8	92,5
Trasferimenti correnti	154,1	96,0	0,5	0,8	8,2	1,4	85,1	1,2	0,3	5,3	7,8	43,5
<b>Conto capitale</b>	13,2	1,4	0,0	0,2	0,8	0,2	0,2	0,1	0,0	0,3	1,1	10,2
<b>Saldo</b>												
<b>Conto corrente</b>	-29,6	88,8	7,1	3,7	70,0	40,3	-32,2	8,9	-28,4	4,8	42,5	-146,3
Beni	20,9	88,6	4,4	3,4	49,0	31,7	0,1	7,1	-18,4	7,0	70,6	-133,9
Servizi	37,7	27,1	1,2	2,2	22,1	-3,5	5,0	0,6	4,5	9,6	-8,0	4,0
Redditi	-19,4	8,2	1,4	-1,8	-2,7	11,3	0,0	1,9	-14,8	-12,7	-19,1	17,1
<i>di cui</i> : redditi da capitale	-25,2	7,9	1,4	-1,8	-3,4	15,0	-3,2	1,9	-14,8	-18,3	-19,7	17,7
Trasferimenti correnti	-68,8	-35,0	0,0	-0,1	1,6	0,8	-37,3	-0,8	0,4	0,9	-1,0	-33,4
<b>Conto capitale</b>	10,3	18,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	18,5	-0,1	0,0	0,1	-0,6	-7,6

**2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti**

(transazioni cumulate)

dal 3° trim. 2005 al 2° trim. 2006	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						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti diretti</b>	-187,5	-128,6	2,7	13,6	-121,4	-23,5	0,0	-1,7	1,2	2,2	-20,2	9,2	-49,5
All'estero	-367,9	-243,6	1,6	3,7	-224,9	-23,9	0,0	-6,8	-2,6	-7,6	-31,3	-19,8	-56,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-297,6	-221,3	0,3	-0,1	-199,2	-22,2	0,0	-2,3	-2,0	-7,3	-4,9	-10,4	-49,4
Debito	-70,2	-22,3	1,3	3,7	-25,6	-1,7	0,0	-4,6	-0,6	-0,2	-26,4	-9,4	-6,8
Nell'area dell'euro	180,3	115,0	1,1	10,0	103,5	0,4	0,0	5,1	3,9	9,7	11,0	29,0	6,7
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	140,8	89,4	0,3	9,4	78,3	1,3	0,0	4,3	3,6	9,1	-9,6	38,5	5,6
Debito	39,5	25,6	0,8	0,5	25,2	-1,0	0,0	0,8	0,2	0,6	20,6	-9,5	1,1

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
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-440,9	-125,9	0,4	-12,3	-100,1	-11,4	-2,5	-9,6	-32,9	1,9	-99,8	-77,2	-97,3
Azioni e altre partecipazioni	-169,1	-14,3	0,7	-5,5	-9,1	-0,4	0,0	-4,4	-23,2	4,7	-51,3	-24,6	-55,9
Strumenti di debito	-271,7	-111,5	-0,4	-6,7	-90,9	-11,0	-2,5	-5,2	-9,7	-2,8	-48,5	-52,6	-41,3
Obbligazioni e notes	-255,3	-101,1	-0,5	-3,6	-80,9	-13,1	-3,1	-4,2	-6,1	-1,2	-51,7	-49,5	-41,5
Strumenti di mercato monetario	-16,4	-10,4	0,1	-3,1	-10,0	2,1	0,5	-1,1	-3,6	-1,6	3,2	-3,1	0,2

### 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
<b>Altri investimenti</b>	136,5	5,2	-8,8	13,5	0,8	-12,0	11,8	-2,6	35,1	-19,2	45,1	56,6	9,3	6,9
Attività	-557,4	-383,8	-25,4	4,7	-336,3	-26,5	-0,3	-3,9	18,4	-41,7	7,3	-59,3	-2,4	-91,9
Amministrazioni pubbliche	2,1	-5,4	1,4	-0,8	-5,5	0,2	-0,7	0,1	0,0	0,0	0,6	0,0	-1,3	8,2
IFM	-371,7	-217,1	-26,0	5,2	-173,0	-23,5	0,3	-3,3	16,9	-36,9	-7,3	-46,1	-0,7	-77,1
Altri settori	-187,8	-161,3	-0,8	0,3	-157,8	-3,2	0,2	-0,8	1,5	-4,8	14,1	-13,2	-0,4	-23,0
Passività	693,9	389,0	16,6	8,8	337,1	14,5	12,1	1,3	16,7	22,4	37,8	116,0	11,7	98,8
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	-0,2	0,1
IFM	488,5	225,8	16,0	7,6	188,6	12,2	1,3	1,7	14,0	17,7	17,3	111,6	11,7	88,7
Altri settori	209,5	166,1	0,6	1,2	151,0	2,3	11,1	-0,3	2,7	5,0	21,3	4,4	0,2	10,0

### 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							
2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Investimenti diretti</b>	327,8	-157,7	0,8	-17,3	-292,9	151,7	-0,2	25,2	4,7	36,2	-1,5	-13,9	-0,3	435,2
All'estero	2.712,4	941,2	33,8	81,0	651,8	174,7	0,0	76,1	68,8	241,8	558,0	316,0	0,0	510,4
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	2.186,8	738,9	29,7	56,8	502,1	150,3	0,0	64,9	63,6	193,7	419,2	297,0	0,0	409,5
Debito	525,6	202,3	4,1	24,2	149,6	24,5	0,0	11,2	5,2	48,1	138,9	19,0	0,0	100,9
Nell'area dell'euro	2.384,6	1.099,0	32,9	98,3	944,6	23,0	0,2	50,9	64,1	205,6	559,5	329,9	0,3	75,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.776,3	873,3	26,8	81,9	757,0	7,5	0,1	45,9	53,5	141,2	396,0	199,7	0,0	66,8
Debito	608,3	225,7	6,1	16,4	187,6	15,5	0,1	5,1	10,7	64,4	163,5	130,2	0,3	8,4
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	3.873,8	1.199,6	61,2	119,3	860,7	88,5	69,9	83,3	270,3	122,3	1.305,1	411,4	30,8	451,0
Azioni e altre partecipazioni	1.733,0	421,9	10,9	46,5	342,2	22,2	0,0	21,6	182,3	112,1	616,5	155,6	1,4	221,6
Strumenti di debito	2.140,8	777,8	50,3	72,8	518,6	66,3	69,9	61,7	87,9	10,2	688,6	255,7	29,4	229,4
Obbligazioni e notes	1.826,1	649,4	45,9	61,6	407,8	64,3	69,8	60,2	62,3	7,8	589,4	228,5	28,7	199,7
Strumenti di mercato monetario	314,7	128,4	4,3	11,2	110,8	2,0	0,1	1,5	25,6	2,4	99,2	27,2	0,7	29,7
<b>Altri investimenti</b>	-296,0	-49,5	51,8	15,4	17,8	9,1	-143,7	4,5	9,4	-81,7	-13,9	-216,5	-22,7	74,5
Attività	3.671,4	1.866,6	77,0	61,9	1.618,0	100,0	9,7	21,7	92,5	208,8	509,6	354,1	41,8	576,2
Amministrazioni pubbliche	101,8	17,8	0,2	0,3	8,9	1,0	7,4	0,1	0,1	0,1	3,3	1,2	35,8	43,4
IFM	2.523,5	1.432,2	65,7	44,5	1.242,9	78,2	0,9	11,6	67,1	121,8	315,5	245,0	5,3	325,0
Altri settori	1.046,0	416,6	11,0	17,1	366,3	20,8	1,4	10,0	25,4	87,0	190,7	107,9	0,6	207,8
Passività	3.967,3	1.916,1	25,1	46,5	1.600,1	90,9	153,5	17,2	83,1	290,5	523,5	570,7	64,5	501,8
Amministrazioni pubbliche	46,2	23,5	0,0	0,3	3,3	0,0	20,0	0,0	0,8	0,1	7,4	0,2	3,2	11,1
IFM	3.180,7	1.488,7	20,0	26,3	1.270,5	71,4	100,5	12,2	55,5	243,9	400,6	518,2	59,9	401,8
Altri settori	740,4	403,9	5,2	20,0	326,3	19,5	33,0	5,0	26,8	46,6	115,5	52,3	1,4	88,9

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	-709,9	-9,8	181,4	-943,1	-12,6	-301,7	366,1
2003	-781,2	-10,5	90,7	-919,3	-7,5	-251,8	306,7
2004	-824,8	-10,6	109,7	-1.001,2	-14,9	-199,5	281,0
2005	-811,1	-10,1	327,8	-1.148,7	-14,4	-296,0	320,1
2006 1° trim.	-960,3	-11,5	327,7	-1.217,9	-6,7	-390,6	327,2
2° trim.	-955,0	-11,4	340,7	-1.280,3	-2,0	-337,2	323,8
Attività							
2002	7.427,6	102,5	2.007,3	2.292,6	133,1	2.628,5	366,1
2003	7.970,9	106,9	2.171,1	2.659,0	160,8	2.673,4	306,7
2004	8.775,6	113,3	2.338,5	3.035,8	174,1	2.946,2	281,0
2005	10.813,8	135,2	2.712,4	3.873,8	236,1	3.671,4	320,1
2006 1° trim.	11.277,9	134,9	2.747,5	4.082,3	269,7	3.851,3	327,2
2° trim.	11.297,5	135,2	2.837,0	3.963,5	268,3	3.904,9	323,8
Passività							
2002	8.137,6	112,3	1.826,0	3.235,8	145,7	2.930,2	-
2003	8.752,1	117,4	2.080,3	3.578,3	168,3	2.925,2	-
2004	9.600,5	123,9	2.228,8	4.037,0	189,0	3.145,7	-
2005	11.624,9	145,3	2.384,6	5.022,5	250,5	3.967,3	-
2006 1° trim.	12.238,3	146,4	2.419,8	5.300,2	276,4	4.241,9	-
2° trim.	12.252,5	146,6	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	1.546,4	132,7	1.413,7	460,9	1,6	459,3	1.294,8	42,1	1.252,7	531,1	2,9	528,3
2003	1.728,7	124,8	1.603,8	442,4	2,1	440,3	1.508,6	46,3	1.462,3	571,8	3,2	568,6
2004	1.899,2	145,0	1.754,2	439,3	3,1	436,2	1.659,7	44,0	1.615,8	569,1	8,2	560,9
2005	2.186,8	167,1	2.019,7	525,6	6,9	518,8	1.776,3	46,0	1.730,3	608,3	10,1	598,2
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	Ammini- strazioni pubbliche			Altri settori	Eurosistema		IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			
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	1.662,1	1,2	189,4	1,2	47,1	209,3
2003	1,7	53,6	11,5	1.026,4	1.570,7	8,3	461,1	8,0	846,7	1.759,6	1,1	191,5	0,6	48,5	248,0
2004	2,1	74,0	16,1	1.160,6	1.756,4	6,2	541,6	9,7	938,6	2.045,4	0,9	231,5	0,4	54,2	235,2
2005	3,0	100,6	26,6	1.602,9	2.428,5	6,6	693,6	11,5	1.114,3	2.276,2	0,8	260,6	0,4	52,9	317,7
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			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	
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,4	62,9	58,2	4,7	54,5	0,1	42,3	13,8
2003	4,4	0,6	66,0	0,2	0,2	59,4	53,6	5,8	41,6	0,0	42,0	3,8
2004	4,5	0,1	74,4	0,2	0,2	62,7	54,5	8,3	41,7	0,0	42,1	3,4
2005	4,8	0,2	82,2	0,2	0,1	58,0	46,2	11,8	43,7	0,0	42,6	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			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	
2002	1.686,3	60,8	2.251,1	48,5	174,4	493,8	205,7	288,1	90,7	104,7	364,5	47,8
2003	1.739,8	38,4	2.243,1	30,9	168,9	535,9	207,0	328,9	84,2	107,0	386,4	45,7
2004	1.957,6	45,2	2.423,5	42,1	172,0	568,7	237,1	331,6	93,4	110,0	400,2	49,7
2005	2.462,3	56,2	3.046,0	52,3	184,5	729,8	374,8	355,0	131,7	124,9	546,4	69,1
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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Eurosistema</b>																
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	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,6	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	-19,1
2006 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
ott.	325,5	174,7	367,426	4,4	5,9	140,5	4,1	22,0	114,4	-	-	-	0,0	0,0	23,6	-18,6
<b>delle quali detenute dalla Banca centrale europea</b>																
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	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 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
ott.	40,6	10,1	21,312	0,2	0,0	30,2	0,8	3,3	26,2	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-0,2

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	1.083,4	512,8	227,7	309,5	949,2	984,6	559,5	163,5	234,2	717,7	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,3	501,3	222,7	300,3	924,0	991,2	553,2	164,4	241,0	716,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,9	547,7	247,6	313,6	999,4	1.074,9	605,4	184,1	256,3	770,3	129,5
2005	7,7	13,1	1.241,2	589,6	267,7	332,0	1.071,5	1.221,4	700,8	203,7	274,0	845,1	185,6
2005 2° trim.	6,7	11,6	304,5	145,2	65,0	81,9	260,3	294,3	167,8	50,4	66,5	202,0	41,8
3° trim.	10,2	15,5	319,9	150,5	70,8	85,2	275,3	318,9	184,3	53,4	70,5	218,4	53,1
4° trim.	9,9	15,4	324,0	154,8	69,2	86,1	279,3	328,1	188,0	55,4	72,3	225,4	53,3
2006 1° trim.	15,9	22,5	332,7	159,3	71,1	89,1	285,2	336,5	197,0	52,4	73,8	224,5	55,8
2° trim.	9,2	14,3	339,3	162,0	71,6	89,6	291,2	343,6	203,8	52,0	74,2	232,4	56,1
3° trim.	8,0	10,6	346,5	166,4	71,8	90,9	296,2	356,2	213,7	50,5	75,2	237,5	.
2006 apr.	5,2	9,4	112,5	53,6	23,7	29,2	96,1	114,1	66,1	17,1	24,4	77,0	17,7
mag.	14,1	20,0	113,1	54,1	23,9	30,2	97,3	114,9	69,0	17,5	25,1	77,3	19,7
giu.	8,3	13,6	113,6	54,3	24,0	30,1	97,8	114,7	68,7	17,4	24,7	78,1	18,7
lug.	7,1	13,5	111,7	53,9	22,7	29,3	95,4	117,3	69,6	16,5	24,7	78,5	19,4
ago.	7,4	9,6	116,2	55,7	23,5	30,6	99,0	119,5	73,6	17,2	25,1	80,2	21,5
set.	9,5	8,9	118,5	56,8	25,5	30,9	101,8	119,4	70,5	16,8	25,5	78,8	.
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	115,0	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	114,9	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	119,9	118,7	108,0	104,4	108,1	118,6	107,6	105,7
2005	4,7	4,9	124,4	119,4	129,8	124,3	124,6	113,8	107,4	120,5	123,6	115,7	110,3
2005 2° trim.	4,6	5,7	123,1	118,8	126,5	123,7	121,8	112,3	106,0	120,4	121,6	111,6	106,5
3° trim.	7,0	5,7	127,5	121,1	136,7	126,5	127,5	116,0	108,9	125,0	126,1	118,9	114,9
4° trim.	5,7	5,1	127,8	122,9	133,1	127,0	128,5	117,1	108,5	129,7	127,1	121,5	111,2
2006 1° trim.	10,7	8,4	129,4	124,7	135,4	129,8	129,9	116,7	109,6	120,6	128,3	119,1	108,4
2° trim.	5,0	3,4	131,9	126,9	136,8	130,0	132,8	118,6	111,4	122,3	129,8	123,5	103,9
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 apr.	1,2	-1,5	131,3	126,2	136,0	127,3	131,7	117,8	108,6	119,3	127,2	122,3	99,9
mag.	9,0	7,0	131,9	127,0	136,3	132,0	133,1	118,9	113,3	123,0	131,0	122,8	109,5
giu.	5,0	4,8	132,5	127,5	138,0	130,8	133,7	118,9	112,2	124,5	131,1	125,5	102,2
lug.	4,1	5,6	130,2	126,1	130,7	127,7	130,6	120,3	112,2	117,9	127,7	124,4	107,3
ago.	4,2	2,8	134,9	129,0	134,9	133,4	134,7	122,3	118,9	122,4	129,6	126,6	119,9
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	99,6	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 2° trim.	2,0	5,5	98,7	99,2	95,1	100,9	97,7	102,3	107,2	91,6	99,0	97,2	128,1
3° trim.	3,0	9,2	100,0	100,9	95,8	102,5	98,7	107,3	114,7	93,4	101,2	98,7	150,5
4° trim.	4,0	9,8	101,1	102,2	96,2	103,3	99,3	109,3	117,4	93,4	103,0	99,6	156,3
2006 1° trim.	4,7	13,0	102,5	103,7	97,1	104,5	100,3	112,6	121,7	95,0	104,1	101,3	167,8
2° trim.	4,0	10,5	102,6	103,7	96,9	104,9	100,2	113,1	123,9	92,9	103,6	101,1	176,0
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 apr.	4,0	11,0	102,5	103,4	96,6	104,9	100,1	113,3	123,7	93,8	104,2	101,4	173,2
mag.	4,7	12,1	102,6	103,8	97,4	104,7	100,2	113,1	123,7	93,2	104,2	101,5	176,1
giu.	3,2	8,4	102,6	103,8	96,6	105,2	100,3	112,9	124,3	91,8	102,3	100,4	178,9
lug.	2,9	7,5	102,6	104,0	96,5	104,9	100,2	114,2	126,0	91,5	104,9	101,6	176,5
ago.	3,1	6,6	103,1	105,2	96,9	104,8	100,7	114,4	125,8	92,3	105,2	102,1	175,3
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2002	1.083,4	25,3	37,1	205,7	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,4	59,5	43,5	100,1
2003	1.060,3	24,9	38,7	194,8	117,6	29,3	63,4	24,9	166,3	35,2	31,2	135,5	59,5	37,7	101,2
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	113,0
2005	1.241,2	28,7	45,0	204,2	143,4	43,1	70,6	34,6	185,2	43,5	34,1	166,1	73,0	46,9	122,9
2005 2° trim.	304,5	7,1	11,1	50,2	34,1	10,5	17,1	8,2	45,3	10,0	8,5	40,6	17,2	11,4	33,1
3° trim.	319,9	7,4	11,4	51,6	36,4	11,3	17,9	9,1	47,3	11,4	8,5	44,1	19,4	12,2	32,0
4° trim.	324,0	7,5	11,4	51,8	39,2	11,5	18,0	9,4	48,8	11,8	8,6	42,4	19,2	12,3	31,9
2006 1° trim.	332,7	7,5	11,6	52,7	40,7	12,1	18,0	9,7	50,3	12,5	8,8	43,9	19,0	13,3	32,5
2° trim.	339,3	7,8	12,2	54,1	42,9	12,9	18,3	9,8	49,3	12,8	8,3	45,1	19,2	13,2	33,6
3° trim.	346,5	.	.	.	.	14,1	19,2	9,5	49,1	13,4	8,5	45,8	19,0	13,4	.
2006 apr.	112,5	2,5	3,9	17,8	14,5	4,2	6,1	3,2	16,6	4,2	2,8	15,3	6,3	4,4	10,8
mag.	113,1	2,6	4,1	17,9	14,1	4,3	6,1	3,3	16,5	4,2	2,8	14,6	6,3	4,4	12,0
giu.	113,6	2,7	4,2	18,3	14,3	4,4	6,1	3,3	16,1	4,4	2,8	15,2	6,5	4,5	10,8
lug.	111,7	2,6	4,3	17,7	14,5	4,5	6,4	3,0	16,0	4,3	2,8	14,8	6,2	4,2	10,4
ago.	116,2	2,6	4,2	19,0	14,7	4,6	6,4	3,2	16,5	4,4	2,8	14,7	6,2	4,5	12,3
set.	118,5	.	.	.	.	5,0	6,5	3,3	16,5	4,8	2,9	16,2	6,5	4,6	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2005	100,0	2,3	3,6	16,5	11,5	3,5	5,7	2,8	14,9	3,5	2,7	13,4	5,9	3,8	9,9
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
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	102,1	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	107,2	56,4	53,0	22,8	113,8	92,1	53,9	161,1	72,7	45,1	88,0
2005	1.221,4	25,6	42,2	152,7	117,6	75,4	58,2	24,9	120,1	117,7	53,0	189,4	95,6	53,5	95,6
2005 2° trim.	294,3	6,5	10,3	37,1	28,9	18,0	14,4	5,8	29,8	27,8	12,6	43,8	22,2	12,2	25,0
3° trim.	318,9	6,3	10,8	39,7	30,1	19,9	14,9	6,1	30,9	31,3	13,6	50,9	26,4	14,0	24,0
4° trim.	328,1	6,6	11,1	39,6	31,1	20,3	15,4	6,6	31,0	32,5	13,8	52,7	26,4	15,0	26,1
2006 1° trim.	336,5	6,7	11,3	40,7	32,2	23,7	15,1	6,7	31,7	33,4	13,9	51,2	26,9	15,7	27,3
2° trim.	343,6	6,7	11,5	43,3	34,2	24,8	15,4	7,5	31,6	34,5	13,8	53,2	27,0	15,8	24,4
3° trim.	356,2	.	.	.	.	24,1	15,9	7,2	31,8	35,5	14,0	55,6	27,5	16,4	.
2006 apr.	114,1	2,3	3,7	14,6	11,3	7,8	5,1	2,6	10,4	11,2	4,4	17,8	8,8	5,1	8,9
mag.	114,9	2,3	3,9	14,6	11,4	8,5	5,1	2,5	10,5	11,4	4,5	18,0	9,2	5,3	7,9
giu.	114,7	2,1	3,9	14,0	11,5	8,6	5,3	2,5	10,7	11,9	4,8	17,4	9,0	5,4	7,6
lug.	117,3	2,5	4,0	14,0	11,8	7,7	5,3	2,3	10,7	11,7	4,6	18,4	8,9	5,5	9,7
ago.	119,5	2,2	4,0	14,2	11,8	8,7	5,4	2,4	10,7	11,7	4,8	18,7	9,9	5,5	9,5
set.	119,4	.	.	.	.	7,7	5,3	2,4	10,5	12,1	4,6	18,5	8,6	5,4	.
<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	4,3	15,5	7,8	4,4	7,8
<b>Saldo</b>															
2002	98,8	2,3	1,4	56,0	18,6	-15,0	12,0	3,7	58,4	-31,8	-19,6	-2,6	-8,3	4,1	19,6
2003	69,1	1,2	1,7	56,0	15,5	-18,1	12,7	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-6,3	-9,4	-2,0	16,5
2004	72,0	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	24,9
2005	19,8	3,1	2,8	51,5	25,8	-32,3	12,4	9,8	65,0	-74,3	-18,9	-23,3	-22,6	-6,5	27,3
2005 2° trim.	10,2	0,6	0,8	13,1	5,2	-7,5	2,7	2,4	15,5	-17,7	-4,1	-3,1	-5,0	-0,9	8,1
3° trim.	1,0	1,1	0,6	11,9	6,3	-8,7	3,0	2,9	16,5	-19,9	-5,1	-6,8	-7,0	-1,8	8,0
4° trim.	-4,2	0,9	0,4	12,3	8,1	-8,9	2,6	2,8	17,8	-20,7	-5,3	-10,3	-7,2	-2,7	5,8
2006 1° trim.	-3,8	0,8	0,3	12,0	8,6	-11,6	2,9	3,0	18,5	-20,9	-5,1	-7,3	-7,9	-2,3	5,3
2° trim.	-4,3	1,1	0,7	10,8	8,7	-12,0	2,8	2,3	17,7	-21,7	-5,5	-8,1	-7,9	-2,5	9,2
3° trim.	-9,7	.	.	.	.	-10,0	3,3	2,3	17,3	-22,0	-5,5	-9,8	-8,5	-3,1	.
2006 apr.	-1,6	0,2	0,2	3,1	3,2	-3,6	1,0	0,7	6,2	-7,1	-1,6	-2,5	-2,5	-0,8	1,9
mag.	-1,8	0,3	0,2	3,3	2,7	-4,2	1,0	0,9	6,0	-7,2	-1,7	-3,4	-2,9	-0,9	4,1
giu.	-1,0	0,5	0,3	4,3	2,8	-4,1	0,8	0,8	5,4	-7,5	-2,1	-2,2	-2,5	-0,9	3,3
lug.	-5,6	0,1	0,2	3,7	2,7	-3,3	1,1	0,7	5,4	-7,4	-1,9	-3,6	-2,7	-1,3	0,7
ago.	-3,3	0,4	0,3	4,8	2,9	-4,1	1,1	0,8	5,8	-7,3	-2,0	-4,0	-3,7	-1,0	2,8
set.	-0,9	.	.	.	.	-2,6	1,2	0,9	6,1	-7,3	-1,7	-2,2	-2,1	-0,8	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (saldo e colonne 5, e 12 e 15).

## TASSI DI CAMBIO

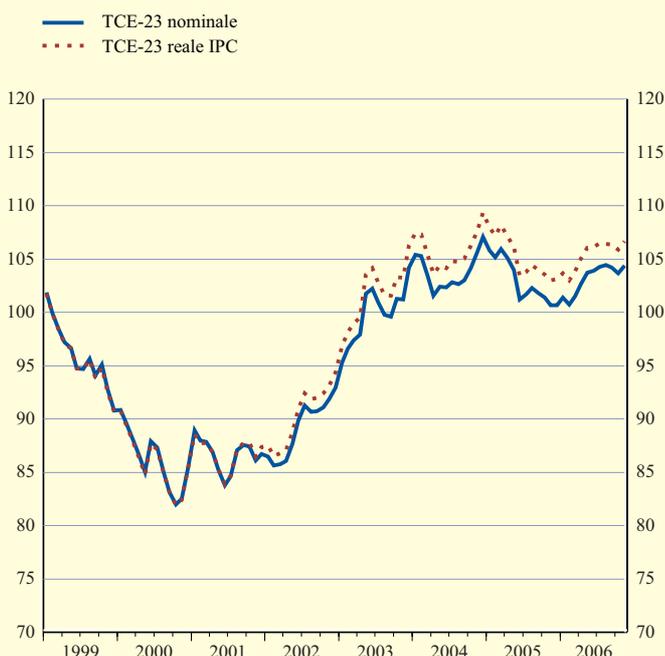
8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(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	105,8	105,2	104,4	100,3	103,6	111,0	105,4	
2005	102,9	105,1	103,6	103,2	98,3	101,5	109,5	103,5	
2005 3° trim.	101,9	104,1	102,4	101,3	97,0	100,2	108,3	102,3	
4° trim.	100,9	103,2	101,1	103,0	95,7	99,0	107,2	101,2	
2006 1° trim.	101,2	103,5	102,0	103,0	95,0	98,8	107,2	101,1	
2° trim.	103,5	105,7	104,3	105,1	96,7	100,4	109,9	103,4	
3° trim.	104,3	106,4	105,1	.	.	.	111,0	104,2	
2005 nov.	100,7	103,0	100,9	-	-	-	106,9	100,9	
dic.	100,7	103,1	101,0	-	-	-	106,9	101,0	
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	105,0	103,6	-	-	-	108,6	102,3	
mag.	103,8	106,1	104,7	-	-	-	110,3	103,8	
giu.	103,9	106,1	104,6	-	-	-	110,9	104,2	
lug.	104,3	106,5	105,2	-	-	-	111,0	104,4	
ago.	104,4	106,5	105,3	-	-	-	111,1	104,2	
set.	104,2	106,4	104,8	-	-	-	110,9	104,0	
ott.	103,7	105,9	104,7	-	-	-	110,2	103,4	
nov.	104,4	106,7	105,5	-	-	-	110,9	104,1	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2006 nov.	0,7	0,7	0,8	-	-	-	0,7	0,6	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2006 nov.	3,7	3,6	4,6	-	-	-	3,8	3,2	

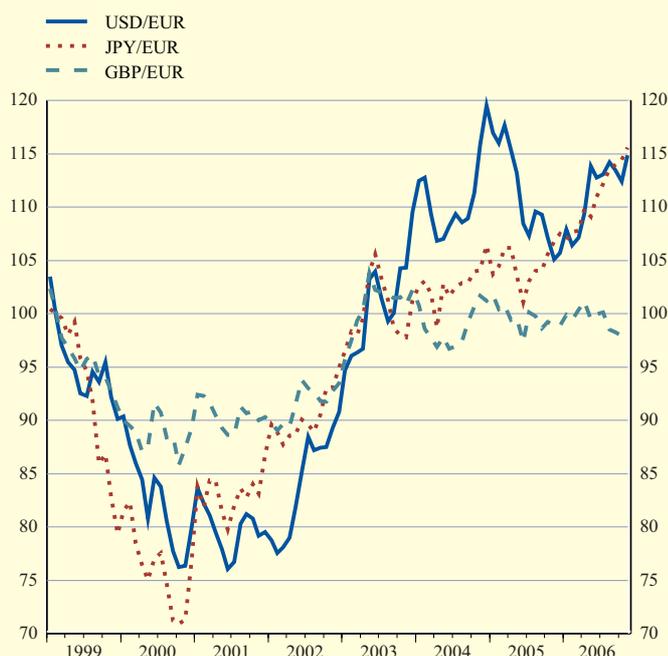
## F35 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



## F36 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

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

## 8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
nov.	7,4564	9,1008	0,67397	1,2881	151,11	1,5922	1.205,01	10,0246	2,0049	1,4635	8,2446	1,6684
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2006 nov.	0,0	-1,6	0,2	2,1	1,0	0,2	0,2	2,1	0,7	2,8	-1,8	-0,3
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2006 nov.	0,0	-4,8	-0,8	9,3	8,2	3,1	-1,7	9,7	0,2	5,0	5,3	4,1
	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 <sup>1)</sup>
	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 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
nov.	28,029	15,6466	0,57770	0,6970	3,4528	258,84	0,4293	3,8248	239,64	35,884	1,9558	3,4955
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2006 nov.	-0,9	0,0	0,2	0,1	0,0	-3,1	0,0	-2,0	0,0	-2,5	0,0	-0,7
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2006 nov.	-4,2	0,0	0,7	0,1	0,0	3,1	0,0	-3,7	0,1	-7,2	0,0	-
	Yuan renminbi cinese <sup>2)</sup>	Kuna croata <sup>3)</sup>	Corona islandese	Rupia indonesiana <sup>3)</sup>	Ringgit malese <sup>2)</sup>	Dollaro neozelandese	Peso filippino <sup>2)</sup>	Rublo russo <sup>2)</sup>	Rand sud africano	Bath thailandese <sup>2)</sup>	Nuova lira turca <sup>3)</sup>	
	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 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	
nov.	10,1286	7,3482	89,29	11.772,03	4,6927	1,9263	64,186	34,2602	9,3616	47,049	1,8786	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2006 nov.	1,6	-0,6	3,5	1,8	1,2	1,0	1,8	1,1	-3,0	0,0	0,7	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2006 nov.	6,3	-0,4	22,4	-0,5	5,4	12,7	-0,1	1,0	19,3	-2,9	17,2	

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 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
ott.	0,8	1,4	3,8	1,7	5,6	3,7	6,3	1,7	1,1	1,5	3,1	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	-7,2	-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	-6,5	-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	-7,8	-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	58,0	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	59,4	74,9	41,8	28,7	41,6	50,5	40,4
2005	30,4	35,9	4,5	69,2	12,1	18,7	61,7	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 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
ott.	3,89	3,88	-	4,26	4,55	4,28	7,47	4,34	5,40	4,02	4,42	3,73	4,51
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2006 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
ott.	2,65	3,61	3,57	3,62	4,97	3,53	8,20	3,62	4,21	3,55	5,02	2,96	5,13
PIL a prezzi costanti													
2004	4,2	1,9	8,1	4,1	8,6	7,3	5,2	0,0	5,3	4,2	5,4	4,1	3,1
2005	6,1	3,0	10,5	3,8	10,2	7,6	4,1	2,2	3,4	3,9	6,0	2,9	1,8
2006 1° trim.	7,1	3,5	11,6	3,6	13,1	8,1	4,3	-1,8	4,7	4,8	6,7	4,4	2,3
2° trim.	6,2	3,9	11,8	4,1	11,1	8,5	4,0	5,5	5,2	5,6	6,7	5,0	2,6
3° trim.	.	3,8	.	3,6	.	7,1	.	.	.	.	9,8	4,7	2,7
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2004	-6,5	2,4	-11,7	-4,1	-11,9	-6,4	-8,1	-6,6	-3,8	-3,1	-3,3	6,9	-1,5
2005	-1,9	3,7	-9,5	-5,1	-11,4	-5,9	-5,9	-7,1	-1,4	-2,4	-8,6	6,3	-2,1
2005 4° trim.	-2,4	2,9	-7,9	-23,7	-14,3	-6,0	-4,7	-15,9	-1,7	-6,5	-14,9	5,7	-2,1
2006 1° trim.	0,7	-0,5	-11,3	-12,1	-13,0	-9,6	-7,4	-12,4	-1,6	-2,0	-6,4	5,7	-2,8
2° trim.	-6,3	3,0	-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	0,6	6,6	3,0	5,6	1,1	-1,5	3,6	3,2	-1,0	2,0
2005	-0,6	1,2	2,7	1,3	5,8	3,7	.	-0,1	0,4	1,6	1,2	0,6	.
2006 1° trim.	-0,2	1,4	3,7	-	-	3,6	-	-	-	-	3,3	-2,3	.
2° trim.	.	1,2	5,1	-	-	3,5	-	-	-	-	1,8	-0,2	.
3° trim.	.	1,3	.	-	-	.	-	-	-	-	.	0,2	.
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.	7,7	4,2	5,9	5,3	7,6	6,0	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	4,4	5,2	7,2	5,8	7,6	7,5	14,2	5,9	13,0	.	.
2006 giu.	7,1	4,0	6,0	5,3	7,2	5,6	7,3	7,6	14,2	6,2	13,5	.	5,5
lug.	7,2	3,7	4,6	5,2	7,4	5,6	7,5	7,5	14,4	6,1	13,2	.	5,6
ago.	7,1	3,7	4,4	5,2	7,2	5,8	7,6	7,5	14,2	6,0	13,1	.	5,6
set.	7,0	3,5	4,2	5,1	7,0	6,1	7,6	7,4	14,1	5,8	12,9	.	.
ott.	6,9	.	4,2	5,1	6,8	5,7	7,9	7,3	14,0	5,4	12,7	.	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

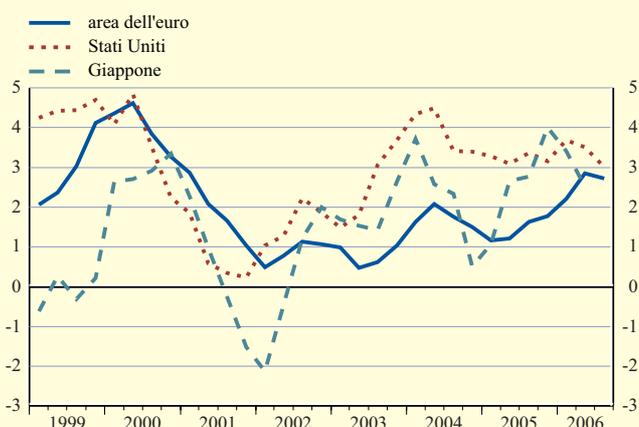
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
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	-0,2	3,5	5,7	4,6	9,0	5,21	5,07	1,2582	-2,0	48,6
3° trim.	3,3	-2,0	3,0	6,3	4,7	9,0	5,43	4,90	1,2743	.	.
2006 lug.	4,1	-	-	6,2	4,8	9,3	5,50	5,10	1,2684	-	-
ago.	3,8	-	-	6,3	4,7	9,0	5,42	4,88	1,2811	-	-
set.	2,1	-	-	6,6	4,6	8,8	5,38	4,72	1,2727	-	-
ott.	1,3	-	-	4,4	4,4	9,0	5,37	4,73	1,2611	-	-
nov.	.	-	-	.	.	.	5,37	4,60	1,2881	-	-
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	2,0	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,1	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	-0,5	2,7	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	.	.
2005 3° trim.	-0,3	0,3	2,9	-0,2	4,3	1,7	0,06	1,36	135,62	.	.
4° trim.	-0,7	-2,1	4,1	3,0	4,5	1,9	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 1° trim.	-0,1	-1,6	3,6	3,2	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
2° trim.	0,2	-2,4	2,7	4,2	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
3° trim.	0,6	.	2,7	5,4	4,1	0,5	0,41	1,80	148,09	.	.
2006 lug.	0,3	-2,5	-	5,1	4,1	0,6	0,40	1,91	146,70	-	-
ago.	0,9	-3,6	-	5,9	4,2	0,5	0,41	1,81	148,53	-	-
set.	0,6	.	-	5,2	4,2	0,6	0,42	1,68	148,99	-	-
ott.	0,4	.	-	7,4	4,1	0,7	0,44	1,76	149,65	-	-
nov.	.	.	-	.	.	.	0,48	1,70	151,11	-	-

### 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.

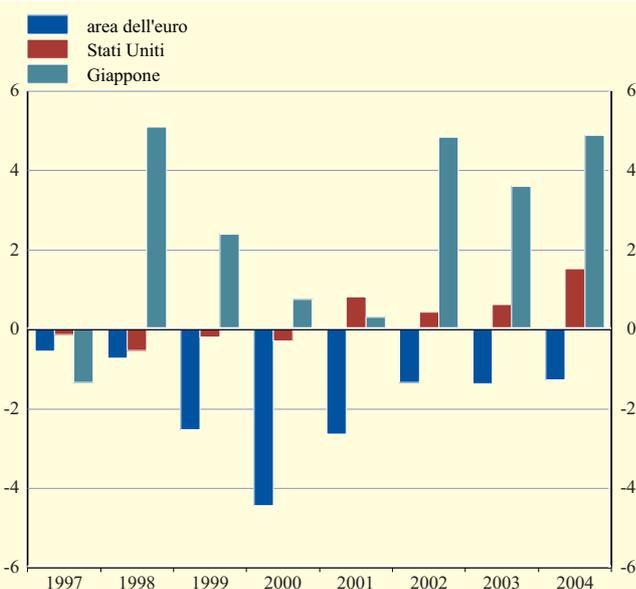
5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

**9.2 Stati Uniti e Giappone**  
(in percentuale del PIL)

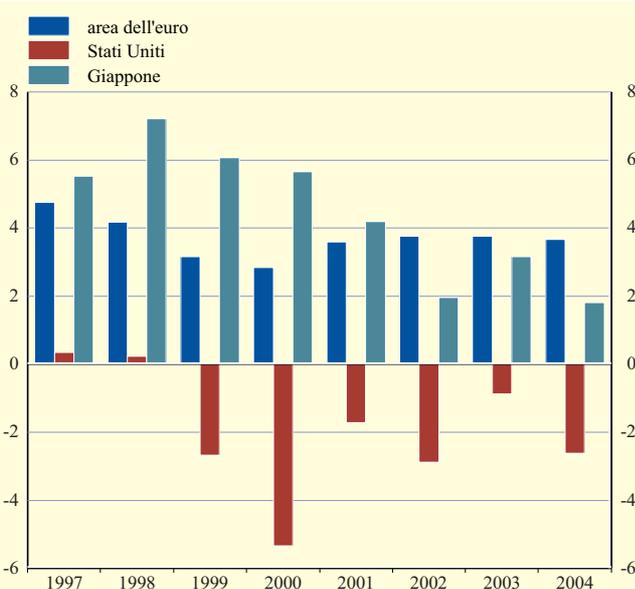
**2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari**

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie <sup>1)</sup>				
	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 <sup>2)</sup>	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo <sup>3)</sup>	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 famiglie<sup>1)</sup>**  
(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](http://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 <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni

derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 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](http://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 <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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](http://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 <sup>4)</sup>

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](http://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](mailto: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 6 dicembre 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<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

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<sup>3)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001<sup>4)</sup>. 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<sup>5)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>6)</sup>. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 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 <sup>7)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 <sup>8)</sup> 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<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15) <sup>9)</sup> 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](http://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](http://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 <sup>1)</sup>

### 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'ope-

razione 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.

### **7 DICEMBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 dicembre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,50 e al 2,50 per cento, a decorrere dal 13 dicembre 2006.





# IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)

## I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET

Nel terzo trimestre del 2006 il sistema Target ha regolato in media giornaliera 313.247 pagamenti, per un valore totale medio giornaliero di 2.031 miliardi di euro. Rispetto al trimestre precedente si è registrata una diminuzione del 7 per cento in termini di volume e del 6 per cento in termini di valore. Rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno si è verificato un incremento del 6 per cento in termini di volume e del 11 per cento in termini di valore. La quota di mercato complessiva di Target è rimasta al livello elevato dell'89 per cento in termini di valore, quella in termini di volume ha raggiunto il 60 per cento, lo stesso livello del trimestre precedente. Il giorno di maggiore traffico è stato il 29 settembre, ultimo giorno lavorativo del trimestre, quando sono stati trattati in totale 445.698 pagamenti.

## PAGAMENTI ALL'INTERNO DEGLI STATI MEMBRI

Nel terzo trimestre del 2006 Target ha gestito un numero medio giornaliero di 241.873 pagamenti interni agli Stati membri, per un valore medio giornaliero di 1.322 miliardi di euro, fa-

cendo segnare, rispetto al trimestre precedente, un incremento del 6 per cento in termini sia di volume, sia di valore. Nel confronto con lo stesso periodo del 2005, il volume dei pagamenti è aumentato del 6 per cento, il valore del 9 per cento. Le operazioni interne agli Stati membri hanno rappresentato il 77,2 e il 65,1 per cento del totale regolato in Target, rispettivamente in volume e in valore. Il loro valore unitario medio è aumentato di 0,1 milioni, portandosi a 5,5 milioni di euro. Il 63 per cento di tali pagamenti è stato di importo unitario inferiore ai 50.000 euro, mentre il 10 per cento è stato di importo superiore al milione di euro. Su base media giornaliera, 158 pagamenti all'interno degli Stati membri hanno superato il valore di un miliardo di euro. Nel trimestre il giorno di maggiore traffico per questo tipo di pagamenti è stato il 29 settembre, quando ne sono stati trattati in totale 339.628.

## PAGAMENTI TRA STATI MEMBRI

Nel terzo trimestre del 2006 il numero medio giornaliero dei pagamenti fra Stati membri regolati in Target è stato pari a 71.374, per un valore totale medio giornaliero di 709 miliardi;

**Tavola I Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: volume delle transazioni**

(numero dei pagamenti)	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.
<b>Target</b>					
Totale pagamenti Target					
volume totale	19.441.665	19.774.574	19.949.738	20.854.425	20.313.134
media giornaliera	295.161	320.888	306.721	336.362	313.247
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
volume totale	15.052.276	15.944.755	15.303.728	16.019.310	15.686.100
media giornaliera	228.511	249.136	235.303	258.376	241.873
Pagamenti Target tra Stati membri					
volume totale	4.389.389	4.592.102	4.646.007	4.835.115	4.627.034
media giornaliera	66.650	71.752	71.418	77.986	71.374
<b>Altri sistemi</b>					
Euro 1 (EBA)					
volume totale	11.590.400	12.132.235	11.600.246	12.024.168	11.712.173
media giornaliera	175.942	189.665	178.399	194.328	180.593
Paris Net Settlement (PNS)					
volume totale	1.677.545	1.716.063	1.672.785	1.664.581	1.587.129
media giornaliera	25.481	26.847	25.738	24.880	24.512
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
volume totale	148.838	135.414	133.846	172.023	144.456
media giornaliera	2.258	2.117	2.058	2.579	2.224

**Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: valore delle transazioni**

(miliardi di euro)

	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.
<b>Target</b>					
Totale pagamenti Target					
ammontare totale	121.300	126.557	130.350	133.405	131.843
media giornaliera	1.841	1.977	2.005	2.152	2.031
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
ammontare totale	80.160	83.883	85.621	86.989	85.847
media giornaliera	1.217	1.311	1.317	1.403	1.322
Pagamenti Target tra Stati membri					
ammontare totale	41.140	42.675	44.730	46.416	45.995
media giornaliera	624	668	668	749	709
<b>Altri sistemi</b>					
Euro 1 (EBA)					
ammontare totale	10.787	10.820	11.142	11.936	12.399
media giornaliera	164	169	171	193	191
Paris Net Settlement (PNS)					
ammontare totale	3.864	3.760	3.629	3.891	3.572
media giornaliera	59	59	56	62	55
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
ammontare totale	106	109	122	112	111
media giornaliera	2	2	2	2	2

rispetto al trimestre precedente, ciò rappresenta un calo dell'8 e del 5 per cento, rispettivamente in termini di volume e di valore. Rispetto al trimestre precedente il comparto interbancario si è ridotto dell'8 per cento in volume e del 5 per cento in valore, mentre i pagamenti per conto della clientela hanno registrato un calo del 9 per cento in volume e del 5 per in valore. In rapporto al numero medio giornaliero dei pagamenti tra Stati membri, la componente interbancaria ha rappresentato il 48 e il 95 per cento, rispettivamente in termini di volume e di valore. Il valore unitario medio delle operazioni interbancarie è aumentato, rispetto al trimestre precedente, da 19,0 a 19,9 milioni di euro, quello dei pagamenti per conto della clientela si è ridotto invece da 951.550 a 885.635 euro. Il 65 per cento dei pagamenti fra Stati membri è stato di importo inferiore a 50.000 euro, mentre il 14 per cento ha superato un milione di euro. In media giornaliera, circa 57 pagamenti tra Stati membri hanno ecceduto il miliardo di euro. Nel terzo trimestre, il maggiore traffico per questo tipo di pagamenti si è verificato il

29 settembre, quando ne sono stati trattati in totale 106.070.

**Tavola 3 Disponibilità di Target per ciascuna componente nazionale e per il meccanismo dei pagamenti della BCE**

Componenti di Target	Disponibilità 3° trim. 2006 (in percentuale)
Belgio	100,00
Danimarca	99,86
Germania	99,95
Grecia	100,00
Spagna	99,83
Francia	99,67
Irlanda	100,00
Italia	100,00
Lussemburgo	99,90
Paesi Bassi	100,00
Austria	100,00
Polonia	100,00
Portogallo	99,79
Finlandia	99,10
Svezia	100,00
Regno Unito	100,00
Meccanismo dei pagamenti della BCE	99,78
Disponibilità complessiva di Target	99,88

#### DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET

Nel terzo trimestre del 2006 il sistema ha registrato una disponibilità complessiva del 99,88 per cento (99,92 nel primo trimestre). 15 “incidenti” hanno prodotto effetti sulla disponibilità di Target, 3 in più rispetto al primo trimestre. Gli incidenti presi in considerazione per calcolare la disponibilità di Target sono quelli che impediscono l’esecuzione di pagamenti per un intervallo pari o superiore a dieci minuti. Nel terzo trimestre del 2006 si sono verificati tre incidenti di durata superiore a due ore. La tavola 3 riporta

i valori della disponibilità per ciascuna componente nazionale di Target e del meccanismo dei pagamenti della BCE (*ECB payment mechanism – EPM*). Nel trimestre il 97,78 per cento dei pagamenti tra Stati membri è stato regolato in meno di cinque minuti, l’1,94 per cento in un intervallo compreso fra 5 e 15 minuti e lo 0,21 per cento ha richiesto un tempo fra i 15 e i 30 minuti. In media giornaliera, il tempo di regolamento è stato superiore ai 30 minuti soltanto per 47 pagamenti, una cifra che va valutata tenendo conto che ogni giorno sono stati regolati in media 71.374 pagamenti fra Stati membri.



## 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 settembre 2006 e novembre 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](mailto: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**

Publicazione 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. Bindseid 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.
- 54 *Quantitative quality indicators for statistics – An application to euro area balance of payment statistics*, di V. Damia e C. Picòn Aguilar, novembre 2006.

#### WORKING PAPERS SERIES

- 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.
- 691 *The yield curve as a predictor and emerging economies*, di A. Mehl, novembre 2006.
- 692 *Bayesian inference in co-integrated VAR models: with applications to the demand for euro area M3*, di A. Warne, novembre 2006.
- 693 *Evaluating China's integration in world trade with a gravity model-based benchmark*, di M. Bussière e B. Schnatz, novembre 2006.
- 694 *Optimal currency shares in international reserves: the impact of the euro and the prospects for the dollar*, di E. Papaioannou, R. Portes e G. Siourounis, novembre 2006.
- 695 *Geography or skills: what explains Fed watchers' forecast accuracy of US monetary policy?*, di H. Berger, M. Ehrmann e M. Fratzscher, novembre 2006.
- 696 *What is global excess liquidity, and does it matter?*, di R. Ruffer e L. Stracca, novembre 2006.

- 697 *How wages change: micro-evidence from the International Wage Flexibility Project*, di W. T. Dickens, L. Götte, E. L. Groshen, S. Holden, J. Messina, M. E. Schweitzer, J. Turunen, e M. E. Ward-Warmedinger, novembre 2006.
- 698 *Optimal monetary policy rules with labour market frictions*, di E. Faia, novembre 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.

*EU banking sector stability*, novembre 2006.

*The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics*, novembre 2006.

*Third progress report on TARGET2*, novembre 2006 (disponibile solo online).

*The Eurosystem's view of a 'SEPA for cards'*, novembre 2006 (disponibile solo online).

#### **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.

*The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market*, novembre 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](http://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 [*Eurosystem*]**: 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.