



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

08 | 2007

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007

**BOLLETTINO MENSILE
GENNAIO**

20

ECB EZB EKT EKP



BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE GENNAIO 2007

Nel 2007 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 20 euro

© Banca Centrale Europea, 2007

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 10 gennaio 2007.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di gennaio 2007
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*



INDICE

EDITORIALE	5
-------------------	----------

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	14
Prezzi e costi	34
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	42
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	50

Riquadri:

1 Dinamica dei titoli di debito a breve termine all'interno di M3	16
2 Fattori alla base della forte accelerazione dei prestiti alle società non finanziarie nell'area dell'euro	20
3 Il ruolo degli effetti base nel determinare gli andamenti recenti e futuri dell'inflazione armonizzata	35
4 Andamenti dei dati delle indagini sui vincoli alla produzione manifatturiera	43
5 Fattori sottostanti le variazioni della posizione patrimoniale netta sull'estero dell'area dell'euro	55

ARTICOLI

L'ampliamento dell'economia dall'UE e dell'area dell'euro	57
Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro dell'area dell'euro nell'ultimo decennio	65
L'espansione economica cinese nella giusta prospettiva	81

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
--	-----------

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2006	V
Glossario	IX

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
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

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, nella riunione tenuta l'11 gennaio 2007 il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Le informazioni rese disponibili dopo il 7 dicembre 2006, data in cui il Consiglio direttivo ha innalzato i tassi di interesse, hanno ulteriormente avvalorato le motivazioni alla base di questo intervento; inoltre, hanno ribadito l'essenziale importanza di seguire con molta attenzione tutti gli sviluppi per evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. In tal modo, le aspettative di inflazione a medio-lungo termine nell'area dell'euro potranno restare 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. La politica monetaria della BCE seguita a essere accomodante, considerando i livelli tuttora contenuti dei tassi d'interesse di riferimento, l'espansione molto vigorosa 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 nel medio periodo.

Per quanto riguarda innanzitutto l'analisi economica, nel terzo trimestre del 2006 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è stata pari allo 0,5 per cento sul periodo precedente, dopo l'espansione molto sostenuta della prima metà dello scorso anno. La domanda interna è rimasta la principale determinante della crescita economica, confermando quindi la prevista diffusione della ripresa ed evidenziando la natura, sempre meno dipendente dall'impulso esterno, dell'espansione nell'area dell'euro. Le ultime informazioni provenienti da diverse indagini sul clima di fiducia e stime basate su indicatori confortano la valutazione di un proseguimento della forte crescita economica e di un ulteriore miglioramento della situazione nei mercati del lavoro. Sebbene si possa osservare una certa variabilità dei tassi trimestrali intorno al volgere dell'anno – associata all'effetto delle variazioni delle imposte indirette in un grande paese dell'area – le informazioni disponibili continuano a essere in linea con lo scenario di base assunto dal Consiglio direttivo.

Guardando al futuro, le prospettive di medio termine per l'attività economica restano favorevoli e permangono i presupposti affinché l'economia dell'area dell'euro cresca a ritmi sostenuti, prossimi al potenziale. Quanto al contesto esterno, l'espansione dell'economia è divenuta più equilibrata tra le regioni del mondo, con un certo rallentamento negli Stati Uniti e una tenuta della crescita in altri paesi. Nel complesso, l'espansione mondiale dovrebbe rimanere vigorosa e continuare quindi a sostenere le esportazioni dell'area. La domanda interna nell'area dell'euro dovrebbe permanere vivace. Gli investimenti dovrebbero restare dinamici, beneficiando di un prolungato periodo caratterizzato da condizioni di finanziamento molto favorevoli, ristrutturazioni dei bilanci, utili elevati, sia progressi sia 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 la situazione occupazionale continuerà a migliorare.

Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per queste prospettive sostanzialmente favorevoli per la crescita economica nei prossimi anni siano orientati soprattutto verso il basso. I principali rischi sono riconducibili ai timori di un aumento delle pressioni protezionistiche, alla possibilità di un nuovo rincaro del greggio e alla preoccupazione circa un'eventuale evoluzione disordinata connessa agli squilibri mondiali.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per dicembre 2006 un tasso di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,9 per cento, invariato rispetto al mese precedente. Data la variabilità osservata negli ultimi mesi, e a causa di effetti base, i prezzi dell'energia seguiranno a influire in misura rilevante sul profilo del tasso di inflazione agli inizi del 2007, unitamente all'impatto dell'incremento delle imposte indirette. In una prospettiva di più lungo termine, l'inflazione dovrebbe oscillare intorno al 2 per cento nell'anno in corso e nel prossimo.

Il Consiglio direttivo ritiene che le prospettive per l'andamento dei prezzi restino soggette a rischi al rialzo, derivanti in particolare da una trasmissione dei passati rincari del greggio ai prezzi al consumo superiore al previsto, da ulteriori incrementi dei

prezzi amministrati e delle imposte indirette oltre a quelli finora annunciati, nonché dalla possibilità di nuovi rincari del petrolio. In maniera più rilevante, tenuto conto del favorevole ritmo di crescita del PIL negli ultimi trimestri e dell'evoluzione positiva del mercato del lavoro, la dinamica salariale potrebbe risultare più vigorosa rispetto alle attese correnti. È pertanto cruciale che le parti sociali seguivano a mostrare senso di responsabilità. In tale contesto, gli accordi salariali dovrebbero tenere conto dell'andamento della produttività, ma anche del livello tuttora elevato della disoccupazione e delle condizioni di competitività di prezzo; inoltre, come affermato in precedenti occasioni, è importante che si abbandonino i meccanismi automatici di indicizzazione all'andamento dell'inflazione passata.

Per quanto concerne l'analisi monetaria, il tasso di espansione sui dodici mesi di M3 è aumentato al 9,3 per cento in novembre, il livello più alto raggiunto dall'introduzione dell'euro e, di fatto, la crescita aggregata più sostenuta dal 1990 nel gruppo dei paesi dell'area. Benché la rilevanza dei dati mensili non vada sopravvalutata, poiché questi possono essere influenzati anche da fattori di natura temporanea, gli elevati valori delle variabili monetarie negli ultimi mesi mettono in rilievo il protrarsi di una crescita di fondo molto dinamica dell'aggregato monetario ampio nell'area dell'euro. L'incremento dei tassi di interesse a breve termine, congiuntamente al basso livello di quelli a lungo termine, ha esercitato solo un impatto limitato sugli andamenti della moneta nei mesi più recenti, che si è tradotto principalmente in riallocazioni di portafoglio fra strumenti compresi in M3 piuttosto che frenare l'espansione complessiva dell'aggregato. In particolare, negli ultimi mesi il tasso di crescita di M1 sul periodo corrispondente ha mostrato una certa moderazione, ascrivibile a ricomposizioni di portafoglio dai depositi a vista verso altre componenti di M3 che offrono rendimenti più elevati.

Nel complesso, 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, il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è stato pari all'11,2 per

cento in novembre, invariato rispetto al mese precedente. Se da una parte – a fronte dell'aumento dei tassi di interesse – la crescita dell'indebitamento delle famiglie ha mostrato segnali di stabilizzazione negli ultimi mesi, seppure su livelli molto elevati, dall'altra quella relativa alle società non finanziarie seguita a evidenziare una tendenza al rialzo. Pertanto, il credito continua a espandersi rapidamente e in maniera generalizzata, rimanendo quindi la principale determinante dell'attuale vigorosa dinamica della moneta dal lato delle contropartite nel bilancio delle IFM.

In una prospettiva di medio-lungo termine, i più recenti sviluppi sono coerenti con la prosecuzione della persistente tendenza al rialzo del tasso di espansione monetaria di fondo. 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, in particolare 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 di inflazione dovrebbe oscillare intorno al 2 per cento nell'anno in corso e nel prossimo, e i rischi per questo scenario seguitano a essere orientati al rialzo. Data la crescita molto sostenuta della moneta e del credito in condizioni di liquidità già abbondanti, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta la valutazione secondo cui prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Riveste quindi importanza essenziale seguire con molta attenzione tutti gli sviluppi per evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. In tal modo, le aspettative di inflazione a medio-lungo termine nell'area dell'euro potranno restare saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Pertanto, in prospettiva, intervenire con tempestività e fermezza è giustificato per assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Per quanto attiene alla finanza pubblica, quasi tutti i paesi dell'area dell'euro hanno presentato gli aggiornamenti ai programmi di stabilità. Sebbene questi ultimi mostrino in generale l'intenzione dei governi di conseguire solide posizioni di bilancio, vi sono anche indicazioni che gli obiettivi fissati non sempre implicano sufficienti interventi di risanamento e che non sono state ancora precisate misure concrete e credibili in tutti i programmi. Queste indicazioni destano preoccupazione e comportano rischi per il futuro. Alla luce dell'attuale periodo economico favorevole, è essenziale che i paesi con squilibri nei conti pubblici raggiungano solide posizioni di bilancio e che i paesi dell'area evitino un allentamento prociclico della politica fiscale. Inoltre, è necessario migliorare la qualità delle politiche di imposizione e di spesa nei rispettivi paesi nel quadro di una strategia complessiva di medio termine, in modo da rafforzare la fiducia in un contesto di politica fiscale sostenibile e favorevole alla crescita e all'occupazione.

Per quanto riguarda le riforme strutturali, negli ultimi anni i paesi dell'area dell'euro sono divenuti sempre più consapevoli della necessità di raccogliere le sfide poste dalla maggiore concorrenza mondiale, dall'invecchiamento demografico e dalle crescenti innovazioni tecnologiche. In risposta a tale situazione, alcuni di essi hanno avviato riforme volte ad aumentare l'occupazione. Sia di riflesso a tali riforme sia a seguito della moderazione salariale in alcuni paesi, si è osservato di recente un no-

tevole dinamismo della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro. In particolare, negli otto anni dopo l'inizio della Terza fase dell'UEM sono stati creati nell'area circa dodici milioni di nuovi posti di lavoro, in aumento rispetto ai poco più di due milioni di nuovi impieghi realizzati nello stesso gruppo di paesi negli otto anni antecedenti al 1999. Tuttavia, il Consiglio direttivo rileva che permangono significativi ostacoli di natura strutturale, i quali concorrono a spiegare perché i tassi di disoccupazione restino troppo elevati e la partecipazione al mercato del lavoro rimanga contenuta nel confronto internazionale. A fronte della crescente competitività dei mercati di altri paesi del mondo, è essenziale per ciascun paese dell'area dell'euro ridurre al minimo le distorsioni del mercato indotte dalle rispettive normative e per l'area nel suo complesso eliminare le restanti barriere all'integrazione dei mercati. Ciò richiede l'attuazione di riforme complessive necessarie a rafforzare l'integrazione dei mercati, attenuare le rigidità dei mercati del lavoro e aumentare la flessibilità salariale per continuare a promuovere la crescita e la creazione di nuovi posti di lavoro.

Questo numero del Bollettino mensile contiene tre articoli. Il primo presenta in sintesi le economie dell'area dell'euro e dell'Unione europea allargate. Il secondo analizza l'evoluzione delle caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro dell'area negli ultimi dieci anni. Il terzo esamina l'espansione economica in Cina negli ultimi venticinque anni.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Il ritmo di crescita dell'economia mondiale resta vigoroso, anche se in lieve moderazione. Nel contempo, l'inflazione al consumo è diminuita ulteriormente in vari paesi, rispecchiando soprattutto il calo significativo dei prezzi dei beni energetici a partire da settembre. I rischi per le prospettive economiche mondiali sono connessi alla possibilità di un rinnovato rialzo dei corsi petroliferi e ai timori di un aumento delle spinte protezionistiche e di un possibile disordinato riassorbimento degli squilibri economici internazionali.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale continua a espandersi a ritmi sostenuti, nonostante una lieve moderazione in vari paesi. In ottobre la crescita sui dodici mesi della produzione industriale nei paesi dell'OCSE esclusa l'area dell'euro è rimasta relativamente vigorosa (cfr. figura 1). I risultati delle indagini restano coerenti con un'espansione relativamente robusta dell'economia su scala internazionale, in presenza di un indebolimento del settore manifatturiero che sarebbe in parte compensato dalla tenuta di quello dei servizi.

Per quanto concerne i prezzi, l'inflazione al consumo sui dodici mesi è diminuita ulteriormente in vari paesi, rispecchiando soprattutto il calo significativo dei corsi dei beni energetici in atto da settembre. Al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione si è stabilizzata su livelli relativamente modesti. I risultati delle indagini sui prezzi degli input segnalano un lieve ulteriore allentamento delle pressioni di fondo sui prezzi.

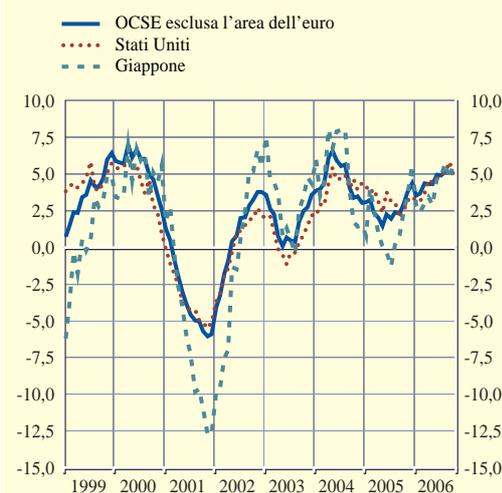
STATI UNITI

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, confermando la lieve moderazione del ritmo dell'attività economica osservata negli ultimi trimestri. La minore crescita del terzo trimestre è principalmente riconducibile all'ulteriore marcato calo degli investimenti fissi in edilizia residenziale, sullo sfondo di un indebolimento del mercato delle abitazioni, sebbene ad essa abbiano concorso anche un aumento delle importazioni e una leggera correzione delle scorte nel settore manifatturiero. Un contributo positivo è invece stato fornito dalla vigorosa espansione degli investimenti fissi in alcuni settori diversi dall'edilizia residenziale e dalla tenuta dei consumi privati. La capacità di tenuta, evidenziata da questi ultimi nei mesi recenti, potrebbe essere ascrivibile sia all'incremento costante dei redditi e al calo dei corsi dei beni energetici sia all'ulteriore crescita dell'indebitamento delle famiglie. In novembre il saggio di risparmio delle famiglie è rimasto negativo a circa -1 per cento.

I prezzi al consumo hanno evidenziato andamenti relativamente contrastanti in novembre. L'inflazione al consumo è salita al 2,0 per cento sui dodici mesi, segnando un'inversione della tendenza al

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 ottobre 2006, a settembre 2006 per i paesi dell'OCSE esclusa l'area dell'euro.

ribasso in atto dagli inizi dell'estate e riflettendo in parte un effetto base, mentre il tasso calcolato al netto della componente energetica e di quella alimentare è sceso lievemente, al 2,6 per cento. L'inflazione dei prezzi alla produzione è leggermente aumentata in novembre, pur mantenendosi contenuta.

Il 12 dicembre il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenere invariato al 5,25 per cento il tasso obiettivo sui *federal funds*.

GIAPPONE

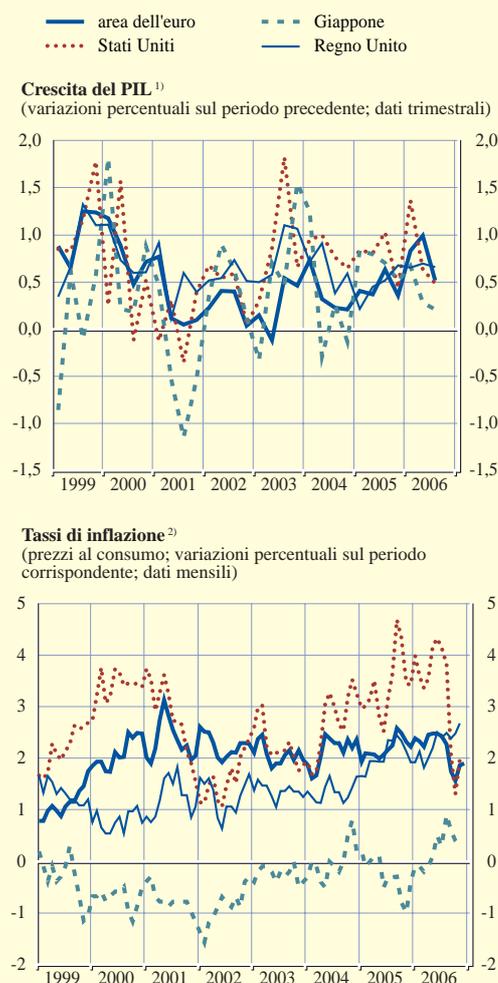
In Giappone prosegue la ripresa costante dell'economia, mentre l'inflazione è rimasta contenuta. La crescita è stata sorretta dal vigore delle esportazioni e dal flusso stabile degli investimenti delle imprese. L'indagine Tankan condotta dalla Banca del Giappone in dicembre ha evidenziato un ulteriore miglioramento del clima di fiducia delle imprese manifatturiere e non manifatturiere nel quarto trimestre. Inoltre, per l'attuale esercizio finanziario che si chiuderà nel marzo 2007, le società interpellate hanno segnalato un aumento delle vendite e degli utili attesi, nonché dei programmi di spesa per investimenti fissi.

Con riferimento ai prezzi, in novembre l'indice dei prezzi al consumo è aumentato per il settimo mese consecutivo (+0,3 per cento sui dodici mesi, dopo lo 0,4 per cento di ottobre). Al netto degli alimentari freschi, l'incremento è stato pari allo 0,2 per cento (dallo 0,1 di ottobre). L'inflazione dei prezzi alla produzione si è moderata in novembre, di riflesso al calo dei corsi petroliferi negli ultimi mesi. Nella riunione del 18-19 dicembre la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,25 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata pari allo 0,7 per cento nel terzo trimestre. Le statistiche relative alle vendite al dettaglio per ottobre e novembre e i risultati delle indagini indicano un modesto rafforzamento dei consumi delle famiglie nel quarto trimestre rispetto al terzo. I dati delle indagini congiunturali presso le imprese segnalano che le esportazioni si sono lievemente indebolite, ma che la spesa per investimenti rimane elevata. Nell'insieme, la crescita del PIL nell'ultimo trimestre del 2006 e nel primo del 2007 dovrebbe restare sostanzialmente invariata rispetto ai trimestri precedenti.

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.

In novembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è salita al 2,7 per cento, dal 2,4 di ottobre. L'aumento è in larga misura riconducibile ai maggiori costi dei trasporti, oltre che ai più elevati prezzi della categoria "cultura e attività ricreative" e al rincaro del gas. La crescita delle retribuzioni medie, aumentata di misura in ottobre, si mantiene contenuta. I prezzi delle abitazioni hanno subito una leggera accelerazione negli ultimi mesi e alla fine del 2006 registravano una crescita di circa il 10 per cento sui dodici mesi. Nella riunione del 10-11 gennaio, il *Monetary Policy Committee* della Bank of England ha deciso di innalzare il tasso ufficiale di 25 punti base al 5,25 per cento.

ALTRI PAESI EUROPEI

Se in diversi paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'espansione del prodotto si è indebolita nel terzo trimestre, in alcuni è rimasta sostanzialmente invariata o si è addirittura rafforzata. La domanda interna ha costituito la determinante principale della crescita. Nella maggior parte delle economie, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata lievemente in novembre.

In Danimarca e in Svezia la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è scesa rispettivamente allo 0,6 e all'1 per cento nel terzo trimestre. In entrambi i paesi l'attività economica è stata trainata dalla domanda interna (e in Svezia anche da quella estera). A novembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita all'1,8 in Danimarca e all'1,5 per cento in Svezia, soprattutto a causa della componente energetica. Il 7 dicembre la Danmarks Nationalbank ha innalzato il tasso di riferimento principale di 25 punti base, al 3,75 per cento, e il 14 dicembre il Comitato esecutivo della Sveriges Riksbank ha aumentato il tasso sui pronti contro termine di 25 punti basi percentuali, al 3 per cento.

Nelle quattro economie principali dell'Europa centrale e orientale (Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria) il prodotto ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti nel terzo trimestre. La crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata trainata dalla domanda interna in Polonia, Repubblica Ceca e Romania e dalle esportazioni nette in Ungheria. A novembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita lievemente rispetto al mese precedente in Polonia, nella Repubblica Ceca e in Ungheria (rispettivamente all'1,3, 1,0 e 6,4 per cento), soprattutto a causa dell'aumento dell'inflazione al netto della componente energetica. In Romania è invece scesa al 4,7 per cento per il calo dei prezzi dei beni alimentari.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia i dati di contabilità nazionale relativi al terzo trimestre segnalano in diverse economie, fra le quali India, Indonesia e Hong Kong SAR, un'intensificazione della crescita del PIL, trainata in misura importante sia dall'attività interna sia dal commercio con l'estero. Altrove nella regione, il prodotto ha continuato a espandersi costantemente negli ultimi mesi. In alcune economie principali l'inflazione è salita lievemente in novembre rispetto a ottobre.

In Cina l'attività economica è rimasta vivace nell'ultimo periodo. Lo attestano la costante espansione della produzione industriale e delle vendite al dettaglio e la ripresa degli investimenti fissi in novembre. Nello stesso mese l'avanzo commerciale si è mantenuto su livelli eccezionalmente elevati, grazie all'ulteriore accelerazione delle esportazioni, portando l'avanzo cumulato dei primi undici mesi del 2006 a 157 miliardi di dollari statunitensi (contro i 91 miliardi registrati a novembre 2005). Nella seconda metà del 2006, le autorità cinesi hanno tollerato livelli di apprezzamento valutario leggermente superiori, entro i limiti consentiti dalle attuali bande di oscillazione del cambio. Il renminbi si è apprezzato di circa il 3,3 per cento sul dollaro statunitense nel complesso

del 2006, e del 2,4% a partire da luglio. In termini effettivi nominali, tuttavia, ha subito un deprezzamento dell'1,2 per cento nei primi nove mesi dell'anno secondo dati del FMI. In novembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita all'1,9 per cento, dall'1,4 di ottobre.

AMERICA LATINA

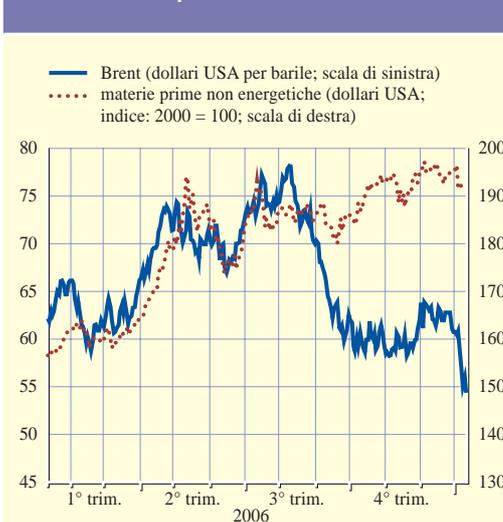
In America latina l'economia continua a crescere a ritmi sostenuti secondo gli indicatori più recenti. In Messico la produzione industriale è aumentata del 4,6 per cento sui dodici mesi in ottobre. L'inflazione è rimasta pressoché invariata in novembre, al 4,1 per cento sui dodici mesi. In Brasile, gli indicatori economici segnalano una ripresa. La produzione industriale ha registrato una crescita sul mese corrispondente del 4,9 per cento in ottobre, la più elevata degli ultimi cinque mesi. L'inflazione ha continuato a scendere in novembre (al 3 per cento sui dodici mesi) e la banca centrale ha abbassato di 50 punti base i tassi di riferimento principali. In Argentina, l'inflazione misurata sull'IPC è rimasta elevata (9,8 per cento sui dodici mesi in dicembre) e il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salito all'8,7 per cento nel terzo trimestre, trainato principalmente dalla vigorosa domanda estera e dall'andamento favorevole dei prezzi delle materie prime.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi sono rimasti piuttosto volatili in dicembre, per poi scendere sensibilmente agli inizi di gennaio. La volatilità di dicembre ha riflesso in parte le crescenti attese di un ulteriore ridimensionamento della produzione da parte dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC), seguita dall'annuncio – il 14 dicembre – di un'effettiva riduzione di 500.000 barili al giorno da febbraio 2007. Temperature superiori alla norma nell'emisfero settentrionale, che dovrebbero determinare una minore domanda di combustibile per riscaldamento, hanno tuttavia alleggerito le pressioni sui prezzi, soprattutto agli inizi di gennaio. Il 10 gennaio il greggio di qualità Brent era quotato a 54,4 dollari al barile, un livello inferiore di circa il 30 per cento al massimo dei primi di agosto. In prospettiva, il margine persistentemente ridotto di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento dovrebbe mantenere le quotazioni petrolifere elevate e piuttosto sensibili di fronte a turbative inattese. Sulla base delle informazioni desunte dai contratti *future*, gli operatori si attendono che i corsi del petrolio aumentino nel 2007 e che restino su livelli elevati nel medio periodo.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono tornati a salire verso la fine di novembre dopo il calo degli inizi del mese, facendo segnare aumenti in tutte le principali categorie. I prezzi delle materie prime non energetiche misurati sull'indice aggregato dell'Istituto per l'economia internazionale di Amburgo (Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv, HWWA) hanno raggiunto un nuovo massimo agli inizi di dicembre, per poi mantenersi su livelli elevati. In dicembre tale indice (denominato in dollari statunitensi) risultava superiore di circa il 31 per cento rispetto a un anno prima.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

I.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno e quindi per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro rimangono complessivamente favorevoli. Nonostante la lieve moderazione del ritmo di crescita attesa in varie economie, a livello mondiale l'indebolimento potrebbe restare relativamente contenuto. Lo attesta ad esempio l'indicatore anticipatore composito per l'insieme dei paesi dell'OCSE, che in settembre si è stabilizzato dopo il calo registrato da marzo ad agosto.

I rischi per le prospettive mondiali si ricollegano alla possibilità di un rinnovato incremento dei corsi petroliferi e ai timori di un'intensificazione delle spinte protezionistiche e di in possibile riasorbimento disordinato degli squilibri economici internazionali.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è aumentato al 9,3 per cento, il valore più elevato dall'avvio della Terza fase dell'UEM. Benché l'accelerazione di M3 in novembre rifletta andamenti a carattere eccezionale della posizione netta sull'estero delle IFM e vada interpretato con cautela, il vigore di fondo dell'espansione della moneta e del credito è tuttavia evidente. Il perdurare della forte crescita di M3 riflette il basso livello dei tassi di interesse nell'area dell'euro e il vigore dell'attività economica, come risulta particolarmente evidente nella crescita sostenuta dei prestiti al settore privato. Gli aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE da dicembre 2005 hanno finora determinato una sostituzione fra le componenti di M3, anziché una riduzione della crescita complessiva dell'aggregato. Nell'insieme, il vigoroso andamento della moneta e del credito segnalano rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine, soprattutto in un contesto di miglioramento dell'attività economica.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO

In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è aumentato al 9,3 per cento, dall'8,5 del mese precedente. Si tratta del tasso più elevato dall'avvio della Terza fase dell'UEM. Anche il tasso di variazione sui sei mesi espresso in ragione d'anno è aumentato, collocandosi in novembre al 9,2 per cento dall'8,4 del mese precedente (cfr. figura 4). Il rinnovato rafforzamento della dinamica monetaria riflette un sostenuto tasso di crescita sul mese precedente (calcolato su dati destagionalizzati), pari all'1,1 per cento in novembre, un valore analogo a quello osservato in agosto e settembre.

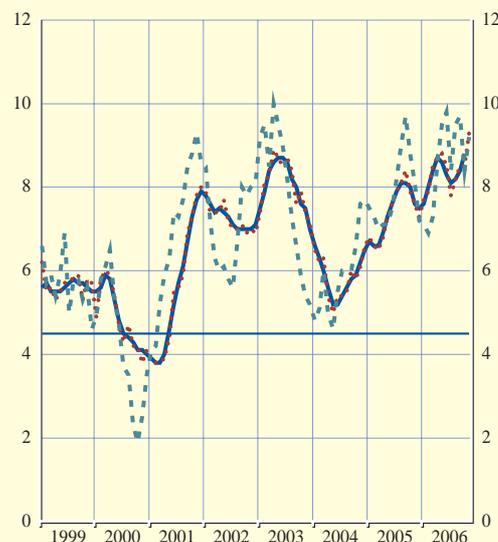
Tuttavia, l'accelerazione di M3 in novembre ripecchia, in gran parte, andamenti eccezionali della posizione netta sull'estero delle IFM dal lato delle contropartite del relativo bilancio. Occorre pertanto una certa cautela nell'interpretare i dati, almeno finché non saranno disponibili maggiori informazioni. Nondimeno, anche dopo aver scontato l'impatto di queste transazioni a carattere eccezionale, i dati di novembre implicano ancora il protrarsi di una sostenuta espansione di fondo dell'aggregato monetario ampio.

In una prospettiva di medio termine, l'andamento di M3 non mostra attualmente alcun segno di inversione della tendenza al rialzo dell'espansione monetaria di fondo osservata dalla metà del 2004. Non si è verificato, quindi, alcun riassorbimento dell'accumulo di liquidità nell'area dell'euro; al contrario, la liquidità continua ad aumentare. La forte espansione monetaria di fondo è riconducibile al basso livello dei tassi di interesse nell'area e all'attuale vigore dell'attività economica. In un contesto caratterizzato da attese di incrementi dei tassi di interesse a

Figura 4 Crescita di M3 e valore di riferimento

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

- M3 (media mobile centrata a tre termini del tasso di crescita sui dodici mesi)
- M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
- - - M3 (tasso di crescita semestrale annualizzato)
- valore di riferimento (4½ per cento)



Fonte: BCE.

breve, la forte domanda di determinate attività monetarie, come i titoli di debito a breve scadenza, potrebbe riflettere la crescente attrattiva di queste attività rispetto ad attività finanziarie alternative a più lungo termine, in quanto il differenziale di rendimento è, allo stato attuale, relativamente basso. In questo contesto, gli aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE non hanno ridotto la crescita complessiva di M3, ma piuttosto ne hanno influenzato la dinamica principalmente attraverso una sostituzione fra componenti.

Nell'insieme, la vigorosa espansione monetaria e creditizia in un contesto di liquidità abbondante segnala rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine, soprattutto in un contesto di miglioramento dell'attività economica.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

L'aumento in novembre del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 riflette tassi di variazione più elevati in tutte le principali componenti: M1, i depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2-M1) e gli strumenti negoziabili (M3-M2) (cfr. tavola 1). Il tasso di incremento di M1 è aumentato al 6,5 per cento, dal 6,2 di ottobre, con un'accelerazione dei depositi *overnight* che ha più che compensato l'ulteriore rallentamento delle banconote e monete in circolazione. Peraltro, l'aumento del tasso di espansione dei depositi *overnight* in novembre è stato inferiore sia a quello degli altri depositi a breve termine sia a quello degli strumenti negoziabili, a conferma quindi del perdurante impatto di contenimento degli incrementi dei tassi di interesse sulla domanda delle componenti più liquide di M3.

Il tasso di espansione dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è aumentato in novembre all'11,8 per cento, dal 10,8 di ottobre, a seguito principalmente di un ulteriore aumento della domanda di depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), mentre i depositi a risparmio a breve scadenza (depositi rimborsabili con un preavviso fino a tre mesi) hanno continuato a rallentare. La domanda vigorosa di depositi a termine a breve scadenza è imputabile al crescente divario fra la remunerazione offerta su questi depositi e quella offerta su altri strumenti a breve termine nel contesto dei recenti incrementi dei tassi di interesse.

Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2005	2006	2006	2006	2006	2006
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	ott.	nov.
M1	47,2	10,9	10,3	9,9	7,6	6,2	6,5
Banconote e monete in circolazione	7,5	14,8	13,4	11,9	11,3	11,4	10,8
Depositi <i>overnight</i>	39,7	10,2	9,8	9,5	7,0	5,3	5,7
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	38,5	5,9	6,8	8,4	9,5	10,8	11,8
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	18,0	6,5	9,7	15,2	19,8	24,2	27,4
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,4	5,3	4,6	3,7	2,4	1,4	0,9
M2	85,7	8,5	8,6	9,2	8,4	8,2	8,8
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,3	3,7	3,3	5,7	6,5	10,2	12,6
M3	100,0	7,8	7,8	8,7	8,1	8,5	9,3
Credito a residenti nell'area dell'euro		7,9	8,7	9,5	9,2	9,1	8,7
Credito alle amministrazioni pubbliche		2,6	2,4	0,9	-0,9	-2,3	-3,9
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		0,0	0,8	0,3	-0,6	-0,1	0,5
Credito al settore privato		9,4	10,4	11,8	11,9	12,1	11,9
Prestiti al settore privato		9,0	10,1	11,2	11,2	11,2	11,2
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		9,4	8,7	8,8	8,6	8,7	9,2

Fonte: BCE.

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

In novembre il tasso di crescita degli strumenti negoziabili compresi in M3 è aumentato al 12,6 per cento, dal 10,2 di ottobre, di riflesso soprattutto a un più elevato tasso di espansione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, sebbene vada notato che, su base mensile, la volatilità di questa serie può essere relativamente importante. La domanda di titoli di debito con scadenza fino a due anni ha continuato a essere molto sostenuta, con tassi di crescita sui dodici mesi che rimangono attorno al 50 per cento. Ciò potrebbe riflettere il fatto che il rendimento di alcuni strumenti di debito a breve termine è legato ai tassi di interesse a più breve termine e, pertanto, consente agli investitori di beneficiare di aumenti inattesi dei tassi di interesse prima della scadenza (cfr. il riquadro 1 *Dinamica dei titoli di debito a breve termine all'interno di M3*).

In novembre è aumentato il tasso di crescita dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine detenuti presso le IFM, che rappresentano la più ampia aggregazione di componenti di M3 per la quale siano disponibili dati per settore detentore. L'aumento è stato sospinto da un contributo più elevato delle consistenze detenute da intermediari finanziari non monetari e, in misura minore, da società non finanziarie, mentre l'apporto delle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile. Nel contempo, dato il ruolo predominante di queste ultime come detentrici di tali strumenti, le famiglie continuano a essere responsabili per la maggior parte dell'elevato livello di crescita dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine.

Riquadro 1

DINAMICA DEI TITOLI DI DEBITO A BREVE TERMINE ALL'INTERNO DI M3

Quando sono detenuti dal settore detentore di moneta, i titoli di debito delle IFM emessi con durata prestabilita fino a due anni sono una componente dell'aggregato monetario ampio M3 e sono registrati come parte degli strumenti negoziabili (ovvero la differenza fra M3 e M2). Questi titoli di debito a breve termine rappresentano attualmente solo il 2,4 per cento delle consistenze in essere di M3 (e il 17 per cento degli strumenti negoziabili totali di M3), ma sono aumentati in maniera molto sostenuta nei mesi recenti. In novembre il loro tasso di crescita sui dodici mesi si è collocato al 49,7 per cento. Di conseguenza, il contributo di tali titoli alla crescita sui dodici mesi di M3 è stato relativamente importante di recente, prossimo a 1 punto percentuale in ottobre e novembre scorsi (cfr. figura A)¹⁾. Il presente riquadro passa brevemente in rassegna i fattori alla base dell'evoluzione dei titoli di debito a breve termine all'interno di M3.

La crescita dei titoli di debito a breve termine ha seguito il ciclo economico

La figura A suggerisce che l'evoluzione del tasso di crescita sul trimestre corrispondente dei titoli di debito a breve termine delle IFM a partire dal 1999 ha sostanzialmente seguito il ciclo economico. In particolare, questi titoli mostrano attualmente una crescita vigorosa in un contesto di attività economica sostenuta. Un profilo analogo è stato riscontrato nel 2000, ovvero nel precedente periodo di forte crescita economica. Inoltre, quando l'espansione dell'attività economica è stata più contenuta, fra il 2002 e il 2004, si sono ridotte le consistenze in essere dei titoli in esame. Nel valutare questo profilo ciclico, è utile passare in rassegna i vari fattori che possono influenzare la domanda e l'emissione di titoli di debito a breve termine.

1) Dal momento che i tassi di crescita sul periodo corrispondente e i contributi possono essere molto volatili su base mensile, le figure del presente riquadro sono basate su dati trimestrali.

Figura A Andamento dei titoli di debito a breve termine delle IFM

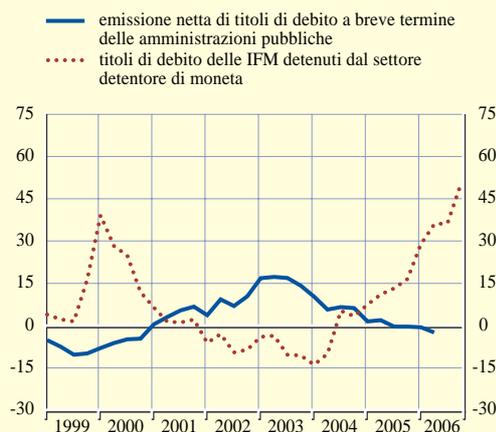
(punti percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonte: BCE.
Nota: i dati per il quarto trimestre del 2006 si riferiscono ai mesi di ottobre e novembre.

Figura B Emissione netta di titoli di debito a breve termine delle amministrazioni pubbliche

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.
Nota: i dati per il quarto trimestre del 2006 sui titoli di debito a breve termine delle IFM si riferiscono ai mesi di ottobre e novembre.

La forte domanda di titoli di debito a breve termine nel 2000 e nel 2006 è connessa probabilmente alle fasi di ripresa economica in atto nei due periodi. Nel corso di una ripresa economica, quando i flussi di cassa sono sostenuti ed emergono nuove opportunità di investimento, le società hanno bisogno di detenere strumenti liquidi per scopi di transazione. I titoli di debito a breve termine delle IFM possono essere particolarmente appropriati a questo riguardo, dal momento che quelli più quotati possono essere rivenduti sul mercato secondario e, in taluni casi, sono addirittura emessi con un'opzione di restituzione. A tale riguardo, è probabile che i titoli di debito a breve termine delle IFM siano detenuti in prevalenza da grandi società non finanziarie e, in misura minore, da investitori istituzionali, dal momento che questi titoli sono generalmente emessi in tagli relativamente elevati e la loro gestione tende a essere più complessa di quella di altre attività monetarie²⁾. Le fasi di ripresa economica sono caratterizzate, in genere, da periodi di incremento dei tassi di interesse a breve termine. I titoli di debito a breve termine possono risultare particolarmente appetibili in tali periodi in quanto sono emessi in prevalenza a tasso variabile e, a differenza di altri strumenti, consentono all'investitore di beneficiare degli aumenti dei tassi di interesse che si verificano prima della scadenza del titolo³⁾.

In linea con le precedenti considerazioni, la crescita contenuta dei titoli di debito fra il 2002 e il 2004 riflette probabilmente la debole attività economica e i tassi di interesse relativamente stabili osservati in questo periodo. Un fattore aggiuntivo potrebbe essere stato in quel periodo la debo-

2) Queste considerazioni sono suggerite dai dati sulle consistenze di titoli di debito per settore detentore, che figurano nei conti finanziari trimestrali. La ragione per cui le società non finanziarie potrebbero preferire i titoli di debito alle quote/partecipazioni in fondi comuni monetari è che la remunerazione del titolo di debito di una IFM è analoga a quella di un titolo di Stato, mentre nel caso di investimenti in fondi comuni sussistono commissioni a carico dell'investitore. Inoltre, un investimento in titoli di debito consente agli investitori di scegliere direttamente l'attività prescelta, mentre nel caso di investimento in un fondo comune, questa decisione spetta ai gestori del fondo stesso.

3) Dal punto di vista dell'emittente, l'emissione di titoli di debito a breve termine a tasso variabile consente una più facile quotazione e, all'occorrenza, sono disponibili strumenti di copertura contro i rischi connessi al tasso di interesse sul mercato degli *swap* sui tassi di interesse.

lezza del settore bancario, che stava attraversando una fase di deterioramento dei meriti di credito. A differenza dei depositi presso le IFM, i titoli di debito delle IFM non sono in genere tutelati dall'eventuale insolvenza dell'istituzione mediante un piano di assicurazione dei depositi. È possibile, pertanto, che i depositi abbiano costituito un investimento più attrattivo in questo periodo. Inoltre, gli investitori potrebbero aver preferito comprare titoli con merito di credito più elevato, come i titoli di Stato, anziché titoli di debito delle IFM. Con l'aumento dei disavanzi pubblici fra il 2002 e il 2004, è aumentata l'emissione netta di titoli di debito a breve termine da parte delle amministrazioni pubbliche, il che potrebbe aver favorito la sostituzione a discapito dei titoli di debito delle IFM (cfr. figura B). Dal 2005, con una crescita economica più vigorosa e gettiti fiscali più elevati, il fabbisogno finanziario del settore pubblico è lievemente diminuito ed è calata, pertanto, l'emissione netta di titoli di Stato. Di conseguenza, gli investitori in titoli di Stato a breve termine hanno cercato attività alternative e potrebbero aver scelto (nuovamente) i titoli di debito a breve termine delle IFM, che sono una valida *proxy* dei titoli di Stato a breve termine.

Anche fattori strutturali potrebbero aver svolto un ruolo nella crescita dei titoli di debito a breve termine

Oltre ai fattori congiunturali esposti, potrebbero esserci anche spiegazioni di carattere più strutturale per la vigorosa dinamica dei titoli di debito a breve termine negli ultimi trimestri. Tale ipotesi prende spunto dalle notevoli differenze con cui, nei vari paesi, ha avuto luogo la ripresa dei titoli di debito a breve termine delle IFM: alcuni paesi dell'area dell'euro, infatti, presentano tassi di espansione elevati con largo anticipo rispetto ai tempi in cui, stando a fattori congiunturali come la ripresa economica o l'incremento dei tassi di interesse a breve termine, questo fenomeno avrebbe dovuto manifestarsi. Inoltre, i paesi dell'area che hanno concorso in misura maggiore al crescente contributo dei titoli di debito a breve termine alla crescita di M3 nei recenti trimestri sono diversi da quelli che hanno contribuito in misura considerevole nel 2000. Queste osservazioni suggeriscono che potrebbero essere intervenuti fattori strutturali – come cambiamenti di regolamentazione nei mercati nazionali – che potrebbero, ad esempio, aver modificato le politiche concernenti l'attività di emissione delle banche.

Nel complesso, sulla base delle informazioni attualmente disponibili, è probabile che il recente vigore della crescita dei titoli di debito a breve termine sia dovuto sia a fattori congiunturali sia a effetti strutturali. Al fine di distinguere fra questi due insiemi di fattori, sarà interessante osservare se il vivace andamento dei titoli di debito nei trimestri recenti si riassorbirà una volta che l'attuale ciclo di inasprimento dei tassi di interesse verrà ritenuto concluso e, in tal caso, se questo avverrà attraverso riallocazioni a favore di altre componenti comprese in M3 o attraverso strumenti finanziari non inclusi in tale aggregato.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto invariato in novembre all'11,2 per cento. Il persistere di una robusta domanda di prestiti riflette sia il basso livello dei tassi di interesse nell'area dell'euro sia il vigore dell'attività economica. Nel contempo il rafforzamento della dinamica aggregata dei prestiti nel mese in esame è il risultato di andamenti settoriali divergenti.

Il tasso di espansione dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato all'8,7 per cento in novembre (cfr. tavola 2). Il perdurante vigore dei prestiti alle famiglie è ancora imputabile in larga misura all'indebitamento per l'acquisto di abitazioni, che continua a essere vigoroso sebbene il tasso di crescita

sui dodici mesi mantenga l'andamento al ribasso osservato da aprile (al 10,2 per cento in novembre dal 12,2 di aprile). L'andamento dei mutui per l'acquisto di abitazioni riflette probabilmente una moderazione dell'incremento dei prezzi delle abitazioni e dell'attività del mercato degli immobili residenziali in numerosi paesi dell'area dell'euro nel corso del 2006, nonché tassi di interesse più elevati sui mutui per l'acquisto di abitazioni, ma ancora su livelli bassi in termini storici. Anche il tasso di espansione del credito al consumo è ulteriormente diminuito in novembre, al 7,9 per cento, dopo essersi collocato all'8,0 nel mese precedente.

Al contrario, il tasso di incremento dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie ha mantenuto l'andamento al rialzo in atto dagli inizi del 2004, aumentando al 13,1 per cento in novembre dal 12,9 di ottobre. Questo ulteriore rafforzamento ha interessato in maniera generalizzata tutte le scadenze, riflettendo probabilmente le condizioni relativamente favorevoli del finanziamento esterno attraverso i prestiti delle IFM. Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 2 *Fattori sottostanti la forte accelerazione dei prestiti alle società non finanziarie dell'area dell'euro*.

Quanto all'andamento del credito complessivo concesso dalle IFM a residenti nell'area dell'euro, il tasso di crescita sui dodici mesi è lievemente diminuito in novembre rispetto al mese precedente. Il calo è imputabile a un ulteriore rallentamento del credito concesso alle amministrazioni pubbliche e a una lieve decelerazione di quello erogato al settore privato. L'espansione del credito delle IFM al settore privato nei mesi recenti riflette non solo il protrarsi di una sostenuta attività di prestito a tale settore, bensì anche un tasso elevato di acquisizione da parte delle IFM di titoli da esso emessi.

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è aumentato al 9,2 per cento, dall'8,7 di ottobre. Nel contesto di un lieve rallentamento del credito al settore privato e di una lieve accelerazione delle passività finanziarie a più lungo termine, l'incremento della crescita di M3 è riconducibile essenzialmente a un aumento eccezionale della posizione netta sull'estero delle IFM, il cui flusso su base mensile è stato

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 ott.	2006 nov.
Società non finanziarie	41,7	7,7	9,2	11,0	11,9	12,9	13,1
Fino a 1 anno	29,7	5,2	6,7	8,4	9,2	10,6	10,8
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	18,4	8,5	11,5	15,8	19,0	20,1	21,1
Oltre 5 anni	51,9	8,9	10,0	11,0	11,2	11,8	11,8
Famiglie ²⁾	49,5	9,0	9,6	9,8	9,3	8,7	8,7
Credito al consumo ³⁾	13,0	7,8	8,2	8,2	8,5	8,0	7,9
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	70,7	11,1	11,8	12,1	11,3	10,4	10,2
Altri prestiti	16,3	2,3	2,1	2,1	2,3	2,5	3,1
Società di assicurazione e fondi pensione	1,0	29,3	32,9	41,2	36,8	29,0	26,1
Altri intermediari finanziari non monetari	7,7	14,1	16,2	19,0	17,3	17,7	15,9

Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95. Per ulteriori dettagli cfr. le relative note tecniche.

1) Alla fine dell'ultimo mese per cui sono disponibili i dati. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato; le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) In base alla definizione SEC 95.

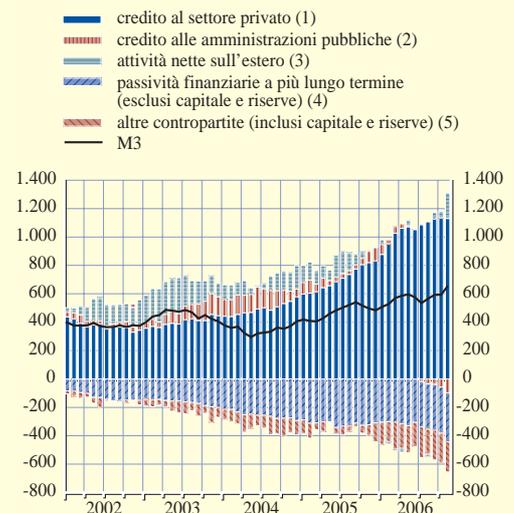
3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

di 94 miliardi di euro in novembre, l'afflusso più rilevante registrato dall'avvio della Terza fase dell'UEM: cumulato con un effetto base di circa 40 miliardi, esso ha prodotto un incremento del flusso sui dodici mesi di 180 miliardi (dai 46 miliardi di ottobre). Afflussi netti di capitali così elevati sono stati registrati l'ultima volta a metà 2003, ovvero alla fine di un periodo in cui le incertezze finanziarie mondiali avevano indotto notevoli afflussi dall'esterno dell'area dell'euro a favore di attività liquide (cfr. figura 5). Tuttavia, il recente eccezionale vigore del flusso di attività nette sull'estero sembra riflettere transazioni all'interno del settore finanziario.

Sintetizzando le informazioni ricavabili dalle contropartite, il basso livello dei tassi di interesse e le migliorate condizioni economiche hanno continuato a essere le principali determinanti del vigore dei prestiti delle IFM al settore privato. Nel contempo l'eccezionale aumento della posizione netta sull'estero delle IFM in novembre spiega quasi interamente l'incremento della crescita sui dodici mesi di M3 dal lato delle contropartite.

Figura 5 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

Riquadro 2

FATTORI ALLA BASE DELLA FORTE ACCELERAZIONE DEI PRESTITI ALLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE NELL'AREA DELL'EURO

La comprensione dei fattori alla base degli andamenti dei prestiti alle imprese riveste un forte interesse per le banche centrali. Ad esempio, i prestiti delle IFM alle società non finanziarie sono una delle principali contropartite degli aggregati monetari e svolgono pertanto un ruolo importante nell'analisi monetaria. Inoltre, il ricorso all'indebitamento nell'ambito del finanziamento complessivo delle imprese può fornire interessanti informazioni anticipatrici sulle scelte in materia di investimenti fissi che, a loro volta, sono rilevanti per l'analisi della situazione economica. Negli ultimi trimestri il settore delle società non finanziarie nell'area dell'euro ha fatto sempre maggiore ricorso al finanziamento mediante prestiti. Alla fine di novembre i prestiti delle IFM a tali società avevano raggiunto un tasso di crescita nominale sui dodici mesi del 13,1 per cento. La forte dinamica espansiva è stata particolarmente marcata per i prestiti a medio e lungo termine (superiori a un anno), mentre più di recente si è registrato un netto incremento anche per i prestiti a breve termine. Questo riquadro esamina le determinanti alla base di tale evoluzione, che sembra essere riconducibile a una combinazione di fattori economici e finanziari.

Gli andamenti dei prestiti alle imprese sono in genere sospinti da una combinazione di fattori attinenti sia alla domanda sia all'offerta di prestiti. Dal lato dell'offerta, le condizioni del credito bancario determinano la disponibilità del credito quale fonte di finanziamento esterno per le società non finanziarie. Dal lato della domanda, l'indebitamento delle società non finan-

Figura A Tasso di crescita reale sul periodo corrispondente dei prestiti a società non finanziarie degli investimenti non residenziali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed Eurostat.
Nota: serie deflazionate con il deflatore del PIL.

Figura B Prestiti sindacati alle società non finanziarie nell'area dell'euro per scopo

(miliardi di euro)



Fonte: Thomson Deals.

ziarie è ascrivibile a necessità di finanziamento superiori alle fonti di finanziamento interno delle imprese (il “fabbisogno finanziario”) per il finanziamento di voci quali gli investimenti fissi, l’acquisto di scorte, le ristrutturazioni dei bilanci e gli investimenti di natura più finanziaria, in particolare le operazioni di fusione e acquisizione.

L’aumento della crescita dei prestiti alle società non finanziarie osservato negli ultimi mesi sembra essere stato spinto da diversi fattori di fondo. Analizzando in primo luogo i fattori economici alla base della domanda di prestiti, l’incremento del credito delle IFM alle imprese si è in parte verificato parallelamente alla ripresa degli investimenti fissi. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti non residenziali ha raggiunto il 5,7 per cento nel secondo trimestre del 2006, a fronte del 2,6 per cento nel secondo trimestre del 2005, rimanendo comunque al di sotto dei tassi di espansione registrati nel 1998-2000 durante il boom degli investimenti informatici (cfr. figura A). I risultati dell’indagine sul credito bancario di ottobre 2006 hanno altresì indicato che il forte aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese è riconducibile sempre più alla necessità di finanziare investimenti fissi¹⁾. Analogamente, i dati sui prestiti sindacati alle società non finanziarie suggeriscono che una quota sostanziale della recente crescita dei prestiti è stata ascrivibile a necessità finanziarie di spesa per investimenti e altre finalità aziendali generali, nonché a fabbisogno di capitale circolante (figura B, categoria “altro”). Più di recente, vi è stata inoltre una ripresa della spesa per scorte²⁾. Ciò ha probabilmente contribuito all’aumento del tasso di crescita nominale dei prestiti a breve termine, che in novembre ha raggiunto il 10,8 per cento sul periodo corrispondente.

I fattori finanziari sembrano avere anch’essi svolto un ruolo nei recenti andamenti del credito al settore delle società non finanziarie. In particolare, negli ultimi anni l’espansione dei prestiti

1) Cfr. il riquadro 2 Risultati dell’indagine di ottobre sul credito bancario nell’area dell’euro nel numero di novembre 2006 di questo Bollettino.
2) Come indicato, per esempio, dallo stock di prodotti acquistati dell’indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero per l’area dell’euro che ha registrato un aumento nel corso del terzo trimestre del 2006 e come risulta dall’indagine di ottobre sul credito bancario nell’area dell’euro nella quale la voce “scorte e capitale circolante” è indicata come uno dei fattori principali alla base della domanda di prestiti da parte delle imprese.

alle imprese è stata alimentata dalla dipendenza di queste ultime dalle banche (e dalle disponibilità liquide) per finanziare un crescente numero di operazioni di fusione e acquisizione, tra cui *leveraged buy-outs*³⁾. Il valore delle operazioni di fusione e acquisizione finanziate tramite disponibilità liquide e prestiti in cui società non finanziarie dell'area dell'euro hanno svolto il ruolo di acquirente ha raggiunto circa 270 miliardi di euro su base annua nel secondo trimestre del 2006, il livello più elevato dagli inizi del 2001 (cfr. figura C). Sebbene l'attività di fusione e acquisizione sia leggermente diminuita nel secondo semestre del 2006, essa si è mantenuta su livelli storicamente elevati ed è pertanto probabile che abbia continuato a contribuire significativamente all'aumento della crescita dei prestiti (cfr. figura B). Inoltre, la maggior incidenza delle operazioni finanziate tramite prestiti può altresì rispecchiare il fatto che negli ultimi anni i prestiti sindacati sembrano aver sostituito l'emissione di titoli di debito quale fonte primaria di finanziamento tramite indebitamento nelle operazioni di fusione e acquisizione. Oltre alla significativa ripresa dell'attività di fusione e acquisizione, l'indebitamento societario può essere aumentato anche al fine di finanziare altri investimenti finanziari. Secondo i dati di bilancio delle società quotate⁴⁾, dal 2003 vi è stato un forte incremento nelle attività finanziarie delle imprese nell'area dell'euro. Per contro, mentre negli anni precedenti le società non finanziarie avevano in ampia misura fatto ricorso al finanziamento tramite prestiti per ristrutturare e rifinanziare il debito esistente accumulato nel periodo 1998-2000, tale effetto sembra essersi leggermente attenuato negli ultimi anni (cfr. figura B). Inoltre, non si può escludere che parte dei fondi raccolti dalle società non finanziarie dell'area dell'euro vengano utilizzati per finanziare investimenti diretti esteri.

Alcuni fattori aggiuntivi possono avere accresciuto la capacità dei debitori dell'area dell'euro di acquisire debiti. In primo luogo, non solo i tassi di interesse reali sono stati molto bassi negli ultimi anni, ma il differenziale rispetto al costo reale delle azioni si è altresì ampliato rispetto ai livelli del 1998-2000. Ciò può aver causato uno spostamento verso livelli di indebitamento ottimali più elevati che ha accresciuto la domanda di prestiti. Inoltre, visti i bassi livelli dei tassi di interesse, gli indici di indebitamento più elevati non hanno determinato un maggiore onere per il pagamento degli interessi, il che potrebbe aver aumentato ulteriormente la capacità d'indebitamento delle imprese. In aggiunta, la domanda di prestiti da parte delle imprese può essere stata influenzata in alcune regioni dal boom dei mercati degli immobili residenziali per cui, oltre a società che investono regolarmente in immobili residenziali, anche altre aziende possono avere voluto approfittare dell'aumento dei prezzi delle abitazioni, un fattore che può avere concorso negli ultimi anni alla crescita dei prestiti alle imprese in alcuni paesi dell'area dell'euro. Nonostante la rilevanza

Figura C Operazioni di fusione e acquisizione regolate in contanti e finanziate con debito

(miliardi di euro)



Fonti: BCE e Bureau van Dijk (banca dati Zephyr).

Nota: somma mobile a 12 mesi del flusso di prestiti a società non finanziarie e valore delle transazioni per fusione e acquisizione regolate in contanti o finanziate con debito in cui le imprese dell'area dell'euro agiscono da acquirente.

3) Cfr. anche il riquadro *Evoluzione recente dell'attività di fusione e acquisizione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 e il riquadro *Tendenze recenti delle operazioni di leveraged buy-out nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2006 di questo Bollettino.

4) Sulla base dei dati di Thomson Financial Datastream.

quantitativa di questo impulso sulla domanda, è altresì probabile che i maggiori prezzi immobiliari abbiano avuto un impatto positivo sul valore netto delle imprese o sul valore delle loro garanzie, migliorando quindi il loro accesso al finanziamento bancario.

Infine, le condizioni dell'offerta di prestiti hanno subito notevoli modifiche negli ultimi anni per via delle innovazioni finanziarie e tecnologiche. In particolare, la crescente importanza della cartolarizzazione dei prestiti e la comparsa dei mercati dei derivati creditizi hanno probabilmente migliorato la gestione del rischio di credito delle banche e possono pertanto aver contribuito a un aumento nella curva dell'offerta di prestiti bancari⁵⁾. In tale contesto, le banche possono aver migliorato la propria capacità di diversificare il rischio di credito vendendo prestiti o effettuando operazioni di copertura sui mercati dei derivati. Ciò può aver contribuito al graduale allentamento dei criteri applicati per la concessione di prestiti o linee creditizie, come segnalato nell'indagine sul credito bancario di ottobre 2006 della BCE. Nel contempo, le misure di ristrutturazione e gli sforzi tesi ad accrescere l'efficienza in termini di costi hanno migliorato la capacità di prestito delle banche negli ultimi anni⁶⁾.

Nel complesso, l'incremento della crescita dei prestiti alle società non finanziarie osservato negli ultimi trimestri è riconducibile a una combinazione di fattori. La domanda di prestiti da parte delle imprese è stata alimentata, oltre che dal basso livello dei tassi di interesse reali, dalla necessità di finanziare investimenti fissi, scorte e investimenti finanziari, in particolare operazioni di fusione e acquisizione. Inoltre, l'accesso al credito delle società non finanziarie è probabilmente migliorato, ad esempio per effetto dell'allentamento delle condizioni creditizie applicate dalle banche in seguito al miglioramento degli strumenti di gestione del rischio di credito, ivi compreso lo sviluppo dei mercati dei derivati creditizi.

5) Secondo le statistiche sui mercati dei derivati non regolamentati (*over-the-counter*) pubblicate dalla BRI per il primo semestre del 2006, le consistenze nozionali in essere dei contratti di *credit default swap* hanno raggiunto circa 20.000 miliardi di dollari statunitensi alla fine di giugno 2006 (dai 10.000 miliardi di dollari di un anno prima).

6) Cfr. *EU banking sector stability*, BCE, novembre 2006.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

In ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro ha continuato ad aumentare a un ritmo sostenuto. Alla base di questo andamento vi è un incremento del tasso di espansione, già elevato, dei titoli di debito emessi da istituzioni finanziarie non monetarie e, in misura minore, da IFM; nel contempo il tasso di crescita di quelli emessi da società non finanziarie è lievemente diminuito, rimanendo sui livelli relativamente bassi osservati nei mesi precedenti. Il tasso di incremento delle azioni quotate emesse da residenti nell'area è rimasto stabile su un livello contenuto.

TITOLI DI DEBITO

In ottobre il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è salito all'8,0 per cento, dal 7,4 di settembre (cfr. tavola 3); quello dei titoli di debito a lungo termine a tasso variabile (al 16,1 per cento) ha continuato a superare largamente quello dei titoli a tasso fisso (al 5,1 per cento), sebbene quest'ultimo sia in forte crescita da giugno. Nel periodo recente, pertanto, le emissioni a tasso variabile hanno lievemente incrementato la propria incidenza sul totale dei titoli di debito emessi, rappresentandone circa il 36 per cento nel periodo compreso fra gennaio e ottobre, a fronte di quelle a tasso fisso, la cui quota nello stesso periodo si è collocata al 42 per cento. Quanto alla struttura per scadenze dei titoli di debito emessi, in ottobre è aumentato

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2006 ott.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 set.	2006 ott.
Emissione di titoli di debito:	11.020	7,5	7,4	7,4	7,1	7,4	8,0
IFM	4.521	9,2	8,9	9,2	8,4	9,0	9,7
Società finanziarie non monetarie	1.111	21,5	25,4	26,4	26,6	27,0	29,8
Società non finanziarie	644	3,5	3,4	3,7	4,6	4,8	4,5
Amministrazioni pubbliche	4.743	4,3	3,7	3,0	2,8	2,7	3,0
<i>di cui:</i>							
Amministrazioni centrali	4.445	3,9	3,2	2,5	2,2	2,2	2,6
Altre amministrazioni pubbliche	298	12,3	11,8	11,4	11,6	10,2	9,3
Emissione di azioni quotate:	5.853	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,1
IFM	1.016	2,2	1,2	1,5	1,8	1,7	2,0
Società finanziarie non monetarie	613	3,2	3,5	2,2	1,5	1,5	1,1
Società non finanziarie	4.224	0,7	0,9	0,9	1,1	1,0	0,9

Fonte: BCE.

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

il tasso di crescita dell'emissione sia di titoli a breve sia di titoli a lungo termine, raggiungendo rispettivamente il 6,6 e l'8,2 per cento.

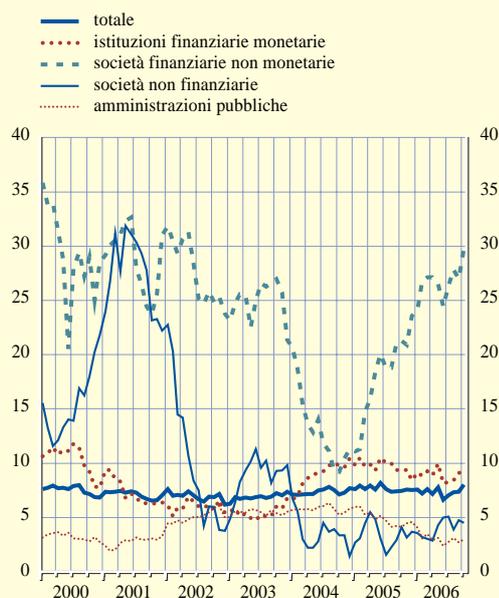
Quanto alla scomposizione per settore dell'attività di emissione, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è diminuito al 4,5 per cento in ottobre (cfr. figura 6). La crescita relativamente moderata osservata nei periodi recenti, soprattutto rispetto all'espansione vigorosa dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, sembra riflettere la sostituzione in atto, da parte delle società dell'area dell'euro, dell'emissione di titoli di debito con prestiti bancari come fonte di finanziamento esterno. I capitali raccolti attraverso i prestiti alle imprese potrebbero avere contribuito alla vigorosa attività di fusione e acquisizione nonché di acquisizione tramite capitale di prestito (*leveraged buyout*) osservata nel settore societario dell'area dell'euro in anni recenti (cfr. riquadro 2). In ottobre il tasso variazione dell'emissione di titoli a breve termine da parte di società non finanziarie è aumentato ed è diventato positivo, collocandosi allo 0,6 per cento, mentre quello relativo ai titoli a lungo termine emessi da tali società è sceso al 5,3 per cento.

Il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM è ulteriormente aumentato in ottobre, al 9,7 per cento dal 9,0 di settembre. L'espansione delle emissioni a tasso fisso si è lievemente rafforzata nell'ultimo anno, mentre quella delle emissioni a tasso variabile è considerevolmente diminuita. Il tasso di incremento delle emissioni a tasso fisso rimane tuttavia inferiore a quello delle emissioni a tasso variabile. Il tasso di incremento dei titoli di debito a breve termine è notevolmente aumentato in ottobre, al 18,3 per cento, mentre l'emissione di titoli di debito a lungo termine ha continuato a crescere a tassi analoghi a quelli osservati nei mesi precedenti (cfr. anche il riquadro *Dinamica dei titoli di debito a breve termine all'interno di M3*). Nel complesso, la vigorosa espansione dell'attività di emissione di titoli di debito da parte del settore delle IFM riflette probabilmente una domanda considerevole di fondi per rifinanziare la robusta crescita dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie.

In ottobre il tasso di espansione dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è aumentato in misura significativa, collocandosi al 29,8 per cento. L'elevato livello dell'attività di emissione da parte di società finanziarie non monetarie è in larga misura connesso al fatto che so-

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)

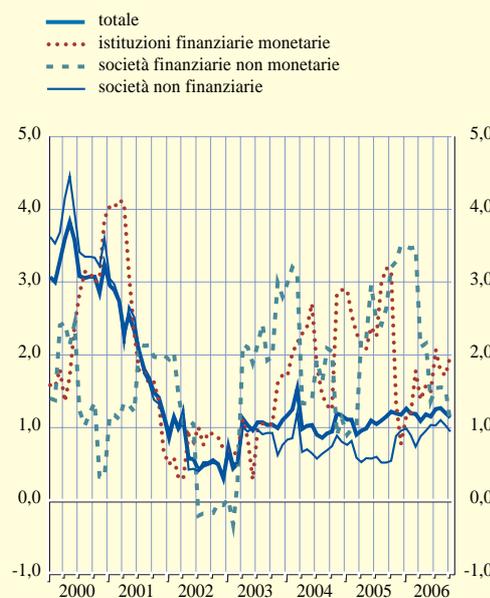


Fonte: BCE.

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

Figura 7 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

cietà non finanziarie, IFM e altri intermediari si assicurano il finanziamento esterno indirettamente, tramite società finanziarie non monetarie quali consociate finanziarie e società veicolo (*special purpose vehicles*). Inoltre, esso potrebbe anche essere connesso all'attività di acquisizione tramite capitale di prestito (*leveraged buyout*), che è stata molto intensa nel corso del 2006¹⁾.

Il tasso di incremento dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche, aumentato lievemente al 3,0 per cento in ottobre (dal 2,7 per cento di settembre), sembra aver interrotto il proprio andamento al ribasso in prossimità di un valore relativamente vicino ai livelli storicamente bassi degli inizi del 2001. Queste variazioni riflettono l'andamento del tasso di crescita dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni centrali (al 2,6 per cento in ottobre). Nonostante il calo dei mesi precedenti, l'espansione dell'attività di emissione del settore delle altre amministrazioni pubbliche continua a essere notevolmente maggiore, collocandosi in ottobre al 9,3 per cento.

AZIONI QUOTATE

In ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile all'1,1 per cento. In termini di attività di emissione per settore, il tasso di variazione delle azioni quotate emesse da società non finanziarie, che rappresentano circa tre quarti delle azioni quotate in essere, è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente, allo 0,9 per cento (cfr. figura 7). Il tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle IFM è lievemente aumentato al 2,0 per cento.

1) Cfr. il riquadro 4 *Tendenze recenti delle operazioni di leveraged buyout nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2006 di questo Bollettino.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Fra l'inizio di dicembre 2006 e i primi di gennaio 2007 i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati su tutte le scadenze. Poiché gli incrementi sono stati più pronunciati nel segmento a più lungo termine rispetto a quello a più breve termine, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è leggermente accentuata.

Nel periodo compreso tra l'inizio di dicembre 2006 e i primi di gennaio 2007 i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati, con rialzi maggiori nel segmento a più lungo termine. Rispetto all'inizio di dicembre, i tassi di interesse a uno, tre, sei e dodici mesi sono cresciuti rispettivamente di 2, 11, 14 e 21 punti base, collocandosi rispettivamente al 3,61, 3,74, 3,88 e 4,06 per cento il 10 gennaio. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è accentuata. Il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese si è ampliato da 26 punti base di inizio dicembre a 45 punti base il 10 gennaio (cfr. figura 8).

Il 10 gennaio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in marzo, giugno e settembre 2007 si situavano rispettivamente al 3,94, 4,10 e 4,14 per cento, con incrementi di 16, 29 e 37 punti base rispetto ai livelli di inizio dicembre.

Il 7 dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare i tassi di riferimento della BCE di 25 punti base, fissando il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema al 3,50 per cento a partire dall'operazione regolata il 13 dicembre. Verso la fine del periodo di mantenimento terminato il 12 dicembre l'Eonia ha raggiunto il 3,35 per cento, sotto

Figura 8 Tassi di interesse del mercato monetario

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

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

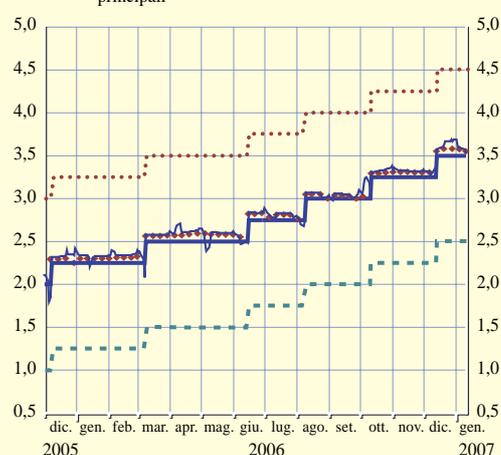


Fonti: BCE e Reuters.

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

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

- tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali
- tasso di rifinanziamento marginale
- - - tasso sui depositi overnight presso la banca centrale
- tasso overnight (Eonia)
- tasso marginale nelle operazioni di rifinanziamento principali



Fonti: BCE e Reuters.

l'impulso di aspettative da parte degli operatori di mercato di condizioni monetarie tese. Sebbene il 12 dicembre la BCE abbia condotto un'operazione di creazione di liquidità di *fine-tuning*, l'Eonia si è assestato al 3,36 per cento. Il tasso è salito al 3,57 per cento all'inizio del nuovo periodo di mantenimento avviato il 13 dicembre, rispecchiando l'innalzamento dei tassi di riferimento della BCE. Il tasso *overnight* ha registrato un ulteriore significativo incremento durante la seconda settimana del periodo di mantenimento a cavallo delle festività natalizie. L'ultimo giorno lavorativo dell'anno il tasso *overnight* è salito nuovamente, al 3,69 per cento, riflettendo il consueto effetto di fine anno. L'entità di tale effetto è stata analoga a quella dei due anni precedenti. Come in passato, la BCE ha fornito ampia liquidità alle banche in dicembre per contrastare l'incertezza in merito alla liquidità associata al periodo delle festività. Il 10 gennaio l'Eonia è sceso al 3,53 per cento, ossia 3 punti base sopra il tasso minimo di offerta (cfr. figura 9).

Nel periodo di mantenimento iniziato il 13 dicembre il tasso marginale e quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono aumentati, di riflesso alla decisione del Consiglio direttivo del 7 dicembre di innalzare i tassi di riferimento della BCE. La liquidità è stata fornita a un tasso marginale del 3,55-3,58 per cento e a un tasso medio ponderato del 3,56-3,58 per cento. L'unica eccezione è stata l'operazione d'asta di fine anno, in cui il tasso medio ponderato è salito al 3,68 per cento; il differenziale insolitamente ampio tra il tasso marginale e quello medio ponderato in tale asta ha riflesso la maggiore incertezza di fine anno.

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema condotta il 21 dicembre il tasso marginale e quello medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 3,66 e al 3,67 per cento, ossia su livelli inferiori di 5 e 4 punti base a quelli dell'Euribor a tre mesi prevalente a quella data.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati marcatamente sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti a dicembre. Tale evoluzione è principalmente riconducibile ai maggiori rendimenti reali. Nel contempo le aspettative di inflazione e i connessi premi al rischio, misurati dai tassi di inflazione di pareggio, sono rimasti sostanzialmente invariati. L'incremento dei rendimenti reali nell'area dell'euro ha riflesso prevalentemente percezioni di mercato di prospettive economiche più promettenti, come indicato dai dati economici migliori del previsto pubblicati di recente.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti a dicembre, più che compensando le lievi diminuzioni di novembre (cfr. figura 10). Nell'area dell'euro tra la fine di novembre e il 10 gennaio i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono cresciuti di circa 35 punti base, al 4,1 per cento. Negli Stati Uniti l'incremento del tasso a lungo termine comparabile è stato più moderato, con un rialzo di 20 punti base che l'ha portato attorno al 4,7 per cento il 10 gennaio. In Giappone il rendimento del titolo decennale è cresciuto di 10 punti base, chiudendo il periodo all'1,8 per cento circa. Le misure della volatilità implicita non hanno in pratica registrato variazioni di rilievo né nell'area dell'euro né negli Stati Uniti, confermando su livelli storicamente bassi l'incertezza degli operatori circa le prospettive a breve termine dei mercati obbligazionari.

Negli Stati Uniti, i rendimenti a lungo termine reali e nominali sui titoli di Stato sono aumentati parallelamente, lasciando il compenso per l'inflazione attesa e per i connessi premi al rischio sostanzialmente invariato. Tali incrementi di rendimento possono a loro volta essere in parte collegati alla diffusione di dati macroeconomici migliori del previsto. In particolare, le indagini sull'occupazione

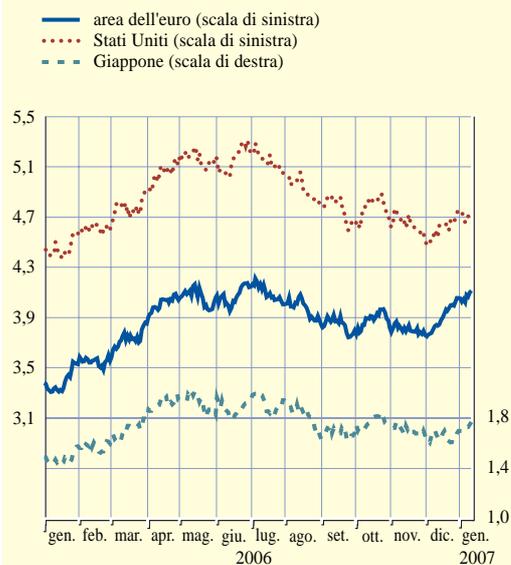
pubblicate all'inizio del periodo in esame hanno esercitato forti pressioni al rialzo sui rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato, poi ulteriormente sospinti dal dato sulla forte crescita delle vendite al dettaglio diffuso a metà dicembre. La decisione del FOMC del 12 dicembre di mantenere il tasso obiettivo sui *federal funds* immutato al 5,25 per cento, ampiamente anticipata dagli operatori di mercato, non ha esercitato un impatto pronunciato sugli andamenti dei rendimenti obbligazionari. Le aspettative di inflazione degli operatori di mercato e i connessi premi al rischio – misurati dai tassi di inflazione di pareggio a lungo termine – sono parsi rimanere sostanzialmente invariati negli Stati Uniti nel periodo in esame. Il 10 gennaio il tasso di inflazione di pareggio calcolato su obbligazioni con scadenza nel 2015 si è collocato attorno al 2,3 per cento.

I rendimenti dei titoli di Stato sono cresciuti più nell'area dell'euro che negli Stati Uniti e il differenziale fra i titoli decennali delle due regioni si è ristretto di circa 15 punti base portandosi il 10 gennaio a 60 punti base. L'aumento dei rendimenti nominali delle obbligazioni a lungo termine nell'area dell'euro è sembrato riflettere in parte un crescente ottimismo tra gli operatori di mercato in merito alle prospettive economiche per l'area dell'euro su un orizzonte di breve e medio termine. Tale valutazione è suffragata, ad esempio, dai dati economici generalmente positivi pubblicati durante il periodo in esame e dal fatto che il rendimento dell'obbligazione indicizzata con scadenza nel 2015 è aumentato di circa 40 punti base tra la fine di novembre e il 10 gennaio.

I tassi di inflazione di pareggio a lungo termine nell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati durante il periodo in esame. Il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, che costituisce unicamente un indicatore delle aspettative di inflazione di lungo periodo e dei connessi premi al rischio, è diminuito marginalmente, mantenendosi prossimo

Figura 10 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



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

Figura 11 Inflazione di pareggio, a pronti e a termine, ricavata da rendimenti zero-coupon nell'area dell'euro

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



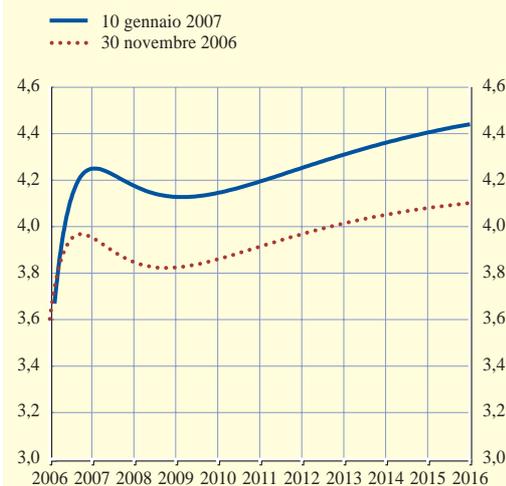
Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

al 2,1 per cento (cfr. figura 11). Inoltre, a inizio gennaio i tassi di inflazione di pareggio a cinque e dieci anni si sono collocati su livelli ravvicinati, indicando aspettative di inflazione e connessi premi al rischio alquanto simili su tali orizzonti.

Lo spostamento verso l'alto durante il periodo in esame dei segmenti a breve-medio termine della curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nell'area dell'euro è probabilmente dovuto in parte all'apparente miglioramento delle prospettive economiche percepito dagli investitori (cfr. figura 12). Tuttavia, il fatto che un percepibile spostamento verso l'alto sia stato registrato per l'intera curva suggerisce che i premi a termine, in particolare nel segmento a lungo termine della curva, potrebbero essere leggermente risaliti dai bassissimi livelli degli ultimi mesi e anni ²⁾. La decisione del Consiglio direttivo del 7 dicembre di innalzare i tassi di riferimento della BCE di 25 punti base era stata ampiamente anticipata dai mercati e non ha pertanto determinato una sostanziale revisione delle aspettative sui tassi di interesse futuri, che avrebbe inciso sui rendimenti obbligazionari.

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

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



Fonti: stime della BCE e Reuters.

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*.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

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

A ottobre dello scorso anno i tassi di interesse a breve termine delle IFM sono generalmente aumentati rispetto al mese precedente. In gran parte dei casi gli incrementi sono stati all'incirca dello stesso ordine di grandezza di quelli osservati per i corrispondenti tassi del mercato monetario (cfr. tavola 4 e figura 13). Nel contempo, come avviene solitamente, le variazioni dei tassi di interesse applicati dalle IFM agli scoperti di conto corrente e ai depositi *overnight* sono state meno marcate.

Guardando a un orizzonte più esteso, l'aumento di gran parte dei tassi a breve termine delle IFM ha seguito da vicino quello dei tassi del mercato monetario, in crescita dal settembre 2005. Nell'ultimo anno i tassi a breve termine delle IFM sono tendenzialmente saliti meno dei corrispondenti tassi del mercato monetario. Da agosto, tuttavia, questa tendenza si è attenuata e persino invertita, rispecchiando gli effetti ritardati di precedenti rialzi. Il tasso di mercato a tre mesi si è innalzato di circa 103 punti base fra dicembre 2005 e ottobre 2006. Per contro, i tassi di interesse delle IFM sui depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno sono cresciuti di circa 89 punti base. Analogamente, gli incrementi dei tassi di interesse delle IFM sui prestiti con tasso variabile e pe-

2) Cfr. il riquadro *Ruolo dei premi al rischio nel recente appiattimento della curva dei rendimenti dell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2006 di questo Bollettino.

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

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

							Variazione in punti base no ad ottobre 2006 ²⁾		
	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 set.	2006 ott.	2006 mar.	2006 giu.	2006 set.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,96	2,14	2,36	2,56	2,87	3,03	67	47	16
con durata prestabilita oltre due anni	2,02	2,18	2,43	2,57	2,68	2,84	41	27	16
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	1,98	1,97	1,98	2,03	2,26	2,29	31	26	3
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,29	2,30	2,37	2,52	2,68	2,74	37	22	6
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie	0,97	1,03	1,15	1,23	1,36	1,45	30	22	9
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,04	2,26	2,48	2,70	2,98	3,19	71	49	21
con durata prestabilita oltre due anni	2,98	3,55	3,34	3,23	3,70	4,19	85	96	49
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	6,97	6,73	6,77	7,15	7,89	7,63	86	48	-26
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,32	3,48	3,74	4,02	4,31	4,42	68	40	11
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,00	4,03	4,23	4,51	4,63	4,59	36	8	-4
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,13	5,14	5,30	5,46	5,69	5,76	46	30	7
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	4,74	4,91	68	44	17
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,06	4,10	4,19	4,40	4,59	4,59	40	19	0
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,97	3,23	3,50	3,74	4,02	4,22	72	48	20
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,88	3,98	4,22	4,26	4,48	4,47	25	21	-1
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,14	2,47	2,72	2,99	3,34	3,50	78	51	16
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,21	2,80	3,22	3,47	3,62	3,69	47	22	7
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	2,60	3,07	3,47	3,78	3,70	3,77	30	-1	7

Fonte: BCE.

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

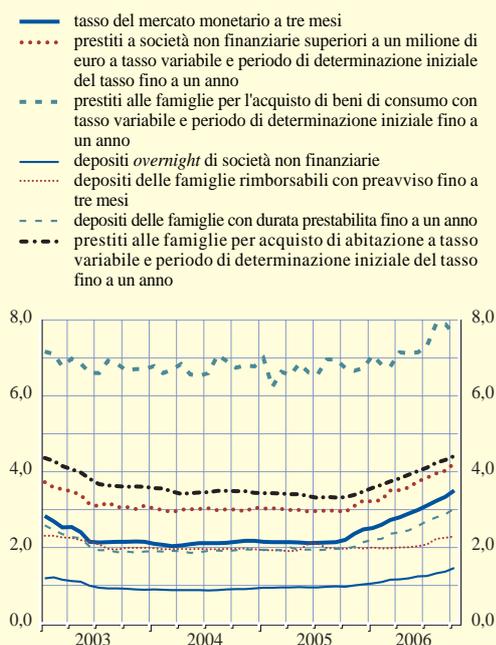
2) Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

riodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno si sono situati tra i 90 e 99 punti base nello stesso periodo. In ottobre, tuttavia, gli aumenti sul mese precedente dei tassi del mercato monetario e di quelli delle IFM sui depositi e sui prestiti sono stati sostanzialmente analoghi, ad eccezione dei tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo, che sono lievemente diminuiti.

In ottobre i tassi delle IFM sui depositi a lungo termine sono cresciuti significativamente, mentre quelli sui prestiti a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. tavola 4 e figura 14). Nei mesi precedenti i tassi delle IFM sui prestiti a lungo termine avevano in genere registrato aumenti minori rispetto agli incrementi dei tassi di mercato con scadenza comparabile. Ciò probabilmente riflette il fatto che, di norma, vi è uno sfasamento temporale fra la variazione dei tassi di mercato e

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

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

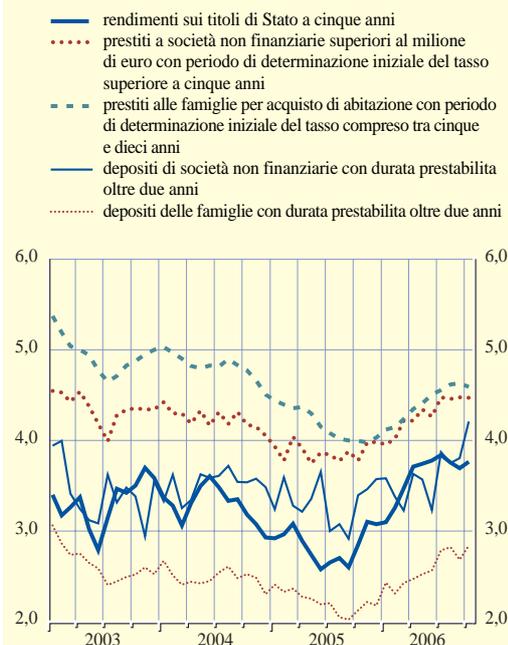


Fonte: BCE.

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

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

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



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.

il conseguente aggiustamento dei tassi bancari al dettaglio. Nel contempo va altresì rilevato che i tassi di interesse delle IFM sui depositi con durata prestabilita superiore a due anni delle società non finanziarie hanno segnato forti oscillazioni e si sono collocati attorno al 4,2 per cento in ottobre.

Ancora in un'ottica di più lungo periodo, la maggioranza dei tassi di interesse delle IFM sui prestiti a lungo termine ha seguito l'andamento ascendente osservato dal settembre 2005 per i corrispondenti tassi di mercato. Gli incrementi dei tassi delle IFM sono tuttavia stati più contenuti rispetto a quelli dei tassi di mercato a lungo termine, comprimendo così i relativi margini bancari. Il rendimento dei titoli di Stato quinquennali nell'area dell'euro è ad esempio salito di 70 punti base fra il dicembre 2005 e l'ottobre 2006, mentre i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni sono aumentati di appena 56 punti base circa. Nel caso dei prestiti a società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni, i tassi delle IFM sono cresciuti di 49 punti base per ogni categoria dimensionale dei prestiti. Gli incrementi osservati nei tassi sui depositi a lungo termine tra il dicembre 2005 e l'ottobre 2006 sono comparabili a quelli dei corrispondenti tassi di mercato, indicando il completamento della trasmissione ai tassi bancari delle variazioni dei tassi di mercato registrate nel periodo.

2.6 MERCATI AZIONARI

Le quotazioni azionarie sono salite marcatamente in dicembre nell'area dell'euro e in Giappone, mentre negli Stati Uniti si è registrata una progressione più moderata. I recenti andamenti nell'area dell'euro sono da considerare nel contesto della persistente forte crescita degli utili effettivi e attesi, delle notizie generalmente favorevoli sulle prospettive economiche e probabilmente anche di un ulteriore aumento della propensione al rischio degli investitori.

In dicembre gli indici azionari ampi dei principali mercati hanno continuato ad aumentare (cfr. figura 15). Tale evoluzione va considerata nel contesto delle notizie generalmente favorevoli in merito alle prospettive delle rispettive economie. Nell'area dell'euro i corsi azionari, misurati dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono saliti marcatamente, del 4 per cento circa, tra la fine di novembre e il 10 gennaio. Nello stesso periodo l'indice statunitense Standard & Poor's 500 è cresciuto di un più modesto 1 per cento, mentre le quotazioni azionarie del Giappone misurate dall'indice Nikkei 225 hanno anch'esse segnato un rialzo, del 4 per cento circa. Sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti il grado di incertezza degli operatori circa gli andamenti a breve termine dei mercati azionari, misurato dalla volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni su azioni, è lievemente aumentato nel periodo in esame, ma si è comunque mantenuto su livelli storicamente bassi in entrambe le regioni.

Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie hanno continuato a salire in dicembre. In media, i dati sulla crescita degli utili hanno continuato a sorprendere in positivo. La crescita degli utili annui effettivi delle società comprese nell'indice Standard & Poor's 500 è rimasta sostanzialmente invariata rispetto a novembre, attorno al 14 per cento, mentre secondo l'I/B/E/S³⁾ le aspettative a dodici mesi degli analisti sulla crescita degli utili si sono mantenute prossime al livello del 10 per cento in dicembre. Tuttavia, l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine e alcune voci di mercato secondo cui la Federal Reserve potrebbe adottare un orientamento di politica monetaria più restrittivo di quanto precedentemente atteso potrebbero aver frenato ulteriori rialzi delle quotazioni azionarie.

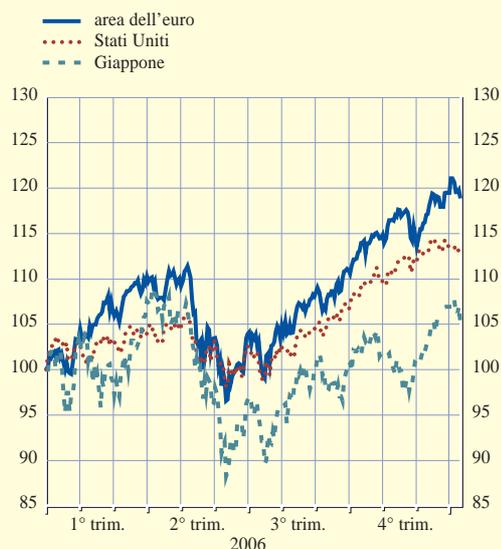
I corsi azionari dell'area dell'euro sono aumentati marcatamente nel periodo in esame malgrado l'incremento dei tassi di interesse a lungo termine. Diversi fattori hanno contribuito a tale rialzo, tra cui i dati relativi a una persistente forte crescita degli utili societari effettivi e le notizie positive sulle prospettive economiche. La crescita degli utili annui effettivi delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx si è situata attorno al 19 per cento in dicembre, un livello mantenuto per la maggior parte del 2006. Secondo l'I/B/E/S, le attese degli analisti sulla crescita degli utili delle società incluse in tale indice sono diminuite leggermente, non solo per i prossimi dodici mesi ma anche per orizzonti più lunghi (da tre a cinque anni). Tuttavia la crescita attesa degli utili si è mantenuta intorno al 10 per cento, su livelli pertanto sostanzialmente in linea con i solidi risultati degli ultimi due anni.

Inoltre, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro potrebbero aver altresì beneficiato sia della percezione di un minor livello di rischio sia di una maggiore propensione al rischio da parte degli operatori di mercato, due circostanze capaci di ridurre il premio richiesto dagli investitori per detenere azioni. L'aumento della generica propensione al rischio degli operatori è coerente con l'ulteriore restringimento dei differenziali sulle obbligazioni societarie con merito di credito BBB in dicembre e a inizio gennaio.

3) *Institutional Brokers' Estimates System.*

Figura 15 Indici dei corsi azionari

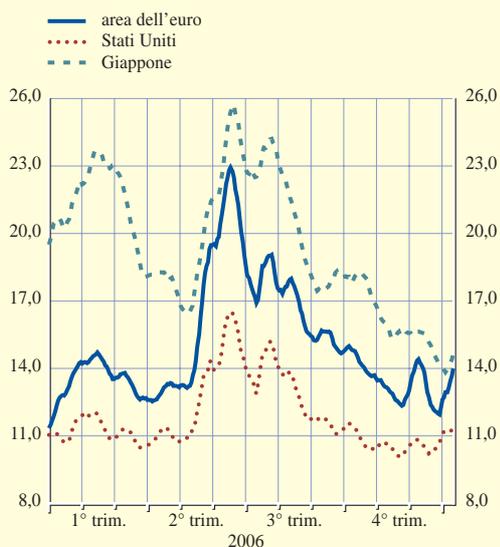
(indice: 1° gennaio 2006 = 100; dati giornalieri)



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

Figura 16 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



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

I tassi di interesse a lungo termine sono aumentati marcatamente sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti in dicembre e all'inizio di gennaio, mentre le quotazioni azionarie sono cresciute in misura significativa solo nell'area dell'euro. Dato che i tassi di interesse a lungo termine sono utilizzati come fattore di sconto per gli utili futuri, un forte incremento dei tassi di interesse determina di norma una risposta più moderata dei corsi azionari a segnali di prospettive economiche più positive. Su questo sfondo, il forte rialzo delle quotazioni dell'area dell'euro potrebbe essere collegato al vigore degli utili e più in generale alle prospettive dei mercati azionari. L'indagine *Global Fund Manager Survey* in dicembre ha rilevato che i livelli di valutazione dei mercati azionari e le prospettive degli utili societari erano entrambi percepiti come relativamente più favorevoli nell'area dell'euro, il che potrebbe aver creato un maggior margine per una reazione dei corsi azionari a notizie positive.

3 PREZZI E COSTI

Si stima che in dicembre l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro sia rimasta invariata all'1,9 per cento, dopo essere aumentata in novembre a causa di un effetto base. Mentre la recente dinamica dei prezzi alla produzione segnala il perdurare di pressioni al rialzo per effetto dei passati rincari delle materie prime petrolifere e non petrolifere, le pressioni generate dal mercato del lavoro sono rimaste contenute. All'inizio del 2007 l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe risentire dell'incremento delle imposte indirette in gennaio, sebbene le esatte conseguenze dell'aumento delle entrate rimangano incerte. Nel 2007 è probabile che l'inflazione armonizzata abbia un andamento variabile a causa di effetti base e dei futuri andamenti dei corsi petroliferi. In una prospettiva di più lungo periodo, si prevede che il tasso di inflazione sui dodici mesi oscillerà intorno al 2 per cento nel 2007 e 2008. Il rischi sulle prospettive per l'inflazione rimangono al rialzo.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER DICEMBRE 2006

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in dicembre l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo è rimasta stabile all'1,9 per cento (cfr. tavola 5). Non sono ancora disponibili dati disaggregati sulle variazioni delle componenti dell'indice. Se la stima rapida verrà confermata, l'inflazione armonizzata nel 2006 sarà stata pari al 2,2 per cento in media, lo stesso livello registrato nel 2005.

INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A NOVEMBRE 2006

Tra ottobre e novembre l'inflazione armonizzata è aumentata in misura significativa, dall'1,6 all'1,9 per cento (cfr. figura 17). L'aumento dell'inflazione complessiva è riconducibile quasi per intero a un effetto base sfavorevole sui prezzi dei beni energetici, ma anche a un lieve incremento della componente dei prodotti alimentari freschi. La crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici è rimasta invariata all'1,6 per cento, rispecchiando la sostanziale stabilità della dinamica dei prezzi nelle componenti meno variabili dell'indice.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2005	2006	2006 lug.	2006 ago.	2006 set.	2006 ott.	2006 nov.	2006 dic.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,2	.	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9
Beni energetici	10,1	.	9,5	8,1	1,5	-0,5	2,1	.
Alimentari non trasformati	0,8	.	3,2	3,9	4,6	4,2	4,4	.
Alimentari trasformati	2,0	.	2,3	2,2	1,8	2,3	2,2	.
Beni industriali non energetici	0,3	.	0,6	0,6	0,8	0,8	0,8	.
Servizi	2,3	.	2,1	1,9	2,0	2,1	2,1	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	4,1	.	6,0	5,7	4,6	4,0	4,3	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	52,9	58,8	57,8	50,3	47,6	46,7	47,4
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,4	24,8	26,7	26,8	26,4	28,7	22,9	17,7

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

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

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

Per gran parte del 2006 la dinamica dei prezzi dei beni energetici ha determinato in misura significativa l'andamento dell'inflazione misurata sullo IAPC complessivo. La flessione dei corsi petroliferi, oltre a effetti base favorevoli, è stata la determinante principale del calo dell'inflazione complessiva tra luglio e ottobre. Tuttavia, in novembre l'effetto base sfavorevole, derivante dai minori prezzi dei beni energetici nello stesso mese del 2005, ha più che compensato l'impatto della flessione simultanea delle quotazioni petrolifere. Di conseguenza, tra ottobre e novembre la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è aumentata da -0,5 al 2,1 per cento. Come illustrato nel riquadro 3, nel 2007 gli effetti base riconducibili ai beni energetici, nonché ad altre componenti dello IAPC, dovrebbero incidere in modo significativo sull'andamento mensile dell'inflazione armonizzata.

La crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi, dopo un lieve calo in ottobre, è di nuovo leggermente aumentata in novembre per effetto di un rincaro dei prodotti ortofrutticoli. Nonostante ciò, le dinamiche di breve periodo indicano che le pressioni sui prezzi degli alimentari freschi nel loro complesso, dovute alle avverse condizioni meteorologiche in estate, hanno registrato un ulteriore calo, misurato da una flessione del tasso di incremento destagionalizzato sui tre mesi espresso in ragione d'anno.

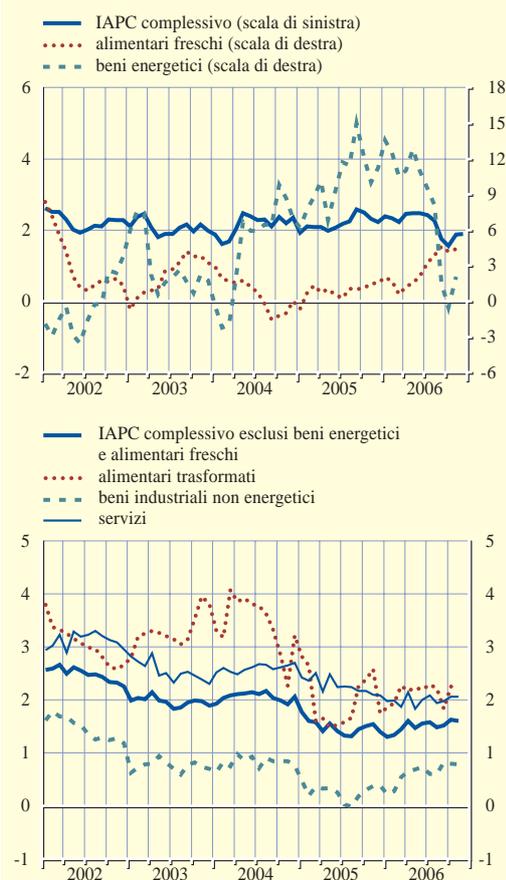
Riquadro 3

IL RUOLO DEGLI EFFETTI BASE NEL DETERMINARE GLI ANDAMENTI RECENTI E FUTURI DELL'INFLAZIONE ARMONIZZATA

L'inflazione armonizzata ha mostrato di recente una marcata volatilità: dal 2,3 per cento in agosto è diminuita notevolmente all'1,7 in settembre e all'1,6 in ottobre, per poi risalire all'1,9 in novembre. Questo andamento è ascrivibile in larga misura alla dinamica dei prezzi dei beni energetici, in particolare a quelli del petrolio. Tuttavia, le variazioni dell'incremento dello IAPC in alcuni mesi specifici sono state determinate non solo dalla recente dinamica di breve periodo dei prezzi (ovvero le variazioni fra un mese e l'altro), ma anche dalla volatilità dei prezzi nell'anno precedente, per via del cosiddetto "effetto base". Un effetto base potrebbe essere definito come il contributo alla variazione in un dato mese del tasso di inflazione sui dodici mesi derivante da una deviazione del tasso di variazione dei prezzi sul mese precedente nel mese di riferimento (ovvero

Figura 17 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

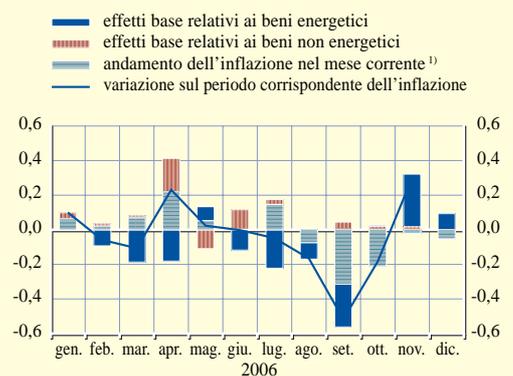
lo stesso mese dell'anno precedente) dal normale andamento stagionale ¹⁾. Per alcune componenti, tuttavia, questo dato potrebbe essere caratterizzato da qualche incertezza, in quanto l'andamento stagionale può essere variabile (i prezzi degli alimentari freschi potrebbero risentire delle condizioni meteorologiche, la stagionalità dei prezzi delle vacanze organizzate potrebbe cambiare a causa di effetti di calendario) o mutare nel tempo (ad esempio, le variazioni delle normative riguardanti i ribassi praticati nel periodo dei saldi potrebbero incidere sulla dinamica stagionale dei prezzi dei beni industriali non energetici in gennaio). Questo riquadro esamina il ruolo degli effetti base nel determinare i più recenti andamenti dell'inflazione armonizzata e fornisce alcune indicazioni sul loro probabile impatto nel 2007.

Il calcolo dell'andamento stagionale mensile delle singole componenti dello IAPC consente di stimare i rispettivi contributi alle variazioni mensili dell'inflazione armonizzata di effetti base e andamenti correnti. Come mostra la Figura A, gli effetti base hanno contribuito in modo significativo a determinare la dinamica dell'inflazione nel 2006 ²⁾. In particolare, effetti base marcati derivanti dai forti rincari dei beni energetici nel 2005 hanno avuto un impatto favorevole (verso il basso) sull'inflazione per gran parte dell'anno. In settembre il significativo calo dell'inflazione sui dodici mesi è stato determinato quasi per metà dal forte rincaro dei beni energetici un anno prima, successivamente agli uragani Katrina e Rita. Per contro, in novembre un vigoroso effetto base sfavorevole connesso ai prezzi dei beni energetici ha avuto un impatto al rialzo sull'inflazione armonizzata. In dicembre dovrebbe esserci stato un ulteriore effetto base sfavorevole, anche se più contenuto, risultante dai prezzi dei beni energetici. Nel complesso, gli effetti base derivanti dalle componenti non energetiche sono stati relativamente modesti nel 2006, con l'importante eccezione del periodo da aprile a giugno, a causa di una certa variabilità stagionale dei prezzi nel settore dei servizi. Il motivo è da ricercare in uno spostamento della ricorrenza delle vacanze primaverili rispetto all'anno precedente, che ha inciso sui prezzi delle vacanze organizzate.

Per completare l'analisi delle variazioni dell'inflazione armonizzata sui dodici mesi, è opportuno considerare le recenti dinamiche di breve periodo dei prezzi, ad esempio il tasso di incremento (destagionalizzato) dello IAPC sui tre mesi espresso in ragione d'anno ³⁾. La figura B

Figura A Decomposizione delle variazioni mensili dell'inflazione armonizzata nel 2006

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



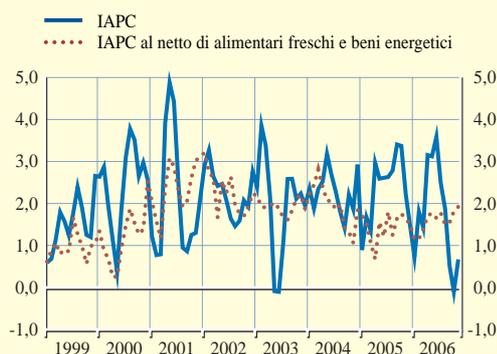
Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Calcolato come differenza tra la variazione sul periodo corrispondente dell'inflazione e la combinazione degli effetti base delle componenti energetiche e non energetiche.

- 1) Cfr. il riquadro *Effetti base e loro impatto sull'inflazione al consumo agli inizi del 2005* nel numero di gennaio 2005 di questo Bollettino.
- 2) Il contributo degli effetti base alle variazioni mensili della crescita sui dodici mesi dell'inflazione viene calcolato come la deviazione della variazione (non destagionalizzata) sul mese precedente un anno prima da quella sul mese precedente ritenuta "normale". La variazione "normale" sul mese precedente si ottiene aggiungendo il fattore stagionale stimato per ciascun mese alla variazione media sul mese precedente osservata dal gennaio 1995.
- 3) Questo tasso di incremento può essere interpretato come la crescita sui dodici mesi che si avrebbe se i rincari registrati nell'ultimo periodo di tre mesi si protraessero per un anno intero. Cfr. il riquadro *L'analisi degli andamenti dello IAPC sulla base dei dati destagionalizzati* nel numero di gennaio 2001 di questo Bollettino.

Figura B Andamento dell'inflazione armonizzata (IAPC) di breve periodo destagionalizzata

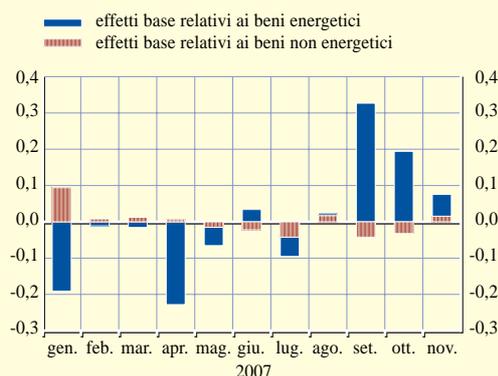
(variazioni percentuali sui tre mesi annualizzate)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: la componente energetica non è aggiustata per gli effetti stagionali.

Figura C Contributi degli effetti base alle variazioni mensili attese dell'inflazione armonizzata nel 2007

(punti percentuali)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

mostra questo indicatore sia per lo IAPC complessivo sia per l'indice al netto di beni energetici e alimentari freschi. Questo dato ha mostrato di recente una variabilità molto marcata nel caso dell'indice complessivo, che è stato fortemente influenzato dalle variazioni dei prezzi dell'energia rispetto al mese precedente. Per contro, il tasso di variazione sui tre mesi dello IAPC al netto delle componenti più volatili, beni energetici e alimentari freschi, espresso in ragione d'anno ha mostrato una sostanziale stabilità negli ultimi due anni, pur essendo aumentato di recente.

Nel 2007 gli effetti base dovrebbero contribuire ancora in maniera rilevante all'andamento dell'inflazione (cfr. figura C). L'impatto più significativo sarà determinato dalla dinamica dei prezzi dei beni energetici nel 2006, che nel complesso influenzerà positivamente l'inflazione da gennaio a luglio 2007. Per contro, nella seconda metà del 2007 la crescita sui dodici mesi dello IAPC sarà condizionata da effetti base sfavorevoli connessi ai beni energetici, che saranno particolarmente vigorosi in settembre e ottobre. Per tutto il 2007 gli effetti base derivanti dalle componenti non energetiche saranno in media relativamente modesti. In gennaio, tuttavia, il tasso di inflazione armonizzato potrebbe essere spinto verso l'alto da effetti base cumulati derivanti dai prezzi dei beni industriali non energetici (di riflesso ai forti sconti stagionali per abbigliamento e calzature nel gennaio 2006) e da quelli dei servizi (in particolare a causa della dinamica dei prezzi dei trasporti l'anno precedente). In gennaio, tuttavia, l'effetto base sarà nel complesso favorevole a causa del summenzionato forte impatto al ribasso dell'effetto base connesso ai beni energetici.

Nel complesso, fra gennaio e novembre 2007 gli effetti base cumulati avranno un impatto quasi nullo sulle variazioni della crescita dello IAPC. Fra gennaio e luglio gli effetti base nel loro complesso dovrebbero determinare un calo dell'inflazione armonizzata di 0,4 punti percentuali, ma un aumento di 0,5 punti percentuali fra agosto e novembre.

Questa analisi non solo ha mostrato che nel 2006 gli effetti base hanno avuto un impatto significativo sulle variazioni mensili dell'inflazione nell'area dell'euro, ma ha altresì indicato che essi contribuiranno anche a delineare l'andamento dell'inflazione complessiva nel 2007, quando,

specialmente verso la fine dell'anno, dovrebbero determinare una vigorosa spinta al rialzo. Il contributo degli effetti base alle variazioni mensili dell'inflazione complessiva deve essere preso in considerazione nel valutare la dinamica dei prezzi e le pressioni inflazionistiche di fondo nel corso del 2007.

In novembre le componenti meno variabili dell'indice, ovvero i prodotti alimentari trasformati, i beni industriali non energetici e i servizi, hanno mostrato una crescita sui dodici mesi sostanzialmente stabile. C'è stato un lieve rallentamento dei prezzi degli alimentari trasformati, mentre il tasso di incremento dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi è rimasto invariato. Come già evidenziato in precedenza, anche la crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici è rimasta invariata all'1,6 per cento. Negli ultimi mesi, tuttavia, la dinamica di breve periodo è lievemente aumentata: tra settembre e novembre, infatti, il tasso di incremento sui tre mesi destagionalizzato espresso in ragione d'anno è salito dall'1,5 all'1,9 per cento. Anche tenendo conto della variabilità delle oscillazioni di breve periodo, rimane comunque valida la valutazione complessiva secondo cui le pressioni sui prezzi interni sono rimaste contenute, con una trasmissione degli scorsi rincari delle materie prime petrolifere e non petrolifere ai prezzi al consumo relativamente limitata.

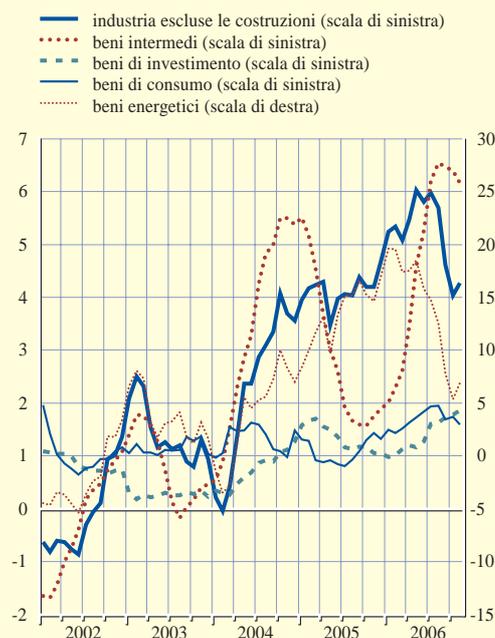
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In novembre la crescita sui dodici mesi dell'indice dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è aumentata al 4,3 per cento, dal 4,0 in ottobre (cfr. figura 18). Così come per l'inflazione armonizzata, anche questa accelerazione è stata determinata principalmente da un effetto base sui prezzi dei beni energetici.

Il tasso di variazione dei prezzi dei beni intermedi ha mostrato in novembre un'ulteriore lieve flessione, pur rimanendo a un livello molto elevato. Tuttavia, negli ultimi mesi la dinamica di breve periodo dei prezzi dei beni intermedi si è attenuata, rispecchiando presumibilmente il calo delle quotazioni petrolifere, le minori pressioni al rialzo sui prezzi delle materie prime industriali e l'apprezzamento dell'euro. Sempre in novembre è diminuita anche la crescita dei prezzi dei beni di consumo. Inoltre, sembra che al momento si sia arrestata la graduale accelerazione dei prezzi dovuta agli effetti indiretti dei passati rincari delle materie prime dalla metà del 2005. Per contro, i prezzi dei beni di investimento hanno continuato ad accelerare, indicando un graduale trasferimento dei rincari degli input. Nel complesso, la trasmissione degli scorsi rincari delle materie prime ai prezzi alla produzione è rimasta contenuta e

Figura 18 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



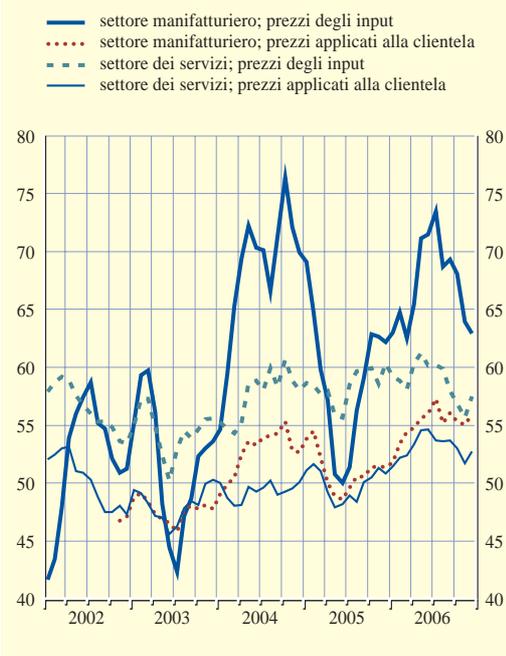
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro inclusa la Slovenia.

sembra che in effetti sia stata mitigata sia dalla recente flessione dei corsi petroliferi sia dall'aprezzamento dell'euro. Permangono tuttavia pressioni inflazionistiche agli stadi successivi della catena produttiva, che potrebbero trasmettersi ai prezzi al consumo, in particolare se la domanda sarà vigorosa.

Le più recenti informazioni ricavate dall'indagine presso i responsabili degli acquisti suggeriscono il protrarsi in dicembre dei rincari dell'output nel settore dei servizi e in quello manifatturiero, nonostante quest'ultimo abbia registrato un'ulteriore attenuazione della dinamica dei prezzi degli input (cfr. figura 19), che sarebbe riconducibile principalmente alla flessione delle quotazioni petrolifere nella seconda metà del 2006. L'indice basato sull'indagine, nonostante sia calato negli ultimi mesi, è ancora sensibilmente superiore al valore soglia di 50, indicando quindi il protrarsi di spinte inflazionistiche. In dicembre l'indice dei prezzi degli input nel settore dei servizi è aumentato, dopo la forte flessione registrata a partire da giugno. Sempre in dicembre l'indice dei prezzi applicati alla clientela è aumentato in entrambi i settori, segnalando che le imprese hanno l'intenzione e la capacità di trasferire ai clienti i rincari degli input.

Figura 19 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



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

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

I dati più recenti desunti dai vari indicatori del costo del lavoro suggeriscono un ridimensionamento della dinamica salariale nel terzo trimestre del 2006, avvalorando ulteriormente la valutazione secondo cui i fattori alla base degli incrementi salariali nel secondo trimestre erano principalmente di natura temporanea (cfr. tavola 6 e figura 20). Nel complesso, le spinte inflazionistiche generate dal mercato del lavoro sono rimaste piuttosto contenute.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	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	2,4	2,4	2,1	2,4	2,3	2,4	2,0
Redditi per occupato	2,1	1,6	1,5	1,9	2,1	2,3	2,0
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	1,0	0,7	0,9	1,0	1,2	1,5	1,2
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,1	0,9	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8

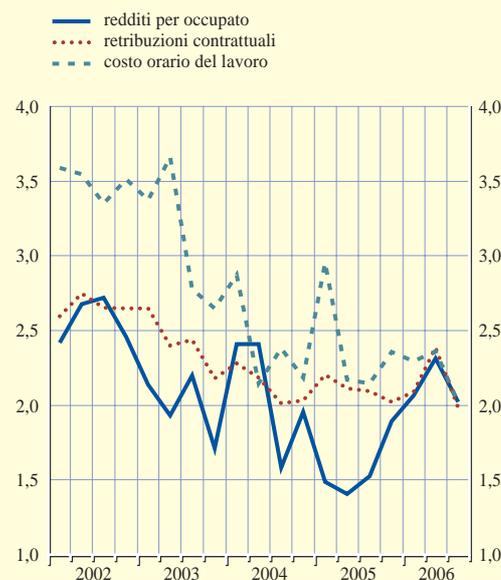
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sul costo orario complessivo del lavoro e sulla produttività del lavoro si riferiscono all'area dell'euro inclusa la Slovenia.

Tutti gli indicatori del costo del lavoro sono attualmente disponibili fino al terzo trimestre del 2006. Nel terzo trimestre la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato si è collocata al 2,0 per cento, in calo rispetto al 2,3 e al 2,1 registrati rispettivamente nel secondo e primo trimestre. Nel terzo trimestre anche l'incremento del costo totale del lavoro per ora lavorata nelle imprese non agricole è diminuito al 2,0 per cento, dal 2,4 nel trimestre precedente. Anche se questo tasso di crescita è il più basso dal terzo trimestre del 1998, va tenuto presente che i dati tendono ad essere piuttosto variabili. A parte la variabilità di breve periodo, la crescita sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro ha oscillato intorno al 2,25 per cento da oltre due anni. Inoltre, nel terzo trimestre anche la dinamica delle retribuzioni contrattuali è calata al 2,0 per cento, dal 2,4 del trimestre precedente. La moderazione della crescita salariale nel terzo trimestre segnalata da tutti e tre gli indicatori ha confermato la precedente valutazione secondo cui i fattori (come i pagamenti una tantum) che hanno inciso sulla dinamica salariale nel secondo trimestre avevano natura temporanea.

Figura 20 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

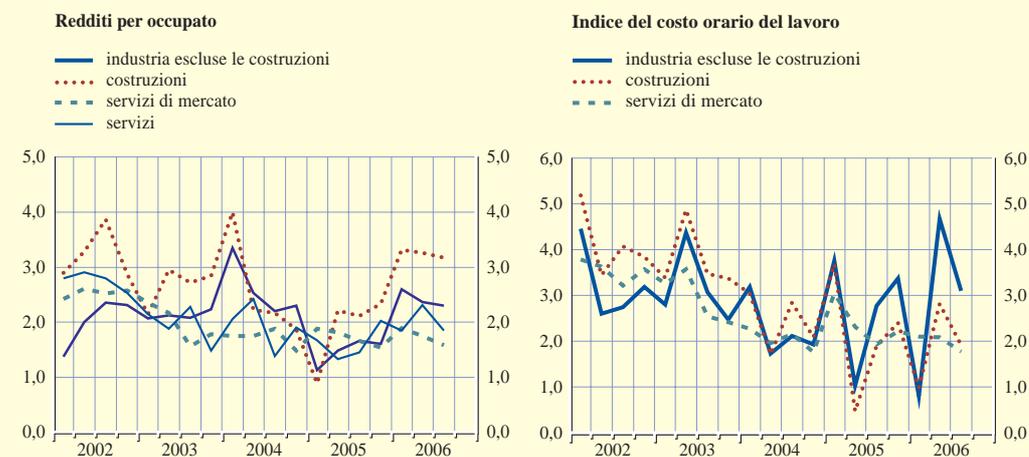


Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati sul costo orario del lavoro si riferiscono all'area dell'euro inclusa la Slovenia.

A livello settoriale, la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è diminuita in tutti i settori dell'economia nel terzo trimestre del 2006, ma specialmente in quello dei servizi (cfr. figura 21). Per quanto concerne il costo orario del lavoro, il recente calo del tasso di crescita

Figura 21 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

complessivo è ascrivibile a tutti i settori dell'economia; in particolare, nel settore industriale si è registrata la maggiore riduzione, anche se l'incremento del costo del lavoro è rimasto notevolmente al di sopra di quello nelle costruzioni e nei servizi di mercato.

L'attenuazione della dinamica dei redditi per occupato nel loro complesso è stata accompagnata da una flessione della produttività del lavoro. Di conseguenza, nel terzo trimestre la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasta stabile allo 0,8 per cento, a indicare un contenimento delle pressioni inflazionistiche generate dal mercato del lavoro, anche se un protratto miglioramento delle condizioni in tale mercato potrebbe alla fine determinare maggiori spinte inflazionistiche. Tuttavia, questo quadro di crescita relativamente contenuta dei redditi per occupato nell'area riflette andamenti molto diversi nelle economie dell'area; infatti, un tasso medio di incremento così moderato dipenderebbe in larga misura dalla modesta dinamica dei salari in alcuni paesi. Questi differenziali di crescita salariale nei paesi dell'area si riflettono anche nei differenziali dell'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nei primi mesi del 2007 l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro dovrebbe risentire degli effetti attesi dell'incremento dell'IVA in Germania. Le informazioni al riguardo sono al momento insufficienti e prevalentemente aneddotiche, e una valutazione più precisa sarà possibile solo dopo la pubblicazione dei prossimi indici. Nel breve termine, il livello esatto dell'inflazione misurata sullo IAPC dipenderà anche dalla dinamica dei prezzi del petrolio. L'inflazione inoltre varierà a causa di effetti base connessi alle scorse marcate oscillazioni dei prezzi dei beni energetici. Nel complesso, l'inflazione dovrebbe oscillare intorno al 2 per cento nel 2007 e 2008.

L'analisi della dinamica dei prezzi alla produzione suggerisce il persistere di pressioni al rialzo che potrebbero ripercuotersi ulteriormente sui prezzi al consumo, in particolare se il vigore della domanda lo permetterà. Le pressioni di fondo generate da altre fonti interne, specialmente dal mercato del lavoro, sono rimaste contenute e dovrebbero aumentare solo gradualmente e in misura limitata, qualora persista la moderazione salariale.

Le prospettive per l'inflazione rimangono soggette a rischi al rialzo, quali una trasmissione degli effetti dei passati rincari petroliferi ai prezzi al consumo maggiore di quanto al momento anticipato, un ulteriore rialzo dei prezzi dei beni energetici e incrementi di prezzi amministrati e imposte indirette, oltre a quelli già previsti. In maniera più rilevante, alla luce del favorevole andamento della crescita e delle condizioni tese sul mercato del lavoro, la dinamica salariale potrebbero essere più vigorosa di quanto attualmente anticipato.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Gli indicatori economici a breve termine pubblicati di recente suggeriscono il perdurare del vigore dell'attività economica nel quarto trimestre del 2006, dopo la dinamica molto forte che aveva caratterizzato la prima metà dell'anno. Nonostante il lieve calo degli ultimi mesi, gli indicatori desunti dalle indagini per il settore industriale si sono mantenuti su livelli elevati. Al contempo, la crescita dei consumi è attualmente sostenuta dall'incremento della fiducia dei consumatori e dall'andamento favorevole del mercato del lavoro. L'espansione dell'economia nell'area dell'euro sul finire dell'anno dovrebbe essere stata sospinta principalmente dalla domanda interna. Tale scenario sarebbe soggetto a rischi verso il basso connessi a timori di un aumento delle pressioni protezionistiche, a un possibile riassorbimento disordinato degli squilibri internazionali e a eventuali nuovi rincari del petrolio.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La seconda stima dei dati di contabilità nazionale per il terzo trimestre del 2006 ha confermato che la crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali dell'area dell'euro è stata dello 0,5 per cento, dopo l'1,0 per cento registrato nel secondo trimestre (cfr. figura 22). Rispetto a un anno prima, l'espansione del PIL dell'area nel terzo trimestre è stata pari al 2,7 per cento, leggermente inferiore a quella del secondo. La determinante principale dell'attività economica nel terzo trimestre è stata la domanda interna al netto delle scorte, che ha fornito un contributo di 0,6 punti percentuali alla crescita del PIL sul trimestre precedente. L'apporto delle esportazioni nette all'espansione del PIL è stato negativo, a fronte di quello nullo del secondo trimestre. Il contributo delle scorte è stato lievemente positivo ma inferiore a quello del trimestre precedente.

Per quanto riguarda la scomposizione della spesa, nel terzo trimestre la crescita degli investimenti è rimasta robusta, sebbene inferiore al tasso eccezionalmente alto osservato nel trimestre precedente. L'espansione sul periodo precedente dei consumi sia privati che collettivi è fortemente aumentata nel terzo trimestre, portandosi rispettivamente allo 0,7 e allo 0,6.

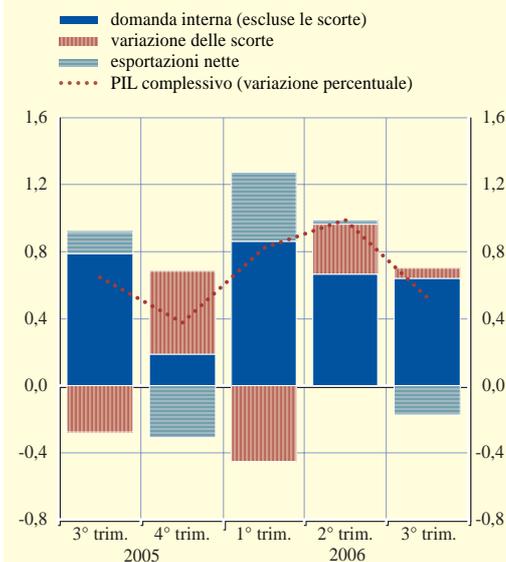
PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

La composizione settoriale dell'attività economica nel terzo trimestre del 2006 (riportata nel numero di dicembre 2006 di questo Bollettino) indica una crescita generalizzata in tutti i settori. L'espansione del valore aggiunto nell'industria al netto delle costruzioni e nelle costruzioni ha continuato ad aumentare nel terzo trimestre, pur in misura lievemente minore rispetto agli elevati tassi osservati nel secondo trimestre. Il valore aggiunto nel settore dei servizi è stato più modesto nel terzo trimestre.

La produzione industriale al netto delle costruzioni è diminuita dello 0,1 per cento in ottobre,

Figura 22 Crescita del PIL a prezzi costanti e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

dopo un calo dell'1,1 per cento in settembre. In termini di media mobile a tre mesi, la crescita della produzione industriale si è ridotta ulteriormente allo 0,5 per cento in ottobre rispetto alla media corrispondente di tre mesi prima (cfr. figura 23). Per quanto concerne le principali componenti, il tasso di crescita in termini di media mobile a tre mesi si è ridotto, pur rimanendo positivo, per i beni intermedi e di investimento, mentre si è mantenuto invariato per i beni di consumo e negativo per il settore energetico.

In ottobre i nuovi ordini industriali sono diminuiti dello 0,6 per cento sul mese precedente, dopo una flessione dell'1,4 per cento in settembre. In termini di media mobile a tre mesi, essi sono aumentati del 3,2 per cento nel periodo che termina a ottobre rispetto alla media corrispondente di tre mesi prima, continuando a segnalare pertanto una dinamica positiva nel settore industriale. Tale incremento risulta confermato anche escludendo gli "altri mezzi di trasporto", quali navi e mezzi ferroviari e aerospaziali, che costituiscono una componente particolarmente volatile dei dati sui nuovi ordini.

Nel complesso, gli andamenti di ottobre indicano una crescita positiva nel settore industriale all'inizio del quarto trimestre, sebbene a un ritmo inferiore rispetto a quello osservato nella prima metà dell'anno. In una prospettiva di più lungo termine, la crescita della produzione industriale nel corso del 2006 non ha raggiunto i livelli registrati nei precedenti periodi di espansione economica, come quello compreso tra il 1999 e il 2000. I dati dell'indagine della Commissione europea sui limiti della produzione manifatturiera, unitamente ad altre informazioni economiche rilevanti, possono fornire alcune spiegazioni per tale fenomeno. Rispetto a periodi di espansione precedenti la carenza di macchinari è divenuta di recente il principale fattore di limitazione della produzione manifatturiera nell'area dell'euro. Ciò può essere ascrivibile al basso livello di investimenti registrato per un certo periodo nell'area. Il riquadro 4 esamina in maggior dettaglio gli andamenti dei vincoli alla produzione manifatturiera.

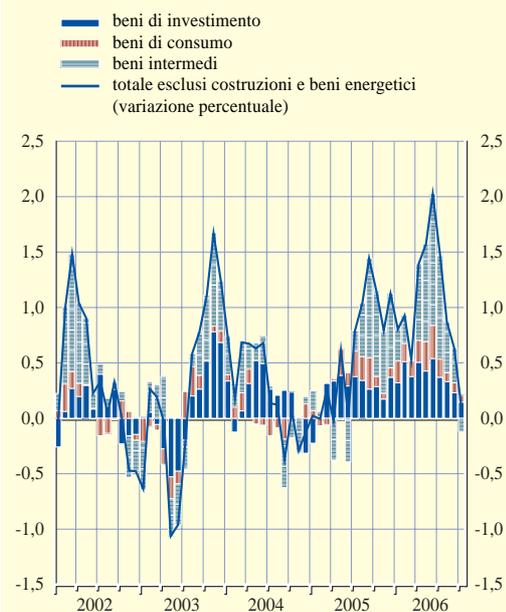
Riquadro 4

ANDAMENTI DEI DATI DELLE INDAGINI SUI VINCOLI ALLA PRODUZIONE MANIFATTURIERA

La BCE tiene sotto attenta osservazione gli indicatori di sottoutilizzazione delle risorse nei mercati dei beni, dei macchinari e del lavoro, poiché possono aiutare a migliorare la valutazione della situazione economica nell'area dell'euro. A tal fine, risulta utile considerare l'indagine trimestrale sul settore manifatturiero condotta dalla Commissione europea. Questo riquadro si incentra sulla parte dell'indagine che fornisce un'indicazione riguardo ai fattori che limitano la

Figura 23 Crescita della produzione industriale e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate a tre mesi rispetto all'analoga media tre mesi prima. I dati si riferiscono all'area dell'euro inclusa la Slovenia.

produzione delle imprese. Viene mostrato in particolare che tali indicatori si muovono in parallelo alla situazione economica nell'area dell'euro, sebbene la forza di tale relazione possa essere influenzata da cambiamenti nella struttura della produzione e possa essere differente nei diversi cicli economici.

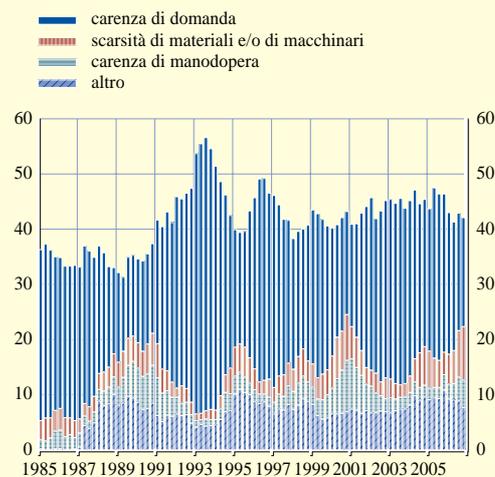
Domande dell'indagine sui vincoli alla produzione

Gli indicatori dei vincoli alla produzione possono essere derivati dalla domanda "Quali sono i fattori principali che attualmente limitano la sua produzione?", inclusa nell'indagine della Commissione europea. L'interpellato può scegliere diverse risposte fra le seguenti: "nessuno", "della carenza di domanda", "carenza di manodopera", "scarsità di materiali e/o macchinari", "vincoli finanziari" e "altro". Le risposte, che evidenziano se i vincoli alla produzione scaturiscono dal lato della domanda o da quello dell'offerta, vengono riportate come percentuale del totale e pertanto sommano al 100 per cento.

La figura A mostra le risposte fornite a livello aggregato per l'area dell'euro per l'intero periodo campionario. La maggior parte degli interpellati riferisce di solito l'assenza di vincoli alla produzione, risposta non riportata nella figura. Seguono l'insufficienza della domanda, la scarsità di macchinari e la carenza di manodopera¹⁾, fattori per i quali la figura evidenzia un più chiaro andamento ciclico e sincrono, laddove per la categoria "altro" non si registra una variabilità significativa. Tutto ciò è particolarmente evidente nei periodi 1990-1991 e 1999-2001 e, più recentemente, dalla metà del 2005. La figura dimostra che gli indicatori dal lato dell'offerta relativi alla scarsità di manodopera e di capitale possono avvicinarsi a livelli prossimi allo zero durante le fasi congiunturali negative. Per contro, nei periodi di ripresa, come quello attualmente in corso, l'indicatore di domanda insufficiente può raggiungere il minimo su un livello superiore allo zero.

Figura A Valutazione dei vincoli alla produzione

(in percentuale del totale delle risposte)



Fonte: Commissione europea.

Nota: le risposte sommano al 100% includendo la voce "nessuno" (non mostrata). Il campione relativo al periodo precedente al 1992 non include la Francia per motivi tecnici.

Vincoli alla produzione nell'attuale fase di ripresa

Considerando gli andamenti più recenti, la figura B mostra l'indicatore relativo all'insufficienza della domanda insieme alla crescita della produzione industriale al netto delle costruzioni. Per ragioni di comodità, la scala dell'indicatore dell'insufficienza della domanda è stata invertita, in modo tale che un miglioramento delle condizioni economiche si traduca in un incremento di entrambe le serie nella figura. Le serie hanno seguito un andamento piuttosto simile. La domanda insufficiente sembra aver costituito un motivo di minore preoccupazione ultimamente, e la diminuzione di tale indicatore è sostanzialmente in linea con il rafforzamento dell'attività economica.

1) La categoria "fattori finanziari" è stata introdotta come possibile risposta aggiuntiva nel 2002. Poiché l'analisi comincia prima di questa data, la categoria "altro" viene ridefinita per comprendere la risposta relativa ai fattori finanziari per l'intero periodo campione.

Figura B Andamento dell'indicatore di carenza di domanda e della produzione industriale (al netto delle costruzioni)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; valori percentuali)

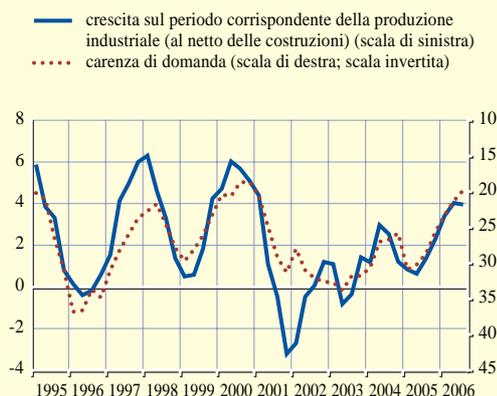
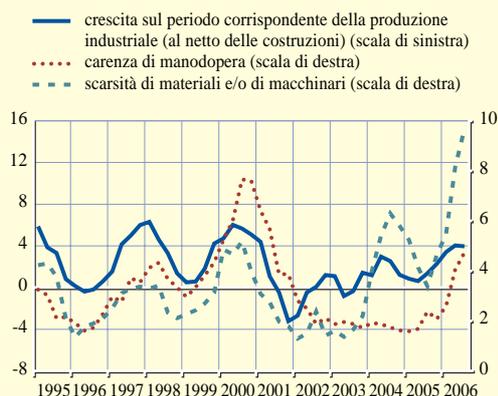


Figura C Andamento degli indicatori di vincoli alla produzione e della produzione industriale (al netto delle costruzioni)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; valori percentuali)



Fonti: Commissione europea ed Eurostat.

Nota: l'indicatore di carenza di domanda è espresso in percentuale di tutte le risposte degli intervistati relative ai vincoli alla produzione. È presentato su di una scala invertita in modo tale che un incremento dell'indicatore segnali una più forte domanda. Questo indicatore e tutte le altre risposte (non incluse in questa figura) sommano al 100%.

Fonti: Commissione europea ed Eurostat.

Nota: gli indicatori sono espressi in percentuale di tutte le risposte degli intervistati relative ai vincoli alla produzione. Questi indicatori e tutte le altre risposte (non incluse in questa figura) sommano al 100%.

La figura C riporta gli indicatori relativi alla scarsità di manodopera e alla carenza di materiali e/o macchinari. I valori più elevati sono coerenti con una ripresa dell'attività nel settore manifatturiero. Entrambe le serie mostrano fluttuazioni cicliche, evidenziando un'accentuazione della scarsità di manodopera o capitale in coincidenza con il miglioramento dell'andamento dell'economia. Tuttavia, la figura C rileva anche che il modo in cui tali indicatori reagiscono può variare nei diversi cicli economici: attualmente entrambi sembrano comportarsi in maniera differente rispetto al passato. In particolare, l'indicatore relativo alla carenza di macchinari pare avere avuto una rilevanza maggiore nel 2006 rispetto al periodo 1999-2001 e al momento è superiore al livello osservato a metà del 2000, allorché la precedente espansione raggiunse il massimo (mentre attualmente la crescita della produzione industriale al netto delle costruzioni è ancora inferiore e negli ultimi anni è stata considerevolmente inferiore rispetto a quella della fine degli anni novanta). La crescente tensione osservata per l'indicatore di scarsità di macchinari nel 2006 può riflettere il fatto che la crescita degli investimenti in termini reali, che ha raggiunto livelli pari a circa il 6 per cento prima del picco del ciclo del 2000, è stata molto più modesta negli ultimi anni, salendo da un livello lievemente inferiore al 2 per cento nel 2003-2004 a quasi il 3 per cento nel corso del 2005, per collocarsi attualmente a circa il 4 per cento. Il basso livello degli investimenti registrato per un certo periodo e un incremento del deprezzamento economico del capitale esistente possono spiegare in certa misura il motivo per cui vengono riportate strozzature relative alla disponibilità di materiali e/o macchinari.

La carenza di manodopera ha recentemente segnato un aumento anche se inferiore rispetto a quello del periodo 1999-2001. Questo indicatore ha cominciato a salire significativamente solo nella seconda metà del 2005 e attualmente si situa circa allo stesso livello osservato in settembre 1999. Tale andamento può essere ascrivibile alle riforme strutturali, che negli ultimi anni hanno facilitato una più vigorosa crescita delle forze di lavoro e contribuito a un calo del tasso di disoccupazione strutturale

dell'area dell'euro²⁾. Inoltre, il fatto che la crescente domanda di lavoro abbia potuto inizialmente essere soddisfatta mediante un aumento delle ore lavorate può spiegare perché la scarsità di manodopera sia stata finora chiamata in causa in misura inferiore rispetto a quanto accadeva durante la precedente ripresa economica.

Conclusioni

Tutti e tre gli indicatori dei vincoli alla produzione analizzati in questa sede hanno evidenziato un rafforzamento dell'attività del settore manifatturiero dell'area dell'euro dalla metà del 2005. Mentre l'attuale livello della domanda segue un andamento sostanzialmente in linea con il miglioramento dell'attività nel settore manifatturiero, la tensione nel mercato del lavoro è inferiore rispetto al periodo di espansione del 1999-2001 e la carenza di macchinari molto superiore. Sebbene la robustezza di tali indicatori come evidenza dei vincoli di capacità vada valutata unitamente ad altre informazioni, nel complesso essi indicano prospettive economiche generalmente positive. In particolare, l'indicatore relativo alla carenza di macchinari potrebbe suggerire uno scenario abbastanza favorevole per le tendenze degli investimenti nel futuro prossimo, mentre il livello ancora relativamente basso della scarsità di manodopera potrebbe essere coerente con un quadro di base contraddistinto da pressioni salariali contenute.

2) Cfr. i riquadri "L'andamento recente del totale delle ore lavorate nell'area dell'euro" nel numero di dicembre 2006 e "Una prospettiva di lungo termine sulla disoccupazione strutturale nell'area dell'euro" nel numero di agosto 2005 di questo Bollettino.

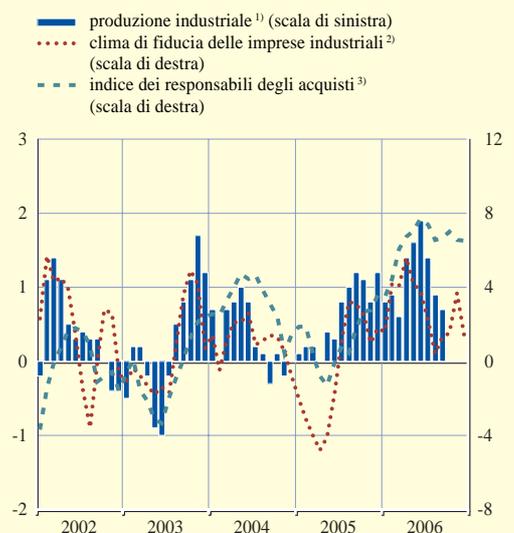
RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I risultati delle indagini presso le imprese del settore industriale sono rimasti molto positivi in dicembre. In tale mese, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo al settore manifatturiero dell'area dell'euro si è mantenuto sostanzialmente invariato, passando da 56,6 punti in novembre a 56,5 punti. Sebbene il livello medio del quarto trimestre fosse lievemente inferiore a quello del terzo, gli andamenti recenti indicano una stabilizzazione del PMI su livelli relativamente elevati.

Secondo i dati delle indagini della Commissione europea, il clima di fiducia nell'industria è rimasto invariato in dicembre, mantenendosi sul livello più alto dal gennaio del 1985, data d'inizio della serie. La valutazione sia degli ordini sia degli stock di prodotti finiti ha contribuito positivamente al clima di fiducia nell'industria. Tuttavia, la valutazione della produzione per i mesi successivi è calata in dicembre, pur rimanendo molto al di sopra della sua media nel periodo 1985-2006. Il clima di fiducia nell'industria è migliorato nel settore dei beni di consumo, mentre è peggiorato nel settore dei beni di

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

(dati mensili destagionalizzati)



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

Nota: i dati sulla produzione industriale si riferiscono all'area dell'euro inclusa la Slovenia.

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.

investimento. L'indicatore del clima di fiducia nell'industria ha mostrato un incremento nel quarto trimestre dello scorso anno (cfr. figura 24), che ha rispecchiato principalmente un miglioramento della valutazione degli ordini e della produzione nonché, in misura minore, delle scorte.

Per quanto concerne il settore dei servizi, l'indice di attività dell'indagine PMI e l'indicatore del clima di fiducia elaborato dalla Commissione europea continuano a segnalare una crescita sostenuta del settore in dicembre. Rispetto al mese precedente, gli indicatori delle indagini per il settore dei servizi sono calati leggermente in dicembre. Rispetto al trimestre precedente, l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea è aumentato nel quarto trimestre, mentre il PMI per il settore dei servizi è diminuito ulteriormente.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Nel terzo trimestre i consumi privati sono aumentati dello 0,6 per cento sul periodo precedente, dallo 0,3 per cento del secondo trimestre, rispecchiando un maggiore contributo proveniente dalle vendite non al dettaglio. In novembre il volume delle vendite al dettaglio è aumentato dello 0,5 per cento sul mese precedente, dopo un incremento dello 0,1 per cento in ottobre. Ciò ha comportato che la media mobile a tre mesi delle vendite al dettaglio si sia accresciuta solo dello 0,1 per cento nel periodo fino a novembre rispetto alla media di tre mesi prima. In novembre le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate notevolmente, del 2,4 per cento, dopo una flessione dell'1,3 per cento in ottobre.

La fiducia dei consumatori si è accresciuta ulteriormente nel quarto trimestre dello scorso anno (cfr. figura 25). Tale incremento è riconducibile a miglioramenti delle valutazioni relative alla situazione economica generale futura e alla disoccupazione, mentre le aspettative sul livello di risparmio sono calate e la valutazione sulla situazione finanziaria attesa è rimasta invariata.

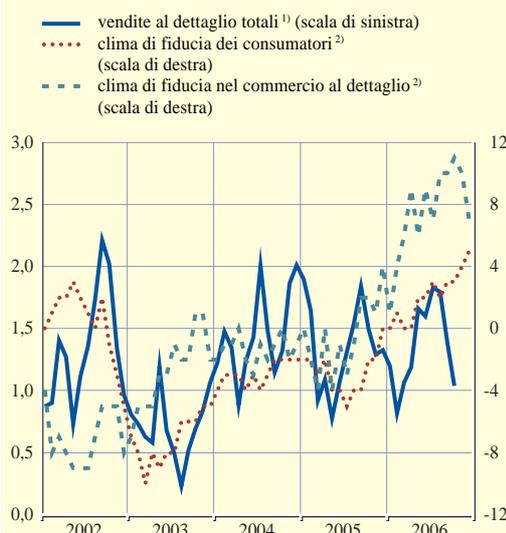
Nel complesso, gli ultimi dati sulle vendite al dettaglio, unitamente a quelli sulle immatricolazioni di nuove autovetture e ai risultati delle indagini sul clima di fiducia dei consumatori, forniscono segnali positivi riguardo alla crescita dei consumi privati nel quarto trimestre del 2006.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

Le ultime informazioni disponibili confermano il continuo miglioramento nei mercati del lavoro dell'area dell'euro nel corso del 2006. In particolare, la crescita dell'occupazione si è mantenuta robusta nel terzo trimestre e in novembre il tasso standardizzato di disoccupazione si è stabilizzato sul livello più basso registrato in oltre un decennio. L'occupazione attesa è aumentata

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

(dati mensili)



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

Nota: i dati sulle vendite al dettaglio totali si riferiscono all'area dell'euro inclusa la Slovenia.

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.

ulteriormente nel quarto trimestre, confortando il quadro di una sostenuta crescita dell'occupazione nel breve termine.

DISOCCUPAZIONE

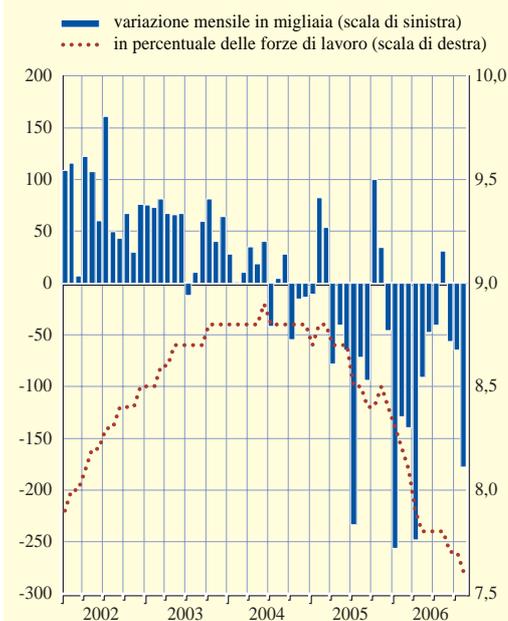
Il tasso standardizzato di disoccupazione per l'area dell'euro si è collocato al 7,6 per cento in novembre, il valore più basso registrato dall'inizio della serie nel 1993 (cfr. figura 26). Il numero di disoccupati nell'area è sceso di circa 100.000 unità in novembre, dopo un calo di 45.000 in ottobre e di circa 100.000 in settembre. Secondo l'ultima pubblicazione, la disoccupazione è diminuita in tutti i mesi del 2006 per cui sono disponibili dati, ad eccezione di agosto. Negli ultimi mesi, tuttavia, la contrazione della disoccupazione è avvenuta a un ritmo inferiore rispetto a quello del periodo gennaio-aprile.

OCCUPAZIONE

Secondo l'Eurostat, nel terzo trimestre dello scorso anno la crescita dell'occupazione sul periodo precedente è stata pari allo 0,4 per cento, mantenendosi pertanto invariata rispetto a quella del secondo trimestre (cfr. tavola 7). La composizione settoriale dell'occupazione, che si è resa disponibile con la seconda pubblicazione dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro, mostra che l'incremento dell'occupazione è stato robusto nel settore dei servizi (0,5 per cento) e nelle costruzioni (0,8 per cento) mentre è calato lievemente nell'industria al netto delle costruzioni (-0,1 per cento). Il settore dei servizi finanziari e alle imprese ha registrato nuovamente la crescita più consistente dell'occupazione (1,1 per cento). La crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro è diminuita all'1,2 per cento nel terzo trimestre, dall'1,5 del secondo.

Figura 26 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

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

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Nel quarto trimestre, le aspettative sull'occupazione derivanti dalle indagini presso le imprese della Commissione europea e da quella PMI sono aumentate nei settori industriale e dei servizi. Esse rimangono su livelli elevati e sono coerenti con la valutazione di un miglioramento delle condizioni dei mercati del lavoro dell'area dell'euro in linea con il maggior vigore dell'attività economica.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Le indicazioni recenti provenienti da varie indagini sui climi di fiducia e da stime basate su indicatori confortano la valutazione di un perdurante vigore della crescita economica e di un ulteriore miglioramento nei mercati del lavoro. E' possibile, tuttavia, che si registri una certa volatilità nei tassi di crescita sul trimestre precedente al volgere dell'anno. La crescita mondiale è vigorosa e sostiene le esportazioni dell'area dell'euro. Sul versante interno, il clima di fiducia dei consumatori indica un ulteriore rafforzamento dell'espansione dei consumi, in linea con il miglioramento delle condizioni dei mercati del lavoro. Inoltre, il protrarsi della dinamica positiva della fiducia delle imprese segnala che le prospettive a breve termine per gli investimenti sono molto positive. Si ritiene che questo scenario favorevole sia soggetto a rischi verso il basso connessi principalmente ai timori di un aumento delle pressioni protezionistiche, alle preoccupazioni su possibili andamenti disordinati conseguenti agli squilibri internazionali e all'eventualità di un nuovo incremento delle quotazioni petrolifere.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Negli ultimi tre mesi l'euro ha registrato un apprezzamento in termini effettivi nominali e si è rafforzato nei confronti di gran parte delle principali valute mondiali. Questo rafforzamento è stato in parte controbilanciato da un indebolimento rispetto alle divise dei principali nuovi Stati membri dell'UE e, in misura inferiore, alla sterlina britannica.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

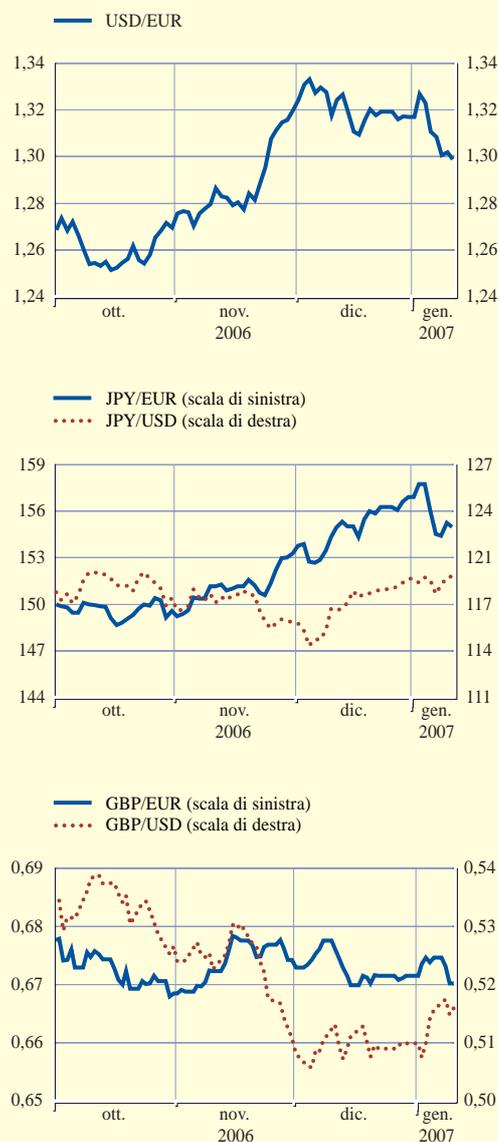
Negli ultimi tre mesi del 2006 l'euro si è complessivamente rafforzato in termini di tasso di cambio nominale bilaterale rispetto al dollaro statunitense (cfr. figura 27). Il lieve apprezzamento di ottobre si è rapidamente ampliato a novembre portando la moneta unica europea su valori non più osservati dalla fine del 2004. L'euro ha continuato ad apprezzarsi durante la prima settimana di dicembre per poi tornare sui livelli di metà novembre. La debolezza del dollaro statunitense in novembre potrebbe essere connessa alla reazione degli operatori a segnali di una moderazione dell'attività economica negli Stati Uniti, a fronte di tassi di espansione ancora elevati nell'area dell'euro. In dicembre e agli inizi di gennaio, tuttavia, segnali più favorevoli sulle prospettive economiche statunitensi potrebbero avere concorso a migliorare la fiducia del mercato nei confronti del dollaro. Il 10 gennaio l'euro era scambiato a 1,30 dollari, un livello superiore del 2,6 per cento a quello di fine settembre e del 3,4 per cento alla media del 2006.

YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo essere rimasto sostanzialmente stabile in ottobre, nei due mesi successivi l'euro si è rafforzato rispetto allo yen giapponese. La debolezza recente della moneta nipponica potrebbe essere connessa alle attese degli operatori circa l'orientamento monetario del Giappone nel prossimo futuro. La flessione osservata nell'ultimo trimestre dello scorso anno è stata in linea con le aspettative a breve degli operatori desunte dai prezzi delle opzioni valutarie. Per tutto il 2006 tali strumenti hanno evidenziato attese di un progressivo rafforzamento dello yen, ma da ottobre i loro prezzi sono tornati su livelli coerenti con aspettative a breve termine di una sostanziale stabilità della moneta giapponese con quotazioni dell'euro intorno ai livelli di fine anno. Il 10 gennaio l'euro era quotato a 155,0

Figura 27 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

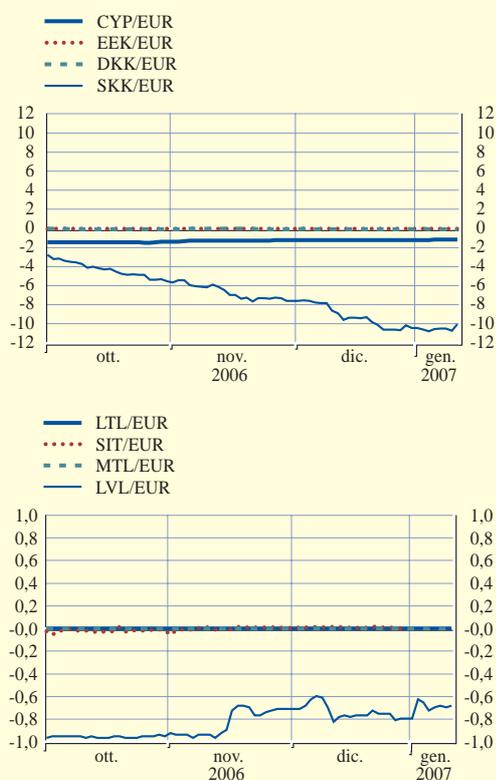
yen, un valore lievemente inferiore al massimo di 157,8 yen raggiunto il 2 gennaio, ma superiore del 3,8 per cento a quello di fine settembre e di circa il 6 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 27).

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Dalla fine di settembre gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile su livelli corrispondenti o prossimi alle rispettive parità centrali (cfr. figura 28). La corona slovacca si è costantemente rafforzata negli ultimi tre mesi dello scorso anno, dopo il breve periodo di debolezza attraversato in luglio, e il 10 gennaio era scambiata a un livello superiore del 10 per cento alla parità centrale prevista dagli AEC II. Nell'ultima settimana di dicembre la Národná banka Slovenska è intervenuta per contenere l'apprezzamento della moneta nazionale e da allora il cambio con l'euro sembra essersi stabilizzato. Per quanto riguarda le divise dei principali nuovi Stati membri dell'UE, dalla fine di settembre l'euro si è indebolito rispetto allo zloty polacco (dell'1,7 per

Figura 28 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

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

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

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 29 settembre 2006 al 10 gennaio 2007 (in punti percentuali)



Fonte: BCE.

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

2) I contributi alle variazioni del TCE-24 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati Membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto la sterlina britannica e la corona svedese). La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sei partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-24. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-24.

cento), la corona ceca (2,1 per cento), il nuovo leu romeno (3,5 per cento) e il fiorino ungherese (6 per cento). Con riferimento alle monete degli altri paesi che compongono l'Unione europea, l'euro si è deprezzato di circa l'1 per cento sulla sterlina britannica (il 10 gennaio era quotato a 0,67 sterline, un livello inferiore di circa l'1,5 per cento alla media del 2006) e approssimativamente dell'1,5 per cento nei confronti della corona svedese.

ALTRE VALUTE

Tra la fine di settembre 2006 e il 10 gennaio 2007 l'euro ha registrato un rafforzamento nei confronti di gran parte delle altre principali valute internazionali, apprezzandosi di circa l'8 per cento sul dollaro canadese, di circa l'1,5 per cento sul renminbi cinese e il franco svizzero e di poco meno dell'1 per cento sulla corona norvegese.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Alla luce dei suddetti andamenti dei cambi bilaterali, il 10 gennaio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 24 importanti partner commerciali dell'area – era superiore di circa lo 0,7 per cento al livello di fine settembre e dell'1,5 per cento alla propria media del 2006 (cfr. figura 29). Dall'inizio del 2007 l'indice del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro viene calcolato rispetto alle divise di 24 – e non più 23 – tra i più importanti partner commerciali. Il gruppo comprende ora Bulgaria e Romania, che dal 1° gennaio fanno parte dell'Unione europea, ed esclude la Slovenia, che alla stessa data ha adottato l'euro. Agli inizi di gennaio il nuovo indice del tasso di cambio effettivo nominale era pari a circa 105,5, mantenendosi pertanto sostanzialmente all'interno dell'intervallo di valori osservato negli ultimi anni.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

Secondo i dati più recenti di bilancia dei pagamenti, in ottobre il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente 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 minore avanzo dei beni risultante dai maggiori prezzi all'importazione del petrolio e di altre materie prime. Allo stesso tempo, nei tre mesi no a ottobre sia le esportazioni sia le importazioni di beni e servizi hanno evidenziato una crescita robusta in termini di valore. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi no a ottobre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti cumulati per 2,4 miliardi di euro, contro i 34 miliardi di un anno prima. Tale andamento è riconducibile in parte all'inversione di segno nei flussi dei titoli di debito.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

I dati più recenti mostrano che l'interscambio continua a espandersi a ritmi sostenuti. In ottobre la media mobile a tre mesi del valore delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi è aumentata rispettivamente del 2,8 e 3,4 per cento, evidenziando un'intensificazione della crescita rispetto al precedente periodo di tre mesi fino a luglio (cfr. tavola 8). Tale risultato va attribuito soprattutto alla vivace dinamica delle esportazioni e delle importazioni di beni, aumentate rispettivamente del 3,8 e 3,7 per cento in termini di valore. Il settore dei servizi ha invece manifestato una maggiore debolezza: in termini di valore, le esportazioni sono diminuite dello 0,5 per cento e le importazioni hanno registrato un aumento del 2,3 per cento.

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi (disponibile fino a settembre) mostra che nel terzo trimestre le esportazioni hanno registrato una crescita in volume pari a circa il 2 per

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di tre mesi terminanti a				Dati cumulati su un periodo di 12 mesi terminante a	
	2006 set.	2006 ott.	2006 gen.	2006 apr.	2006 lug.	2006 ott.	2005 ott.	2006 ott.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente (saldo)	1,1	-0,0	-2,7	-2,5	-1,3	-1,0	14,2	-22,6
Beni (saldo)	2,4	2,7	1,6	1,8	1,1	1,3	56,9	17,1
Esportazioni	120,4	119,6	108,0	112,6	114,3	118,6	1.196,6	1.360,7
Importazioni	118,1	116,9	106,5	110,9	113,2	117,4	1.139,7	1.343,6
Servizi (saldo)	2,8	2,0	3,7	3,3	3,1	2,1	31,9	36,5
Esportazioni	35,5	35,4	35,0	35,3	35,5	35,3	390,1	423,5
Importazioni	32,7	33,3	31,3	32,0	32,5	33,2	358,2	386,9
Redditi (saldo)	2,7	3,1	-1,9	-1,7	-0,5	2,5	-10,6	-4,9
Trasferimenti correnti (saldo)	-6,8	-7,8	-6,1	-5,9	-5,0	-6,9	-64,0	-71,3
Conto finanziario (saldo) ¹⁾	39,7	-0,2	-10,7	31,3	12,8	10,4	81,5	131,6
Investimenti diretti e di portafoglio	15,3	10,4	-36,5	10,9	25,4	1,0	34,0	2,4
Investimenti diretti	-21,2	-12,8	-8,8	-6,8	-10,0	-13,9	-186,9	-118,3
Investimenti di portafoglio	36,6	23,2	-27,7	17,8	35,3	14,9	221,0	120,8
Azioni	20,4	10,2	2,1	7,0	35,3	6,2	179,9	151,4
Strumenti di debito	16,2	13,0	-29,8	10,8	0,0	8,8	41,1	-30,7
Obbligazioni e notes	10,9	8,8	-19,9	11,4	14,5	3,7	2,5	28,9
Strumenti del mercato monetario	5,3	4,2	-9,9	-0,6	-14,5	5,1	38,6	-59,6
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	3,2	-0,6	3,3	3,5	1,2	2,8	8,0	12,4
Importazioni	-0,1	-0,4	2,8	3,7	1,9	3,4	12,6	15,5
Beni								
Esportazioni	3,9	-0,7	3,7	4,2	1,5	3,8	7,9	13,7
Importazioni	0,7	-1,0	3,6	4,1	2,1	3,7	13,7	17,9
Servizi								
Esportazioni	0,7	-0,3	2,1	1,0	0,6	-0,5	8,4	8,6
Importazioni	-2,8	1,9	-0,0	2,4	1,3	2,3	8,9	8,0

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.

cento, alla quale è riconducibile gran parte del loro incremento in termini di valore, mentre i prezzi all'esportazione sono aumentati in misura solo marginale. L'espansione dei volumi è stata particolarmente sostenuta in settembre, grazie soprattutto al contributo della Germania. Il vigore delle esportazioni in termini di volume nel terzo trimestre sembra corrispondere alla vivace dinamica della domanda estera nello stesso periodo, con una crescita particolarmente robusta dei flussi commerciali verso la Cina, la Svizzera e i nuovi Stati membri dell'UE.

Per quanto riguarda le importazioni, nel terzo trimestre la crescita in volume è stata notevole (circa il 2,5 per cento) e ha spiegato gran parte dei recenti aumenti in valore, mentre i prezzi all'importazione sono saliti di meno dell'1 per cento. I volumi sarebbero stati sorretti dalla dinamica persistentemente vivace della domanda interna nell'area dell'euro, ma anche gli effetti ritardati dell'apprezzamento dell'euro dagli inizi dell'anno potrebbero avere agito da stimolo. In termini di composizione merceologica, i beni intermedi hanno registrato il maggiore aumento di volume nel terzo trimestre. Ciò starebbe a indicare che la crescita delle importazioni potrebbe essere riconducibile anche all'effetto congiunto del vigore delle esportazioni e dell'elevato contenuto di beni di importazione di queste ultime. L'aumento moderato dei prezzi all'importazione nel terzo trimestre

sembra parzialmente riconducibile all'effetto ritardato dell'apprezzamento dell'euro e al sensibile calo dei corsi petroliferi.

In un'ottica di più lungo periodo, in ottobre il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un disavanzo di 22,6 miliardi di euro (corrispondente allo 0,3 per cento del PIL), in un contesto in cui l'avanzo dei beni e dei servizi è stato più che compensato dal disavanzo dei redditi e dei trasferimenti correnti. L'inversione di segno del conto corrente, da un avanzo di 14,2 miliardi un anno prima, è principalmente riconducibile al calo di 39,8 miliardi di euro dell'avanzo dei beni, a sua volta provocato soprattutto dai maggiori prezzi all'importazione del petrolio e di altre materie prime (cfr. figura 30).

CONTO FINANZIARIO

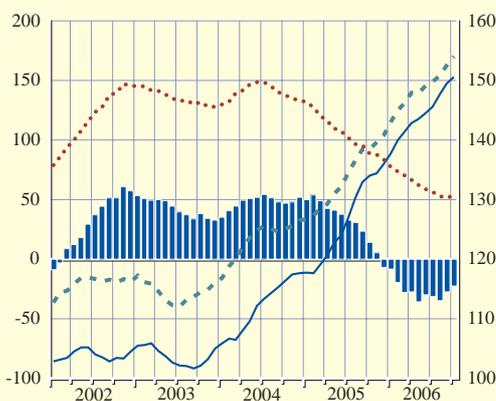
Nei tre mesi fino a ottobre gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti medi mensili per 1,0 miliardi di euro. Tale risultato va ricondotto ai flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (14,9 miliardi), i quali hanno più che compensato i deflussi netti per investimenti diretti (13,9 miliardi). Nel conto degli investimenti di portafoglio, sia i titoli azionari sia gli strumenti di debito hanno registrato afflussi netti (cfr. tavola 8)

Nei dodici mesi fino a ottobre gli afflussi netti cumulati per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono stati pari a 2,4 miliardi di euro, contro gli afflussi netti per 34,0 miliardi di un anno prima. Tale andamento va ricondotto agli afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari (151,4 miliardi di euro), che sono stati quasi interamente controbilanciati dai deflussi netti per investimenti diretti (118,3 miliardi) e di portafoglio in strumenti di debito (30,7 miliardi) (cfr. figura 31).

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

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)

- saldo di conto corrente (saldi cumulati sui dodici mesi; scala di sinistra)
- saldo della bilancia commerciale (saldi cumulati sui dodici mesi; scala di sinistra)
- - - - esportazioni di beni e servizi (media mobile di 3 mesi; scala di destra)
- importazioni di beni e servizi (media mobile di 3 mesi; scala di destra)

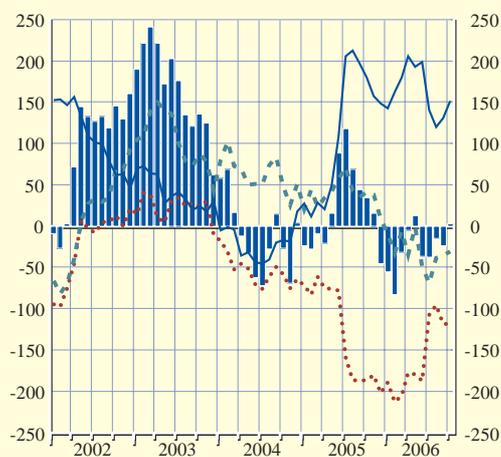


Fonte: BCE.

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

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

- investimenti diretti e di portafoglio
- investimenti diretti esteri
- - - - strumenti di debito
- flussi in titoli azionari



Fonte: BCE.

Il calo degli afflussi netti cumulati su dodici mesi per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio rispetto a un anno prima è principalmente ascrivibile all'inversione di segno – da afflussi a deflussi netti – degli strumenti di debito. Quest'ultima va a sua volta ricondotta agli strumenti del mercato monetario, che nei dodici mesi fino a ottobre hanno registrato deflussi netti per 59,6 miliardi di euro contro afflussi netti per 38,6 miliardi un anno prima. Allo stesso tempo, in termini di flussi cumulati su dodici mesi, gli investimenti di portafoglio in titoli azionari hanno continuato a registrare consistenti afflussi netti, in linea con i rendimenti azionari positivi nell'area dell'euro. La robusta domanda estera di titoli azionari dell'area potrebbe anche indicare che gli investitori esteri hanno trasformato parte dei loro investimenti nell'area dai titoli di debito a quelli azionari.

Secondo le statistiche diffuse di recente, alla fine del 2005 la posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo registrava passività nette per 811 miliardi di euro (pari al 10,1 per cento del PIL). Per ulteriori dettagli sugli andamenti della p.p.e. dell'area si rimanda al riquadro 5.

Riquadro 5

FATTORI SOTTOSTANTI LE VARIAZIONI DELLA POSIZIONE PATRIMONIALE NETTA SULL'ESTERO DELL'AREA DELL'EURO

Alla fine del 2005 la posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) dell'area dell'euro registrava passività nette pari al 10,1 per cento del PIL, superiori del 3,6 per cento rispetto alla fine del 1999 (cfr. figura A). Questo riquadro descrive i principali fattori alla base degli andamenti della p.p.e. e mostra come l'aumento della posizione debitoria netta sull'estero dell'area tra il 1999 e il 2005 sia principalmente ascrivibile a effetti di rivalutazione risultanti dalle oscillazioni dei cambi.

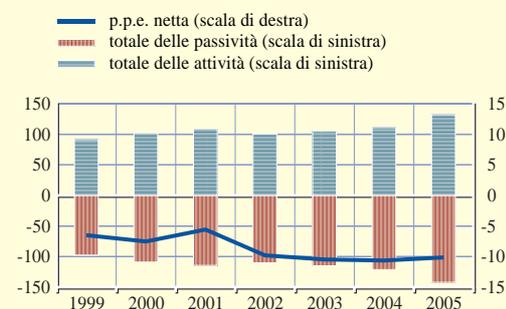
Secondo le norme statistiche, la p.p.e. viene valutata sulla base dei prezzi di mercato delle attività e dei cambi alla fine di ciascun periodo. Gli andamenti della p.p.e. sono pertanto spiegati dalle rivalutazioni dovute alle variazioni dei cambi e dei prezzi delle attività (ad esempio azioni e obbligazioni), oltre che dalle transazioni finanziarie. Nella bilancia dei pagamenti, queste transazioni finanziarie nette costituiscono la contropartita dei movimenti nel conto corrente e nel conto capitale ¹⁾. Ad esempio, in termini di p.p.e. un avanzo corrente corrisponde a transazioni finanziarie nette che fanno diminuire (aumentare) una posizione debitoria (creditoria) sull'estero.

La figura B illustra l'andamento delle variazioni annue della p.p.e. netta dell'area dell'euro tra il 2000 e il 2005 suddivise nelle varie componenti: transazioni finanziarie nella bilancia dei paga-

1) In pratica, il pareggio è ottenuto con la voce "errori e omissioni netti".

Figura A Posizione patrimoniale sull'estero netta dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.
Nota: consistenze a fine anno.

menti; variazioni connesse ai tassi di cambio e ai prezzi delle attività (effetti di rivalutazione); variazioni dovute ad “altre rettifiche”²⁾.

L’incremento totale delle passività nette dell’area dell’euro tra la fine del 1999 e la fine del 2005 è riconducibile per oltre la metà a rivalutazioni dovute a effetti di cambio (vale a dire all’apprezzamento dell’euro), mentre il resto può essere attribuito in pari misura a transazioni finanziarie, a variazioni dei prezzi delle attività e alla voce “altre rettifiche”.

Come avviene in molte economie industriali, nell’area dell’euro le attività sull’estero sono di norma denominate in valuta estera e le passività in moneta nazionale (vale a dire in euro).

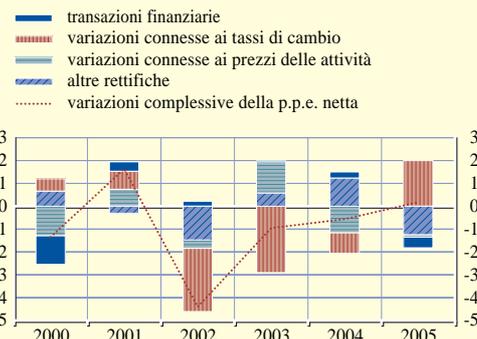
Ciò rende la rivalutazione delle prime relativamente più reattiva ai movimenti dei cambi. Un apprezzamento dell’euro riduce quindi il valore (in euro) di tali attività in misura superiore rispetto alle passività e determina un aumento delle passività nette. Le passività nette dell’area dovute a rivalutazioni del cambio sono pertanto aumentate soprattutto nel periodo 2002-03, di riflesso all’apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell’euro nello stesso periodo (cfr. figura B).

Anche le rivalutazioni dovute a variazioni dei prezzi delle attività hanno concorso all’incremento della posizione debitoria netta dell’area dell’euro tra il 1999 e il 2005. In termini cumulativi netti, tuttavia, tali rivalutazioni sono state relativamente contenute. Ciò potrebbe riflettere un generale sincronismo fra i movimenti degli indici di prezzo delle attività e quelli delle passività sull’estero dell’area, oltre che una composizione sostanzialmente analoga delle attività e delle passività in termini di tipologia di strumenti finanziari (titoli azionari, strumenti di debito e altre categorie di investimenti). Infine, le transazioni finanziarie nella bilancia dei pagamenti sono state nell’insieme relativamente prossime al pareggio e hanno influito in misura ridotta sulla p.p.e. netta dell’area nel periodo in esame.

2) Si noti che la voce “altre rettifiche” rappresenta il residuo risultante da una procedura di stima.

Figura B Scomposizione delle variazioni nella posizione patrimoniale sull'estero netta dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

L'AMPLIAMENTO DELL'ECONOMIA DELL'UE E DELL'AREA DELL'EURO



Il 1° gennaio 2007 la Bulgaria e la Romania hanno aderito all'Unione europea, che ora conta 27 Stati membri. Alla stessa data, l'adozione della moneta unica da parte della Slovenia ha portato da 12 a 13 il numero dei paesi appartenenti all'area dell'euro. Poiché il peso economico dei nuovi aderenti è relativamente ridotto rispetto a quello del gruppo in cui si inseriscono, il loro ingresso non modifica in misura significativa i dati macroeconomici dell'UE e dell'area dell'euro. Ciò detto, l'ampliamento dell'Unione europea schiude nuove opportunità di interscambio e di investimento sia ai vecchi sia ai nuovi Stati membri. Per sfruttarle appieno è tuttavia importante completare la realizzazione del mercato unico dei beni, dei servizi, del capitale e del lavoro in tutti e 27 gli Stati membri.

Nel caso della Slovenia, i benefici del mercato unico sono ulteriormente amplificati dall'adozione dell'euro, che fornisce un quadro credibile per la politica monetaria e la stabilità dei prezzi in un'area all'interno della quale sono assenti le incertezze legate al tasso di cambio. Il pieno godimento dei vantaggi offerti dalla moneta unica e il funzionamento efficiente dei meccanismi di aggiustamento all'interno dell'area valutaria ampliata richiedono che tutti gli ostacoli residui fra la Slovenia e il resto dell'area dell'euro, compresi quelli connessi alla mobilità del lavoro, siano rimossi appena possibile.

I INTRODUZIONE

Dopo vari anni di accurati preparativi, il 1° gennaio 2007 la Bulgaria e la Romania hanno aderito all'Unione europea, che in seguito al loro ingresso conta 27 Stati membri e quasi 30 milioni di abitanti in più. Alla stessa data, l'adozione della moneta unica da parte della Slovenia – prima tra quanti sono entrati a far parte dell'UE nel maggio 2004 – ha portato da 12 a 13 il numero dei paesi appartenenti all'area dell'euro. Questo articolo affronta in primo luogo gli aspetti economici dell'ampliamento dell'Unione europea prendendo in esame le principali caratteristiche economiche di Bulgaria e Romania e dell'UE allargata. Successivamente, passa in rassegna alcuni tratti essenziali della Slovenia e dell'area dell'euro ampliata e presenta in maniera sintetica il completamento del processo di convergenza della Slovenia verso l'area dell'euro durante la seconda metà del 2006.

2 L'AMPLIAMENTO DELL'UE

Accogliendo al suo interno Bulgaria e Romania, l'Unione europea realizza il secondo ampliamento verso l'Europa centrale e orientale dopo il maggio del 2004, quando otto paesi di questa regione sono entrati a far parte dell'UE assieme a Malta e Cipro¹⁾. I negoziati per l'adesione dei

due nuovi Stati membri si sono conclusi nel dicembre 2004 e il relativo trattato è stato firmato nell'aprile dell'anno successivo. Nel settembre 2006 la Commissione europea ha annunciato che, alla luce dei progressi compiuti, Bulgaria e Romania sarebbero state pronte ad aderire il 1° gennaio 2007 se avessero risolto alcuni problemi residui in ambiti quali la riforma del settore giudiziario e la lotta contro la corruzione e la criminalità organizzata.

L'ingresso di Bulgaria e Romania non modifica sostanzialmente le principali caratteristiche economiche dell'Unione europea, in quanto il peso economico dei due paesi è relativamente ridotto, ma ne accresce ulteriormente la diversità, poiché permangono ancora differenze tra i nuovi Stati membri e quelli preesistenti in numerosi aspetti istituzionali e strutturali. La tavola 1 illustra le principali caratteristiche macroeconomiche dell'UE allargata.

POPOLAZIONE E ATTIVITÀ ECONOMICA

L'ultimo ampliamento porta a 492 milioni il numero totale di abitanti dell'UE, con una crescita di circa il 6 per cento. Nei due nuovi Stati membri, tuttavia, la popolazione è in calo dall'inizio del processo di transizione verso un'economia

1) Cfr. l'articolo *L'economia dell'UE dopo l'adesione dei nuovi Stati membri* nel numero di maggio 2004 di questo Bollettino.

di mercato, per effetto dell'emigrazione e della minore natalità netta.

L'attività economica nei paesi che oggi formano l'UE-27, misurata in termini di PIL, era approssimativamente pari a 10.900 miliardi di euro nel 2005. Sulla base degli attuali tassi di cambio, il recente ampliamento ha determinato un'espansione del PIL totale dell'UE dello 0,9 per cento (di cui 0,2 per cento riferibile alla Bulgaria e 0,7 alla Romania), molto inferiore rispetto agli allargamenti precedenti. Ad esempio, l'adesione dei dieci nuovi Stati membri nel maggio 2004 determinò una crescita del PIL dell'Unione di circa il 5 per cento, mentre l'ampliamento ad Austria, Finlandia e Svezia nel 1995 incrementò il PIL totale dei 12 Stati membri di circa il 7 per cento. L'economia bulgara e quella rumena, tuttavia, stanno crescendo rapidamente. Negli ultimi cinque anni l'espansione del PIL in entrambi i paesi ha per lo più oscillato fra il 4 e il 6 per cento su base annua: l'ha trainata in particolare la domanda interna, che a sua volta ha tratto stimolo dalla rapida crescita dei consumi e degli investimenti. Il livello del PIL pro capite in termini di parità di potere di acquisto (PPA) resta tuttavia basso sia in Bulgaria che in Romania, rispettivamente pari al 32,1 e al 34,7 per cento della media dell'UE-25 nel 2005.

Al di là di questo effetto statistico immediato sui dati aggregati dell'UE, l'ampliamento comporta un'estensione del mercato unico che intensificherà i flussi di beni, servizi, capitale e lavoro tra i paesi dell'UE-25 e i due nuovi Stati membri, determinando guadagni in termini di benessere e occupazione nel più lungo periodo. Secondo le teorie classiche del commercio internazionale e dell'integrazione economica, un maggior grado di integrazione e l'istituzione di un mercato unico esercitano effetti benefici purché siano accompagnati da politiche economiche nazionali adeguate. L'integrazione di economie diverse risulta vantaggiosa grazie all'aumento degli scambi commerciali e, nel contesto del mercato unico, a una più efficiente allocazione delle risorse, a una rafforzata concorrenza e a economie di scala realizzate attraverso la libera circolazione di beni, servizi, capitale e lavoro.

STRUTTURA DELLA PRODUZIONE

Nella struttura produttiva dei due nuovi Stati membri la quota di valore aggiunto rappresentata dall'agricoltura e dall'industria è superiore alla media dell'UE-25, mentre quella riferibile ai servizi è inferiore. Ciò vale in particolare per la Romania, il cui prodotto totale è generato in misura relativamente consistente nel settore agricolo (14,3 per cento) e in quello industriale (36,8 per cento, incluse le costruzioni), rispettivamente contro l'1,9 e il 26,2 per cento dell'UE-25. Dall'inizio del processo di transizione verso un'economia di mercato, tuttavia, in entrambi i paesi ha avuto luogo un profondo riorientamento strutturale che ha determinato una riduzione del peso relativo di agricoltura e industria a favore dei servizi.

COMMERCIO ESTERO

A seguito dell'ampliamento, tanto gli scambi commerciali dell'UE-25 con i nuovi Stati membri quanto l'interscambio tra Bulgaria e Romania sono considerati intra-comunitari e quindi non rientrano più nella voce della tabella 1 relativa al commercio estero (vale a dire con l'esterno dell'UE), che passa invece a comprendere l'interscambio dei nuovi Stati membri con il resto del mondo esclusa l'UE-27. Benché non siano ancora disponibili dati ufficiali, l'adesione di Bulgaria e Romania dovrebbe ridurre lievemente l'apertura commerciale complessiva dell'Unione europea, misurata in termini di incidenza degli scambi totali con l'esterno dell'UE sul PIL.

Per i nuovi Stati membri, il resto dell'UE costituisce la controparte principale dell'interscambio con l'estero (circa il 60-65 per cento del totale in entrambi i casi). Data la crescente integrazione con l'UE ancor prima dell'ampliamento, la dinamica delle esportazioni è stata vivace nei due paesi. Negli ultimi anni, tuttavia, le importazioni sono cresciute a tassi ancora superiori: di conseguenza sia la Bulgaria sia la Romania hanno evidenziato ampi disavanzi correnti, che nel 2005 hanno raggiunto rispettivamente l'11,3 e l'8,7 per cento del PIL. Benché negli ultimi anni siano stati coperti in larga misura dagli afflussi per investimenti di-

Tavola I Principali indicatori economici della UE allargata

	Periodo di riferimento	Unità di misura	UE-25	UE-27	Bulgaria	Romania
Popolazione e attività economica						
Popolazione totale ¹⁾	2005	milioni	462,3	491,7	7,7	21,6
PIL	2005	miliardi di euro	10.847	10.948	21	79
PIL pro capite	2005	migliaia di euro	23,5	23,3	2,8	3,7
PIL pro capite (PPA)	2005	UE-25 = 100	100	98,7	32,1	34,7
PIL (quota del PIL mondiale) ²⁾	2005	%	20,3	20,8	0,1	0,3
Settori produttivi³⁾						
Agricoltura, pesca e silvicoltura	2005	% del totale	1,9	2,0	10,9	14,3
Industria (incluse le costruzioni)	2005	% del totale	26,2	26,3	29,8	36,8
Servizi (inclusi i servizi non-market)	2005	% del totale	71,9	71,7	58,3	48,1
Commercio estero						
Esportazioni di beni e servizi ⁴⁾	2005	% del PIL	13,4	-	60,8	33,0
Importazioni di beni e servizi ⁴⁾	2005	% del PIL	13,8	-	77,4	43,4
Saldo del conto corrente ⁴⁾	2005	% del PIL	-0,6	-0,7	-11,3	-8,7
Mercato del lavoro						
Tasso di partecipazione alle forze di lavoro ⁵⁾	2005	%	70,2	69,7	62,1	62,3
Tasso di disoccupazione	2005	%	8,8	8,8	10,1	7,9
Tasso di occupazione ⁵⁾	2005	%	63,8	63,4	55,8	57,6
Amministrazioni pubbliche						
Avanzo (+) o disavanzo (-)	2005	% del PIL	-2,3	-2,3	2,4	-1,5
Entrate	2005	% del PIL	44,8	44,7	41,1	36,8
Spese	2005	% del PIL	47,1	47,0	38,7	38,2
Debito lordo	2005	% del PIL	63,2	62,8	29,8	15,9
Indicatori monetari e finanziari						
Credito al settore privato (consistenze)	2005	% del PIL	127,0	126,1	44,5	20,8
Capitalizzazione del mercato azionario	2005	% del PIL	77,0	76,4	5,1	19,2

Fonti: Eurostat, FMI, Commissione europea, BCE e calcoli della BCE.

Nota: i confronti tra le economie in tabella sono basati sulla conversione dei dati nazionali in una valuta comune utilizzando i tassi di cambio nominali medi nel periodo, salvo diversa indicazione.

1) Media annua.

2) Le quote del PIL sono basate su una valutazione del PIL dei paesi in termini di parità di potere d'acquisto (PPA).

3) Sulla base del valore aggiunto in termini reali. I dati per la Bulgaria e la Romania si riferiscono al 2004 per agricoltura, pesca e silvicoltura e al 2003 per l'industria (incluse le costruzioni) e i servizi (inclusi i servizi non-market).

4) Dati di bilancia dei pagamenti. I dati per la UE sono compilati sulla base delle transazioni con residenti di paesi esterni alla UE (sono quindi esclusi gli scambi intra-UE). I dati per la Bulgaria e la Romania sono compilati sulla base delle transazioni con il resto del mondo (e quindi inclusi gli scambi intra-UE).

5) Quota della popolazione in età lavorativa (età compresa tra i 15 e i 64 anni).

retti esteri, tali disavanzi sono connessi anche a una forte espansione della domanda interna e rappresentano un'importante sfida per le autorità²⁾.

MERCATO DEL LAVORO

Sul mercato del lavoro di Bulgaria e Romania continuano a pesare il processo di transizione verso un'economia di mercato e il summenzionato significativo riorientamento della struttura economica nel corso degli ultimi 15 anni. Il tasso di partecipazione alle forze di lavoro e quello di occupazione, che erano calati negli anni precedenti, si sono stabilizzati, pur mantenendosi ancora notevolmente al di sotto

della media dell'UE-27. I tassi di occupazione relativamente bassi nei due paesi sono da ricondurre principalmente al basso tasso di partecipazione degli uomini (sebbene anche quello delle donne sia inferiore al resto dell'UE, le differenze sono meno pronunciate) e dei lavoratori più anziani (in età compresa tra i 55 e i 64 anni). Il tasso di disoccupazione è andato calando sia in Bulgaria sia in Romania: nel 2005 era rispettivamente pari al 10,1 e 7,9 per cento.

- 2) Per ulteriori dettagli, cfr. *Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries*, Occasional Paper della BCE, n. 46, luglio 2006.

BILANCIO E DIMENSIONE DEL SETTORE PUBBLICO

L'adesione dei due nuovi Stati membri non modifica la media ponderata del rapporto disavanzo pubblico/PIL dell'UE, che nel 2005 era pari al 2,3 per cento. In tale anno la Bulgaria ha registrato un avanzo corrispondente al 2,4 per cento del PIL e la Romania un disavanzo dell'1,5 per cento. Nelle due economie, sia le entrate sia la spesa del settore pubblico rappresentano una quota del PIL più bassa rispetto alla media dell'UE-25, inferiore o approssimativamente pari al 40 per cento. Poiché in Bulgaria e in Romania il debito pubblico incide sul PIL in misura significativamente inferiore rispetto agli altri Stati membri, l'ampliamento ha determinato una lieve riduzione del rapporto medio tra debito e PIL nell'UE.

STRUTTURA FINANZIARIA

I mercati finanziari di Bulgaria e Romania si trovano ancora in una fase iniziale di sviluppo, come attestano la scarsa incidenza del credito al settore privato sul PIL e i livelli contenuti di capitalizzazione di borsa. Tali mercati sono tuttavia cresciuti rapidamente, di riflesso alla transizione verso un'economia di mercato, ai bassi livelli iniziali di intermediazione finanziaria, alle politiche macroeconomiche attuate e agli andamenti ciclici. Un aspetto fondamentale dello sviluppo del settore finanziario in entrambi i paesi è costituito dal forte aumento del credito bancario al settore privato e, in particolare, alle famiglie. Benché una rapida espansione del credito costituisca un fenomeno naturale connesso con il processo di transizione e di recupero del divario (*catching-up*), essa può altresì presentare alcuni rischi per la stabilità macroeconomica e finanziaria. I rischi macroeconomici riguardano in particolare il surriscaldamento dell'economia e il connesso peggioramento del conto corrente. Con riferimento alla stabilità finanziaria, il ritmo sostenuto di crescita del credito potrebbe gravare sui sistemi delle banche per la valutazione e la gestione del rischio e questo, assieme a un eccessivo ottimismo quanto ai rendimenti futuri, potrebbe determinare una distorsione nell'allocazione dei prestiti³⁾.

3 L'AMPLIAMENTO DELL'AREA DELL'EURO

L'11 luglio 2006 il Consiglio dell'UE ha adottato una decisione con la quale consentiva alla Slovenia di entrare nell'area dell'euro e di adottarne la valuta dal 1° gennaio 2007⁴⁾. Poiché la Slovenia contribuisce per appena lo 0,3 per cento al PIL dell'area, il suo ingresso non determina variazioni sensibili in gran parte delle caratteristiche economiche dell'area nel suo insieme (cfr. tavola 2).

POPOLAZIONE E ATTIVITÀ ECONOMICA

In termini di numero di abitanti (316 milioni, compresi i due milioni della Slovenia che rappresentano lo 0,6 per cento del totale dell'area ampliata), l'area dell'euro è una delle economie più grandi del mondo.

Nel 2005 l'attività economica dell'area (compresa la Slovenia) era pari a 8.027 miliardi di euro, di cui 28 miliardi (0,3 per cento del PIL dell'area) riferibili alla Slovenia. L'adesione di quest'ultima ha determinato un lieve aumento (dal 14,8 al 14,9 per cento) della quota dell'area sul PIL mondiale. L'economia slovena sta ancora recuperando il divario con il resto dell'area dell'euro; nel 2005 il suo PIL pro capite in termini di PPA era pari al 76 per cento della media dell'area. Negli ultimi anni la crescita del paese è stata robusta: tra il 2001 e il 2005 l'espansione del PIL in termini reali è stata mediamente pari al 3,4 per cento, contro l'1,4 dell'area dell'euro.

STRUTTURA DELLA PRODUZIONE

La struttura della produzione in Slovenia è sostanzialmente simile a quella dell'area dell'euro. Il settore dei servizi contribuisce per il 62,3 per cento al valore aggiunto totale, l'industria (comprese le costruzioni) per il 36,3 e l'agricoltura per il 2,7 per cento. Anche le quote di occupazione nei diversi settori sono prossime

3) Per maggiori informazioni, cfr. l'articolo *Lo sviluppo finanziario nell'Europa centrale, orientale e sud-orientale* nel numero di novembre 2006 di questo Bollettino.

4) Cfr. anche il riquadro *L'adozione dell'euro da parte della Slovenia dal 1° gennaio 2007* nel numero di agosto 2006 di questo Bollettino.

Tavola 2 Principali indicatori economici dell'area dell'euro allargata

	Periodo di riferimento	Unità di misura	Area dell'euro esclusa la Slovenia	Area dell'euro inclusa la Slovenia	Slovenia
Popolazione e attività economica					
Popolazione totale ¹⁾	2005	milioni	313,6	315,6	2,0
PIL	2005	miliardi di euro	7.999	8.027	28
PIL pro capite	2005	migliaia di euro	25,5	25,4	13,8
PIL pro capite (PPA)	2005	UE-25 = 100	106,3	106,2	80,6
PIL (quota del PIL mondiale) ²⁾	2005	%	14,8	14,9	0,1
Settori produttivi ³⁾					
Agricoltura, pesca e silvicoltura	2005	% del totale	2,0	2,0	2,7
Industria (incluse le costruzioni)	2005	% del totale	26,5	26,6	36,3
Servizi (inclusi i servizi non-market)	2005	% del totale	71,5	71,5	62,3
Commercio estero					
Esportazioni di beni e servizi ⁴⁾	2005	% del PIL	20,3	20,2	64,6
Importazioni di beni e servizi ⁴⁾	2005	% del PIL	19,3	19,1	65,1
Saldo del conto corrente ⁴⁾	2005	% del PIL	-0,1	-0,1	-2,0
Mercato del lavoro					
Tasso di partecipazione alle forze di lavoro ⁵⁾	2005	%	69,9	69,9	70,7
Tasso di disoccupazione	2005	%	8,6	8,6	6,5
Tasso di occupazione ⁵⁾	2005	%	64,4	64,4	66,0
Amministrazioni pubbliche					
Avanzo (+) o disavanzo (-)	2005	% del PIL	-2,5	-2,5	-1,4
Entrate	2005	% del PIL	45,2	45,2	45,8
Spese	2005	% del PIL	47,6	47,6	47,2
Debito lordo	2005	% del PIL	70,8	70,6	28,0
Indicatori monetari e finanziari					
Credito al settore privato (consistenze)	2005	% del PIL	119,4	119,2	58,6
Capitalizzazione del mercato azionario	2005	% del PIL	63,2	63,1	24,2

Fonti: Eurostat, FMI, Commissione europea, BCE e calcoli della BCE.

1) Media annua.

2) Le quote del PIL sono basate su una valutazione del PIL dei paesi in termini di parità di potere d'acquisto (PPA).

3) Sulla base del valore aggiunto in termini reali. I dati per la Slovenia si riferiscono al 2004 per agricoltura, pesca e silvicoltura e al 2003 per l'industria (incluse le costruzioni) e i servizi (inclusi i servizi non-market).

4) Dati di bilancia dei pagamenti. I dati per l'area dell'euro sono compilati sulla base delle transazioni con residenti di paesi esterni all'area (sono quindi esclusi gli scambi intra-area). Per i dati dell'area dell'euro con l'inclusione della Slovenia: stime della BCE sulla base di dati nazionali.

5) Quota della popolazione in età lavorativa (età compresa tra i 15 e i 64 anni).

a quelle registrate nell'area. La differenza principale è rappresentata dal fatto che, sia in termini di valore aggiunto che di occupazione, in Slovenia la quota dell'industria è superiore rispetto all'insieme degli altri paesi appartenenti all'area, mentre quella dei servizi è inferiore.

COMMERCIO ESTERO

La Slovenia è un'economia piccola ed estremamente aperta, che già prima dell'adozione della moneta unica realizzava la maggior parte dei suoi scambi con l'area dell'euro. Nel 2005 i 12 paesi appartenenti all'area rappresentavano nel loro insieme il 67 per cento delle importazioni e il 54 per cento delle esportazioni slovene. Con l'ingresso della Slovenia, il grado di apertura dell'economia dell'area dell'euro si è ridotto lievemente: l'incidenza sul PIL delle esporta-

zioni totali verso l'esterno dell'area (20,2 per cento) e delle importazioni totali dall'esterno della stessa (19,1 per cento) è scesa rispettivamente di circa 0,1 e 0,2 punti percentuali.

MERCATO DEL LAVORO

Il mercato del lavoro sloveno è stato oggetto di significative riforme durante la fase di transizione, anche se ne sono necessarie altre per sostenere la crescita economica a medio-lungo termine. Nel 2005 il tasso di partecipazione alle forze di lavoro e quello di occupazione erano lievemente superiori alla media dell'area, mentre quello di disoccupazione era inferiore (6,5 per cento). Il livello relativamente alto del tasso di occupazione in Slovenia è per lo più riconducibile al tasso relativamente elevato di partecipazione delle donne.

In tale contesto occorre rilevare che alcuni paesi dell'area hanno mantenuto in essere dei vincoli alla libera circolazione dei lavoratori provenienti dagli Stati membri che hanno aderito all'UE nel maggio 2004, compresa la Slovenia. Alcuni dei sei paesi in questione (Belgio, Germania, Francia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Austria) hanno tuttavia annunciato vari livelli di semplificazione dei rispettivi regimi di accesso. In ogni caso, dopo l'ingresso della Slovenia nell'area dell'euro occorre fare in modo che tutti i fattori produttivi, compreso il lavoro, circolino liberamente all'interno dell'area valutaria. L'eliminazione delle barriere residue, comprese quelle connesse alla mobilità del lavoro, costituisce un requisito necessario per il funzionamento dell'Unione monetaria e un passo importante verso la promozione di un'efficiente allocazione dei fattori produttivi nell'area. Inoltre, la libera circolazione del lavoro va considerata come uno dei numerosi canali di aggiustamento che, all'interno di un'unione monetaria, consentono di assorbire gli shock locali.

BILANCIO E DIMENSIONE DEL SETTORE PUBBLICO

Il disavanzo pubblico della Slovenia è diminuito negli ultimi anni e nel 2005 era pari all'1,4 per cento, inferiore alla media dell'area dell'euro. Il rapporto debito pubblico/PIL si è mantenuto al di sotto del 30 per cento, un livello significativamente più basso di quello medio dell'area. L'incidenza del settore pubblico sul totale dell'economia slovena è analoga a quella riferita all'intera area dell'euro.

STRUTTURA FINANZIARIA

I mercati finanziari sloveni sono generalmente meno sviluppati di quelli dell'area dell'euro, come attestano anche l'incidenza notevolmente inferiore del credito al settore privato sul PIL e i più bassi livelli di capitalizzazione di borsa. Tali mercati stanno tuttavia crescendo rapidamente: nel settembre 2006, il credito bancario al settore privato ha registrato un'espansione sui dodici mesi pari al 26 per cento.

IL PROCESSO DI CONVERGENZA DEI TASSI D'INTERESSE IN SLOVENIA NELLA SECONDA METÀ DEL 2006

La convergenza dei tassi d'interesse a breve termine sloveni verso i livelli di quelli analoghi nell'area dell'euro è iniziata ben prima della decisione del luglio 2006 con la quale il Consiglio Ecofin dichiarava il soddisfacimento da parte della Slovenia dei requisiti per l'adozione dell'euro (per una disamina degli andamenti fino a marzo 2006, cfr. il Rapporto sulla convergenza della BCE del maggio 2006). Ciò nonostante, nel maggio scorso i tassi d'interesse a breve sloveni erano ancora superiori a quelli dell'area, di riflesso alle politiche monetarie e di cambio attuate dalla Banka Slovenije. I tassi a lunga erano invece su livelli analoghi a quelli dell'area, grazie alla fiducia degli operatori nell'evoluzione del quadro macroeconomico e della finanza pubblica del paese e a una politica monetaria e di cambio credibile (cfr. figura 1).

Dal maggio 2006 la Banka Slovenije ha adottato tre provvedimenti intesi a ridurre il divario con i tassi ufficiali d'interesse dell'area dell'euro. In primo luogo, in giugno ha abbassato di 25 punti base i tassi sui titoli in talleri a 60 giorni e sui depositi a lungo termine. Inoltre, non ha dato seguito agli aumenti di 25 punti base dei tassi di interesse di riferimento decisi dalla BCE in ottobre e in dicembre. Ciò contrasta con il comportamento di agosto, quando aveva aumentato di 25 punti base il proprio tasso di riferimento principale in linea con l'innalzamento effettuato dalla BCE. Queste misure hanno concorso ad assottigliare il differenziale tra i tassi a breve sloveni e quelli dell'area. Il divario fra il tasso sloveno a tre mesi e il tasso interbancario a tre mesi riferito all'area dell'euro (Euribor), pari a 61 punti base in maggio, è sceso a 40 in giugno e si è progressivamente colmato entro ottobre. In dicembre il tasso a tre mesi sloveno era pari al 3,7 per cento, molto prossimo alla media dell'area.

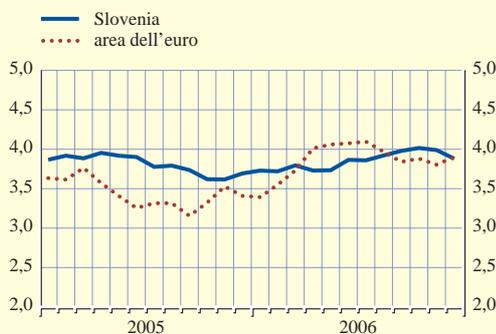
Il differenziale fra i tassi a lunga sloveni e quelli medi dell'area (misurati dai rendimenti dei

Figura 1 Tassi di interesse a breve e a lungo termine in Slovenia e nell'area dell'euro

a. Tassi di interesse a breve termine
(tasso di interesse del mercato monetario a tre mesi;
dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



b. Tassi di interesse a lungo termine
(rendimento dei titoli di Stato a 10 anni;
dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

titoli di Stato decennali) era negativo alla fine del 2006.

L'11 luglio 2006 il Consiglio Ecofin ha anche adottato un regolamento che fissava il tasso irrevocabile di conversione fra il tallero sloveno e l'euro in corrispondenza del tasso centrale concordato il 28 giugno 2004, all'epoca dell'adesione del tallero ai nuovi accordi europei di cambio (AEC II). Il giorno in cui è stata adottata questa decisione la moneta slovena era quotata a 239,64 talleri per euro, livello che corrispondeva alla sua parità centrale e che è stato fissato irrevocabilmente in data 29 dicembre. Per l'intero periodo di partecipazione

agli AEC II, il cambio del tallero con l'euro si è mantenuto prossimo al tasso centrale.

4 CONCLUSIONI

Il 1° gennaio 2007 la Bulgaria e la Romania hanno aderito all'Unione europea, che ora conta 27 Stati membri. Alla stessa data, l'adozione della moneta unica europea da parte della Slovenia ha portato da 12 a 13 il numero di paesi appartenenti all'area dell'euro. Poiché il peso economico di Bulgaria e Romania è relativamente ridotto, il loro ingresso non ha determinato variazioni sostanziali delle statistiche macroeconomiche aggregate dell'UE. Di fatto, il cambiamento più significativo è rappresentato da una crescita del 6 per cento della popolazione totale. Ciò nonostante, come era già avvenuto in precedenza, anche questo ampliamento ha schiuso nuove opportunità di commercio e di investimento sia ai vecchi sia ai nuovi Stati membri. Per sfruttarle appieno, è necessario un mercato unico pienamente operativo che consenta la libera circolazione di beni, servizi, capitale e lavoro. La rimozione delle barriere residue all'interno dell'UE costituirà un importante strumento per promuovere un'allocazione efficiente dei fattori di produzione e una maggiore integrazione economica e finanziaria.

Dopo la decisione con cui il Consiglio Ecofin consentiva alla Slovenia di adottare la moneta unica dal 1° gennaio 2007, durante la seconda metà del 2006 il paese ha portato a termine in modo ordinato il processo di convergenza dei suoi tassi d'interesse a breve termine verso il livello di quelli analoghi dell'area dell'euro. Nello stesso periodo, il tasso di conversione fra il tallero e l'euro è rimasto stabile e alla fine di dicembre è stato fissato irrevocabilmente in corrispondenza della precedente parità all'interno degli AEC II (239,64 talleri per euro). La Slovenia è un paese piccolo e con il suo ingresso ha quindi esercitato un impatto statistico estremamente ridotto sugli aggregati macroeconomici dell'area dell'euro. Per contro, grazie all'adozione dell'euro, la Slovenia ha visto ac-

crescersi ulteriormente i vantaggi del mercato unico in quanto la moneta unica offre un quadro di riferimento credibile per la politica monetaria e la stabilità dei prezzi in un'area all'interno della quale sono assenti le incertezze legate al tasso di cambio. Il pieno godimento dei vantag-

gi offerti dall'euro e un funzionamento efficiente dei meccanismi di aggiustamento all'interno dell'area valutaria ampliata richiedono la rimozione di tutti gli ostacoli residui fra la Slovenia e il resto dell'area dell'euro, compresi quelli connessi alla mobilità del lavoro.

EVOLUZIONE DELLE CARATTERISTICHE STRUTTURALI NEI MERCATI DEL LAVORO DELL'AREA DELL'EURO NELL'ULTIMO DECENNIO



Il presente articolo passa in rassegna l'evoluzione delle caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro dell'area dell'euro negli ultimi dieci anni. Esso identifica vari miglioramenti della loro performance, fra cui un aumento del tasso di partecipazione e di quello di occupazione, nonché una flessione dei tassi di disoccupazione. Hanno visto migliorare significativamente la propria situazione nel mercato del lavoro soprattutto le donne e i lavoratori in età avanzata, nonché in qualche misura i lavoratori meno qualificati. In linea con questi miglioramenti degli ultimi dieci anni, le informazioni disponibili indicano un costante, sebbene graduale, calo del tasso di disoccupazione strutturale nell'area, che può essere connesso al fatto che molti paesi dell'area hanno compiuto alcuni progressi nella riforma del mercato del lavoro, migliorando ad esempio gli incentivi al lavoro. Inoltre, la dinamica salariale caratterizzata da risultati moderati ha offerto un importante contributo a una crescita dell'occupazione più sostenuta. Nondimeno, la performance dei mercati del lavoro dell'area è ancora lungi dall'essere efficiente e sufficientemente flessibile. I tassi di disoccupazione continuano a essere troppo elevati e i tassi di partecipazione bassi per gli standard internazionali. Ciò significa che le rigidità delle retribuzioni e del mercato del lavoro rimangono un problema e rappresentano importanti sfide che devono essere affrontate con ulteriori riforme.

I INTRODUZIONE

Le caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro dell'area dell'euro influiscono sul contesto economico in cui è condotta la politica monetaria della BCE principalmente in tre modi. In primo luogo, le caratteristiche strutturali della domanda e dell'offerta di lavoro, come la partecipazione al mercato del lavoro, l'occupazione e la disoccupazione, influiscono sul livello di produzione di un'economia e sul relativo tasso di crescita potenziale. In secondo luogo, queste caratteristiche, congiuntamente a quelle strutturali della formazione dei salari, hanno un impatto sul costo del lavoro, che a sua volta è una determinante importante dell'andamento dei prezzi. In terzo luogo, insieme alla flessibilità delle istituzioni del mercato del lavoro e del mercato dei beni, le caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro dell'area determinano la flessibilità di aggiustamento e la capacità di tenuta dell'economia dell'area agli shock economici.

In linea con quanto precede, il presente articolo passa in rassegna l'evoluzione delle caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro negli ultimi dieci anni, un periodo caratterizzato da segni di miglioramento della *performance* dei mercati del lavoro dell'area dell'euro e da alcuni progressi nelle riforme strutturali dei mercati

sia dei beni sia del lavoro¹⁾. La sezione 2 analizza gli andamenti e i profili recenti nell'area dell'euro dei tassi di partecipazione, di occupazione e di disoccupazione, mentre la sezione 3 esamina quelli dei salari. La sezione 4 passa in rassegna i progressi compiuti nelle riforme delle istituzioni del mercato del lavoro, valuta in sintesi fino a che punto tali riforme possano spiegare i recenti sviluppi del mercato del lavoro, per affrontare infine le ulteriori riforme strutturali necessarie. La sezione 5 riassume i principali risultati e trae le conclusioni.

2 ANDAMENTI E PROFILI RECENTI DEI TASSI DI PARTECIPAZIONE, OCCUPAZIONE E DISOCCUPAZIONE

TASSI DI PARTECIPAZIONE

Nell'ultimo decennio l'area dell'euro ha compiuto progressi nell'incrementare la quota della popolazione in età da lavoro che partecipa al mercato del lavoro come occupata o disoccupata, ovvero il tasso di parte-

1) Questo articolo fa seguito a quello dal titolo *La composizione della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro negli anni recenti* pubblicato nel numero di novembre 2002 del Bollettino mensile. I dati utilizzati si riferiscono all'area dell'euro esclusa la Slovenia. La principale fonte di informazioni è l'indagine *EU Labour Force Survey* pubblicata dall'Eurostat.

Tavola I Tassi di attività ¹⁾ nell'area dell'euro e negli Stati Uniti per sesso e classe di età

(valori percentuali; punti percentuali di variazione)

	Età	Area dell'euro			Stati Uniti		
		Livello		Variazione 1995-2006	Livello		Variazione 1995-2005
		1995	2006		1995	2005	
Totale	15-64	65,3	70,4	5,1	76,9	75,4	-1,5
Uomini	15-64	76,4	78,4	2,0	84,3	81,8	-2,5
	25-54	92,8	93,0	0,2	91,6	90,5	-1,1
Donne	15-64	54,2	62,4	8,1	69,7	69,3	-0,4
	25-54	66,8	75,5	8,8	75,6	75,3	-0,4
Anziani	55-64	36,0	44,8	8,8	57,2	62,9	5,7
Giovani	15-24	43,7	44,1	0,4	66,3	60,8	-5,5

Fonte: Eurostat e Bureau of Labor Statistics.

Nota: i dati per l'area dell'euro si riferiscono al secondo trimestre dell'anno.

(1) Rapporto tra gli occupati e i disoccupati (cioè le forze di lavoro) e la popolazione in età da lavoro.

partecipazione delle forze di lavoro, diminuendo il divario con gli Stati Uniti. Fra il 1995 e il 2006 il tasso di partecipazione è aumentato di 5,1 punti percentuali, collocandosi al 70,4 per cento (cfr. tavola 1). L'incremento va ricondotto in larga misura a un aumento della partecipazione dei più anziani (di età compresa fra i 55 e i 64 anni) e delle donne, mentre è rimasto sostanzialmente invariato il tasso di partecipazione fra i giovani (di età compresa fra i 15 e i 24 anni) e fra gli uomini cosiddetti in *prime-age* (di età compresa fra i 25 e i 54 anni). Fra i giovani, il tasso di attività è stato influenzato da un'accresciuta partecipazione alla formazione scolastica: se nel 1995 il 61,2 per cento dei giovani partecipava alla formazione scolastica, nel 2006 la quota si è collocata al 66 per cento. Di conseguenza, l'ultimo decennio ha visto un costante "processo di convergenza" del grado di istruzione dei giovani nel confronto con gli anziani, come evidenziato dalla quota crescente di giovani che ha raggiunto almeno il livello di istruzione secondaria.

Diversi fattori possono aver contribuito all'incremento dei tassi di partecipazione osservati fra le donne e i più anziani. Fra questi si annovera un cambiamento strutturale dell'offerta di lavoro femminile, con le donne che seguono più a lungo percorsi di

istruzione e, di conseguenza, mostrano una maggiore propensione a partecipare al mercato del lavoro rispetto al passato ²⁾. Inoltre, sembra che stiano gradualmente producendo effetti le riforme dei sistemi tributari e previdenziali mirate a incrementare gli incentivi al lavoro per donne e lavoratori in età avanzata.

Nondimeno, mentre il tasso di partecipazione fra gli uomini in *prime-age* dell'area dell'euro è superiore a quello degli Stati Uniti, i tassi statunitensi relativi ai lavoratori in età avanzata e ai giovani sono di gran lunga superiori a quelli dell'area. Infine, nel periodo in esame, l'aumento del tasso di partecipazione nell'area è avvenuto in concomitanza a un lieve incremento del tasso di crescita della popolazione in età da lavoro, parzialmente sospinto da un aumento dell'immigrazione (cfr. riquadro 1).

2) Evidenza dell'impatto delle decisioni in merito all'istruzione sulla partecipazione delle giovani donne al mercato del lavoro, si può trovare in Genre, V., Gómez Salvador, R., Lamo, A., *European women, why do(n't) they work?*, Working Paper della BCE, n. 454, marzo 2005. In genere, si ritiene che la quota accresciuta di lavoratori più istruiti abbia contribuito in misura considerevole alla crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro (cfr. Schwerdt, G., Turunen, J., *Growth in euro area labour quality*, Working Paper della BCE, n. 575, gennaio 2006).

Riquadro I

L'IMMIGRAZIONE E L'OFFERTA DI LAVORO

L'aumento dell'offerta di lavoro nell'ultimo decennio è in parte imputabile all'accresciuta immigrazione. La figura mostra il flusso migratorio netto verso l'UE-15¹⁾ e gli Stati Uniti dagli anni sessanta. In Europa si possono individuare fino alla fine degli anni novanta tre fasi di immigrazione: la fase del lavoratore-ospite (gli anni cinquanta e sessanta, quando molti paesi hanno avviato programmi di assunzione di lavoratori stranieri), la fase della riunificazione delle famiglie (gli anni settanta, quando gli immigrati esistenti hanno deciso di rimanere nei paesi ospiti e sono stati raggiunti dalle famiglie) e la fase dei richiedenti asilo (fine anni ottanta e primi anni novanta, quando numerosi avvenimenti politici, guerre e conflitti etnici hanno causato l'innalzamento del numero dei richiedenti asilo).

Più di recente, sembra essersi avviata una quarta fase. Dal 1998, l'immigrazione netta nell'UE-15 è aumentata da 500.000 unità circa all'anno a quasi due milioni nel 2003. Inoltre, dal 1999 l'immigrazione netta nell'UE-15 ha superato quella negli Stati Uniti. In realtà, l'aumento negli anni recenti riflette in parte nuova immigrazione, forse a seguito della globalizzazione, ma in parte è dovuto anche alla regolarizzazione su larga scala di immigrati esistenti, ancorché clandestini, in alcuni Stati membri. Anche l'allargamento dell'Unione europea a 25 Stati membri nel 2004 ha contribuito ad aumentare l'immigrazione netta nell'UE-15.

La misura in cui i flussi migratori hanno contribuito all'offerta di lavoro varia sensibilmente fra i paesi dell'area dell'euro. Nel periodo 2002-2003 la percentuale di stranieri lavoratori e residenti era la più elevata in Lussemburgo, circa il 40 per cento, si collocava al 10 per cento in Austria, Grecia, Germania e Belgio e a meno del 5 per cento in Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Finlandia. Nel periodo 2005-2006 la popolazione di immigrati in Spagna e Irlanda è aumentata considerevolmente per effetto di elevati afflussi di immigrati e del programma di regolarizzazione spagnolo del 2005.

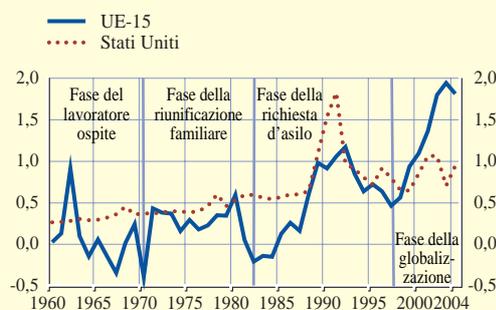
Sia la teoria economica sia l'evidenza empirica suggeriscono che i vantaggi economici netti dell'immigrazione sono probabilmente positivi per i paesi di accoglienza. L'afflusso netto di immigrati contribuisce altresì a espandere l'offerta di lavoro nell'area, contribuendo a compensare alcuni degli effetti negativi dell'evoluzione demografica²⁾.

1) I dati non sono disponibili per l'aggregato dell'area dell'euro.

2) Cfr. l'articolo *Evoluzione demografica nell'area dell'euro: previsione e conseguenze* nel numero di ottobre 2006 di questo Bollettino nonché Maddaloni, A., Musso, A., Rother, P., Ward-Warmedinger, M., Westermann, T., *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 51, agosto 2006.

Flusso migratorio netto nella UE-15 e negli Stati Uniti

(milioni di persone)



Fonte: Commissione europea.

Note: la migrazione netta è misurata dalla differenza tra la popolazione totale al 1° gennaio e al 31 dicembre di un dato anno, al netto della differenza tra nascite e morti (saldo naturale). La UE-15 comprende gli Stati membri da prima del maggio 2004.

OCCUPAZIONE

Come per i tassi di partecipazione, nell'ultimo decennio l'area dell'euro ha altresì compiuto progressi nell'aumentare i tassi di occupazione, riducendo il divario con gli Stati Uniti. A tale riguardo, il tasso di occupazione dell'area è salito di 6,6 punti percentuali collocandosi al 64,4 per cento nel 2006, con gli incrementi maggiori registrati fra le donne e i lavoratori in età avanzata (cfr. tavola 2). È interessante notare che i tassi di occupazione sono aumentati in misura più significativa fra i lavoratori meno qualificati. Ciò può riflettere, fra l'altro, politiche salariali che sostengono la creazione di posti di lavoro con salari più bassi. Tuttavia, persistono differenze significative nei tassi di occupazione fra i diversi livelli di qualificazione. Attualmente, è occupato più dell'80 per cento delle persone con titolo universitario, mentre fra coloro che possiedono un'istruzione al di sotto del livello secondario la quota è inferiore al 60 per cento.

In una prospettiva settoriale, negli ultimi dieci anni nell'area dell'euro ha continuato il progressivo affermarsi di un'economia basata sui

servizi. Mentre i settori agricolo e industriale hanno perso negli ultimi dieci anni rispettivamente circa 1,5 e 3,5 punti percentuali delle quote di occupazione detenute, il settore dei servizi ha accresciuto il proprio peso a circa il 70 per cento nel 2006. Persiste, tuttavia, un sensibile divario rispetto alla struttura dell'occupazione per settore negli Stati Uniti, dove nel 2004 il comparto dei servizi rappresentava il 77 per cento dell'occupazione totale. Ciò si spiegherebbe, in qualche misura, con la maggiore flessibilità dei salari nel settore dei servizi in questo paese, come suggerisce il maggiore differenziale salariale rispetto all'economia nel suo complesso (per maggiori dettagli cfr. sezione 3).

Nonostante gli ultimi miglioramenti dei tassi di occupazione nell'area dell'euro, resta ancora strada da percorrere per raggiungere gli obiettivi di tasso di occupazione contemplati dal programma di Lisbona per il 2010 (occupazione complessiva al 70 per cento, al 60 per cento per le donne e al 50 per cento per i lavoratori in età avanzata). Come mostra la figura 1, gli Stati Uniti hanno superato tutti questi obiettivi nel 1995 e nel 2005.

Tavola 2 Tassi di occupazione ¹⁾ nell'area dell'euro e negli Stati Uniti per sesso e classe di età

(valori percentuali; punti percentuali di variazione)

	Età	Area dell'euro			Stati Uniti			
		Livello		Variazione 1995-2006	Livello		Variazione 1995-2005	
		1995	2006		1995	2005		
Totale	15-64	57,8	64,4	6,6	72,5	71,5	-1,0	
Uomini	15-64	69,2	72,4	3,3	79,5	77,6	-1,9	
	25-54	85,4	86,8	1,4	87,6	86,9	-0,7	
Donne	15-64	46,6	56,4	9,8	65,8	65,7	-0,1	
	25-54	58,5	69,0	10,5	72,2	72,0	-0,2	
Anziani	55-64	33,0	41,6	8,6	55,1	60,8	5,7	
Giovani	15-24	33,6	36,7	3,1	58,3	53,9	-4,4	
Livello di istruzione:		25-64						
	<i>inferiore al livello secondario</i>	50,5	57,2	6,7	53,9	56,5	2,6	
	<i>almeno livello secondario</i>	71,1	74,3	3,2	75,1	72,8	-2,3	
	<i>livello universitario</i>	81,9	83,5	1,6	85,8	82,0	-3,8	
Quota di lavoratori part-time ²⁾		15-64	13,8	19,3	5,5	13,2	12,8	-0,4

Fonte: Eurostat, Bureau of Labor Statistics e Ocse.

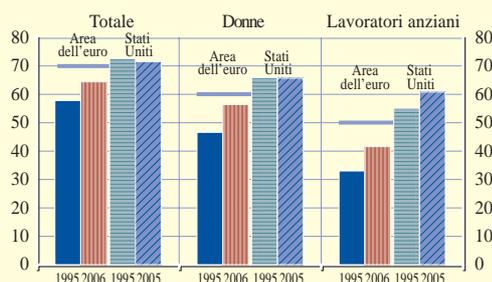
Nota: i dati per l'area dell'euro si riferiscono al secondo trimestre dell'anno.

1) Rapporto tra gli occupati e la popolazione in età da lavoro.

2) Rapporto tra gli occupati part-time e gli occupati totali.

Figura 1 Tassi di occupazione in vista degli obiettivi previsti dal programma di Lisbona per il 2010: 1995 e 2006

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat e Bureau of Labor Statistics.

Note: le linee spesse orizzontali indicano i rispettivi obiettivi di occupazione fissati dal programma di Lisbona.

L'aumento dell'occupazione dell'area dell'euro negli ultimi dieci anni è inferiore se misurato in termini di ore lavorate anziché in termini di persone occupate. Ciò è dovuto al fatto che l'aumento del tasso di occupazione nell'ultimo decennio è stato accompagnato da un calo significativo delle ore medie annue lavorate per occupato a un livello di gran lunga inferiore a quello degli Stati Uniti. La flessione è stata determinata principalmente da un aumento significativo della quota degli occupati a tempo parziale rispetto al totale degli occupati dal 13,8 al 19,3 per cento fra il 1995 e il 2006 (cfr. tavola 2). In generale, l'aumento del lavoro a tempo parziale può essere considerato volontario, indicando un'accresciuta flessibilità degli orari di lavoro. Comunque, la flessione delle ore lavorate annue per occupato è dovuta anche alle previsioni contrattuali che hanno determinato una tendenza alla riduzione dell'orario di lavoro, tendenza che sembra essersi arrestata solo più di recente³⁾. Nel caso dell'occupazione femminile, il divario fra le ore lavorate in media all'anno per addetta fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro tende a diminuire se si considera la somma delle ore lavorate sul mercato e nella propria abitazione, indicando una quota di produzione delle famiglie attribuita al mercato maggiore negli Stati Uniti che nell'area dell'euro⁴⁾.

Quanto alla capacità di tenuta delle economie agli shock, sia l'area dell'euro sia gli Stati Uniti hanno reagito all'ultimo rallentamento economico con una correzione al ribasso più marcata delle ore lavorate per addetto piuttosto che dei posti di lavoro. Questi ultimi, tuttavia, hanno mostrato nell'area una maggior capacità di tenuta al rallentamento economico rispetto agli Stati Uniti. Ciò è rimarchevole dal momento che, nei rallentamenti precedenti, l'input di lavoro dell'area si è corretto prevalentemente attraverso il livello di occupazione. È probabile che a questa evoluzione abbiano contribuito la maggiore flessibilità degli accordi sull'orario di lavoro e l'andamento moderato delle retribuzioni.

DISOCCUPAZIONE

L'andamento positivo dei tassi di occupazione si è riflesso in una minor disoccupazione. Nell'ultimo decennio il tasso di disoccupazione complessivo dell'area dell'euro relativo alle persone di età compresa tra i 15 e i 64 anni è sceso di oltre 3,1 punti percentuali, collocandosi all'8,3 per cento nel 2006 (cfr. tavola 3). Il calo della disoccupazione dell'area ha favorito prevalentemente i giovani, le donne e, tenendo conto del livello di istruzione, le persone scarsamente qualificate. Per quanto concerne il calo della disoccupazione giovanile, nella misura in cui è stato accompagnato da un aumento del tasso di occupazione in quella classe di età, esso potrebbe riflettere, fra l'altro, un costante incremento del grado di istruzione dei giovani, che ne aumenta le possibilità di occupazione. Nella misura in cui, invece, non è

- 3) Cfr. anche il riquadro *L'andamento del totale delle ore lavorate, dell'occupazione e delle ore medie lavorate* nel numero di settembre 2006 di questo Bollettino nonché Leiner-Killinger, N., Maraschi, C., Ward-Warmedinger, M., *Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences*, Occasional Paper della BCE, n. 41, dicembre 2005.
- 4) Cfr. Freeman, R., Schettkat, R. (2005), "Jobs and home work", *Economic Policy* 20(41), Blackwell. Lo studio si basa su indagini/rendiconti giornalieri relativi all'impiego del tempo che suddividono le 24 ore quotidiane in ore dedicate al lavoro sul mercato, in famiglia, allo svago e alla persona.

Tavola 3 Tassi di disoccupazione ¹⁾ nell'area dell'euro e negli Stati Uniti per sesso e classe di età e livello di istruzione

(valori percentuali; punti percentuali di variazione)

	Età	Area dell'euro			Stati Uniti		
		Livello		Variazione 1995-2006	Livello		Variazione 1995-2005
		1995	2006		1995	2005	
Totale	15-64	11,4	8,3	-3,1	5,6	5,1	-0,5
Uomini	15-64	9,5	7,5	-2,0	5,6	5,1	-0,5
Donne	15-64	14,1	9,4	-4,7	5,7	5,2	-0,5
Giovani	15-24	23,1	16,2	-6,9	12,1	11,3	-0,8
Livello di istruzione:	25-64						
inferiore al livello secondario		13,3	9,9	-3,4	10,0	10,5	0,5
almeno livello secondario		8,6	7,2	-1,4	5,0	5,6	0,6
livello universitario		6,7	4,7	-2,0	2,7	3,3	0,6
Disoccupazione di lungo periodo ²⁾	>15	49,5	46,8	-2,7	9,7	11,8	2,1

Fonte: Eurostat, Bureau of Labor Statistics e Ocse.

Nota: i dati per l'area dell'euro si riferiscono al secondo trimestre dell'anno.

1) Rapporto tra i disoccupati e le forze di lavoro.

2) Quota dei disoccupati da oltre un anno.

stato accompagnato da un aumento del tasso di occupazione giovanile, è probabile che rifletta un'accresciuta partecipazione al sistema scolastico.

La disoccupazione di lungo periodo (ovvero la percentuale di lavoratori disoccupati da oltre un anno), le cui variazioni riflettono cambiamenti nelle condizioni strutturali del mercato del lavoro, è calata in misura modesta dal 49,5 al 46,8 tra il 1995 e il 2006. Nel complesso, l'elevato livello di disoccupazione di lunga durata è una delle indicazioni più evidenti del persistere di inefficienze nel funzionamento dei mercati del lavoro dell'area dell'euro.

Come ulteriore indicatore che coglie cambiamenti più strutturali nel mercato del lavoro, le stime del tasso di disoccupazione che non esercita pressioni sull'inflazione (*non-accelerating inflation rate of unemployment*, NAIRU) sono scese moderatamente nell'ultimo decennio. Il NAIRU è un concetto teorico definito come il livello di disoccupazione coerente con un tasso di inflazione stabile. Talvolta la relazione utilizzata nei modelli è fra disoccupazione e inflazione salariale, nel qual caso il tasso di disoccupazione strutturale stimato è detto tasso di disoccupazione che

non esercita pressioni sull'inflazione salariale (*non-accelerating wage inflation rate of unemployment*, NAWRU). In passato si supposeva che il NAIRU/NAWRU approssimasse il tasso di disoccupazione medio di lungo periodo, ma successivamente si è riconosciuto che il suo livello si modifica nel tempo⁵⁾.

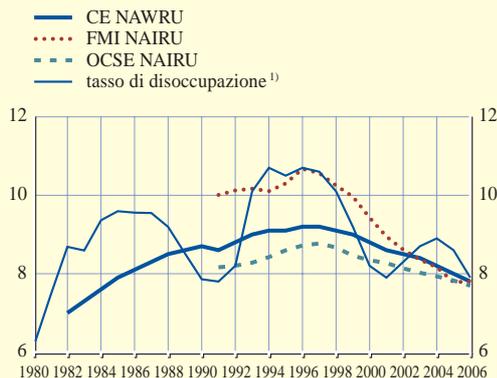
La misurazione del NAIRU/NAWRU può essere piuttosto imprecisa, soprattutto per quanto riguarda le stime in tempo reale⁶⁾. La BCE, pertanto, non tiene conto delle misure del livello del NAIRU/NAWRU nel contesto della valutazione periodica sulla politica monetaria. Nondimeno, l'evoluzione del NAIRU/NAWRU può fornire alcune informazioni sugli andamenti a più lungo termine. In effetti, sebbene le stime varino, il profilo generale delle misure usate dalle organizzazioni internazionali risulta essere simile e suggeri-

5) Per un'analisi più dettagliata dell'andamento della disoccupazione strutturale nell'area dell'euro, cfr. il riquadro *Una prospettiva di lungo termine per la disoccupazione strutturale nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2005 di questo Bollettino.

6) Cfr., ad esempio, l'evidenza riportata in Staiger, D., Stock, J., Watson, M. (1997), "How precise are estimates of the natural rate of unemployment" in Romer, C., Romer, D. (a cura di) (1997), *Reducing inflation: motivation and strategy*, University of Chicago Press.

Figura 2 Stime del NAIRU/NAWRU per l'Area dell'euro effettuate da organismi internazionali

(percentuale delle forze di lavoro)



Fonti: Commissione europea, Eurostat, FMI e OCSE.

Note: i metodi e i dati utilizzati dalle varie istituzioni per le stime del NAIRU/NAWRU sono diversi. La principale differenza si riferisce all'applicazione da parte del FMI di semplici filtri statistici in confronto alla Commissione europea e all'Ocse che utilizzano un modello basato sulla curva di Phillips. Questo spiega gran parte della differenza di livello osservata. Anche la definizione di disoccupazione e i dati sottostanti differiscono ma in minor misura.

1) I dati per il 2006 si riferiscono alla media fino a ottobre 2006, così come resi noti dall'Eurostat.

sce un graduale, ma costante, calo a partire dalla metà degli anni novanta, da un livello prossimo al 9,3 per cento nel 1995 all'8,0 circa del 2006 (cfr. figura 2). È altresì degno di nota il fatto che le stime relative al NAIRU/NAWRU abbiano continuato a diminuire durante il periodo di debole crescita economica fra il 2001 e il 2005. L'andamento positivo del NAIRU/NAWRU nell'ultimo decennio è stato attribuito in larga misura ai vantaggi di una maggiore flessibilità salariale, nonché alle riforme dei mercati dei beni e del lavoro attuate in diversi paesi dell'area dell'euro⁷⁾. Tuttavia, il NAIRU/NAWRU rimane ancora su un livello elevato, suggerendo la necessità di ulteriori riforme per incrementare la flessibilità del mercato del lavoro.

Infine, una valutazione delle variazioni nella curva di Beveridge (che riflette la relazione fra posti di lavoro non occupati e disoccupati) per l'area dell'euro può fornire un'indicazione dei cambiamenti nel funzionamento del mercato del lavoro derivanti da fattori strutturali. La curva di Beveridge fornisce

una panoramica generale dell'andamento del processo di incontro fra disoccupati e impieghi disponibili. I movimenti lungo la curva, ovvero laddove gli impieghi disponibili e la disoccupazione si muovono in direzioni diverse, riflettono oscillazioni cicliche dell'attività economica e sono caratterizzati da movimenti circolari in senso antiorario⁸⁾. Uno spostamento verso l'interno (o verso l'esterno) della curva, dove gli impieghi disponibili e la disoccupazione diminuiscono (o aumentano) contemporaneamente, può indicare un miglioramento (o peggioramento) nel processo di incontro dovuto a fattori strutturali come istituzioni del mercato del lavoro più (o meno) efficienti.

Dalla metà degli anni novanta l'andamento della curva di Beveridge dell'area dell'euro è stato sospinto principalmente da variazioni cicliche (cfr. figura 3). In effetti, il tasso di impieghi disponibili è aumentato in maniera prociclica fra il 1994 e il 2001, mentre il tasso

Figura 3 Relazione fra disoccupazione e posti di lavoro disponibili nell'area dell'euro



Fonti: Eurostat, Ocse e elaborazioni Bce.

Note: il tasso di disoccupazione e il tasso di posti di lavoro disponibili sono definiti rispettivamente come rapporto fra il numero di disoccupati e il numero di posti vacanti e le forze di lavoro. I dati per il 2006 si riferiscono al secondo trimestre.

- 7) Cfr., ad esempio, Nickell, S. (2003), "Labour market institutions and unemployment in OECD countries", *CESIFO DICE Report 1*, n. 2, pp. 13-26.
- 8) Per un'analisi più approfondita della relazione disoccupazione-impieghi disponibili nell'area dell'euro e dei possibili shock che la influenzano, cfr. il riquadro *La relazione tra disoccupazione e posti di lavoro vacanti nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2002 di questo Bollettino.

di disoccupazione è diminuito. A questo è seguito un periodo di rallentamento economico, quando il tasso di impieghi disponibili è sceso e quello di disoccupazione ha incominciato ad aumentare. Il primo è aumentato nuovamente a partire dagli inizi del 2005, contribuendo a una minore disoccupazione. È degno di nota il fatto che non vi sono evidenze di nessun ulteriore movimento verso l'esterno della curva di Beveridge durante questo decennio. Ciò suggerisce che si sono arrestati gli impatti avversi degli shock di natura più strutturale, come quelli relativi alla ridotta efficacia del processo di incontro fra disoccupati e impieghi disponibili nonché alla redistribuzione settoriale. Nel contempo non sono stati osservati neanche movimenti verso l'interno e i risultati attuali, significativamente peggiori rispetto ai primi anni ottanta, suggeriscono la necessità di migliorare l'efficienza del processo di incontro.

3 ANDAMENTI E PROFILI RECENTI DELLE RETRIBUZIONI

Gli ultimi dieci anni sono stati caratterizzati da una dinamica nel complesso moderata delle retribuzioni e del costo del lavoro. Il tasso di crescita annuo dei redditi nominali per dipendente nell'area dell'euro si è collocato in media al 2,2 per cento fra il 1995 e il 2005, rispetto a oltre il 5 per cento annuo del decennio precedente. La crescita media delle retribuzioni orarie è stata lievemente superiore, pari a circa il 2,6 per cento, per effetto del calo tendenziale delle ore lavorate per addetto. Inoltre, nonostante il marcato rallentamento della crescita della produttività del lavoro, fra il 1995 e il 2005 la crescita annua del costo del lavoro per unità di prodotto nell'area dell'euro è stata in media pari a circa l'1,4 per cento, meno della metà del tasso di crescita osservato nel decennio precedente. Ciò ha agevolato la conduzione della politica monetaria e il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area. Inoltre, la dinamica salariale nel complesso moderata ha fornito un importante contributo al miglioramento della

performance dei mercati del lavoro dell'area osservata negli anni recenti.

È probabile che numerosi fattori strutturali abbiano concorso agli esiti complessivamente moderati della contrattazione negli anni recenti. Le retribuzioni contrattuali possono essere considerate la componente di base del costo del lavoro (cfr. figura 4)⁹⁾. La crescita delle retribuzioni contrattuali costituisce la maggiore componente della crescita del costo del lavoro per occupato, pertanto, gli esiti moderati della contrattazione salariale si confermano come la principale determinante della minor crescita salariale complessiva durante l'ultimo decennio. Probabilmente, un fattore significativo è stato che le parti coinvolte nel processo di contrattazione salariale hanno condiviso un'accresciuta consapevolezza del fatto che minori incrementi salariali facilitano la creazione di posti di lavoro, concorrono a mantenere l'inflazione su livelli bassi e stabili e migliorano la competitività. Agli esiti moderati della contrattazione potrebbero aver contribuito anche altri fattori, come i livelli tuttora elevati di disoccupazio-

Figura 4 Crescita del costo del lavoro procapite e delle sue componenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat, Bce e elaborazioni Bce.

9) Cfr., ad esempio, il riquadro *Andamenti recenti dell'inerzia salariale nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2006 di questo Bollettino.

ne dovuti a rigidità strutturali, i cambiamenti nelle strutture e tecnologie produttive nonché le accresciute pressioni al ribasso sul costo del lavoro riconducibili a una rafforzata concorrenza mondiale (ivi compresa la concorrenza dei nuovi Stati membri dell'UE). I contributi previdenziali, la seconda principale componente della crescita complessiva del costo del lavoro per addetto, sono in genere stabiliti per legge. Nel periodo fra il 1998 e il 2002 sono stati oggetto di tagli, riflettendo il contributo a una minor crescita salariale di riforme specifiche mirate a ridurre il costo del lavoro in numerosi paesi dell'area dell'euro (cfr. figura 4).

La recente dinamica salariale nell'area dell'euro risulta dall'aggregazione di andamenti diversi fra i paesi dell'area stessa¹⁰. La diversa portata della rigidità dei salari fra i vari paesi dell'area e rispetto agli Stati Uniti ha svolto probabilmente un ruolo importante (cfr. il riquadro 2 per un'evidenza empirica

sulle rigidità dei salari). Le rigidità dei salari, a loro volta, potrebbero essere determinate da numerosi fattori istituzionali. Ad esempio, in alcuni paesi dell'area esistono tuttora anche se meno comuni che in passato, clausole di indicizzazione all'inflazione passata che adeguano la crescita salariale sulla base dell'inflazione passata, dando origine potenzialmente a rigidità dei salari reali¹¹.

L'andamento dei differenziali fra salari dei vari settori fornisce ulteriori elementi conoscitivi riguardo al grado di flessibilità salaria-

10) Le divergenze nell'andamento del costo del lavoro fra i paesi dell'area dell'euro sono una determinante importante della dispersione dei tassi di inflazione armonizzati e hanno notevoli implicazioni per la competitività e la crescita economica nei paesi dell'area dell'euro. Cfr. il rapporto *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications* pubblicato dalla BCE (2003).

11) Le clausole di indicizzazione dei salari sono automatiche in Belgio e Lussemburgo (e si applicano anche in Francia ai salari minimi), sono comprese in gran parte dei contratti in Spagna e possono essere invocate in qualche altro paese dell'area dell'euro.

Riquadro 2

RIGIDITÀ DEI SALARI NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Numerosi studi hanno cercato di stimare il grado di rigidità al ribasso dei salari nominali (ovvero la facilità con cui i salari nominali sono corretti al ribasso) nei paesi europei. Secondo due studi di confronto fra paesi basati su dati estratti dallo *European Community Household Panel* (Dessy, 2005, e Knoppik e Beissinger, 2005), alla metà degli anni novanta la rigidità dei salari nominali varia considerevolmente fra i paesi dell'UE-15¹⁾. Utilizzando i dati a livello settoriale per 19 paesi OCSE, anche Holden e Wulfsberg (2005) riscontrano una significativa rigidità dei salari nominali al ribasso²⁾. L'evidenza sulla portata della rigidità dei salari reali è di gran lunga inferiore. Barwell e Schweitzer (2004), Bauer, Bonin e Sunde (2003), Böckerman, Laaksonen e Vainiomäki (2003), Dessy (2005), nonché Devicienti, Maida e Sestito (2005) trovano gradi diversi di rigidità nel Regno Unito, in Germania, Finlandia, Italia e altri paesi europei³⁾.

1) O. Dessy (2005), "Nominal wage rigidity in Europe: estimates, causes and consequences", documento elaborato per la conferenza annuale della European Economics Association, Vienna 2005, Università di Milano. Knoppik, C., Beissinger, T. (2005), *Downward nominal wage rigidity in Europe: an analysis of European micro data from the ECHP 1994-2001*, Discussion Paper della IZA, n. 1492.

2) Holden, S., Wulfsberg, F. (2005), "Downward nominal wage rigidity in the OECD", mimeo, disponibile all'indirizzo Internet <http://folk.uio.no/sholden/#wp>.

3) Per riferimenti completi, un compendio dello studio e i risultati dell'International Wage Flexibility Project, cfr. Dickens, W., Goette, L., Groshen, E. L., Holden, S., Messina, J., Schweitzer, M., Turunen, J., Ward-Warmedinger, M., *How wages change: micro evidence from the International Wage Flexibility Project*, Working Paper della BCE, n. 697, novembre 2006. Anche un documento tratto dallo stesso progetto misura la rigidità dei salari al ribasso dopo un controllo degli errori di misurazione, cfr. Dickens, W., Goette, L., Groshen, E. L., Holden, S., Messina, J., Schweitzer, M., Turunen, J., Ward-Warmedinger, M., "The interactions of labour market institutions and inflation: micro evidence from the International Wage Flexibility Project", documento presentato alla Conferenza della Federal Reserve tenuta a San Francisco *Labor Markets and the Macroeconomy*, San Francisco, 3-4 marzo 2006.

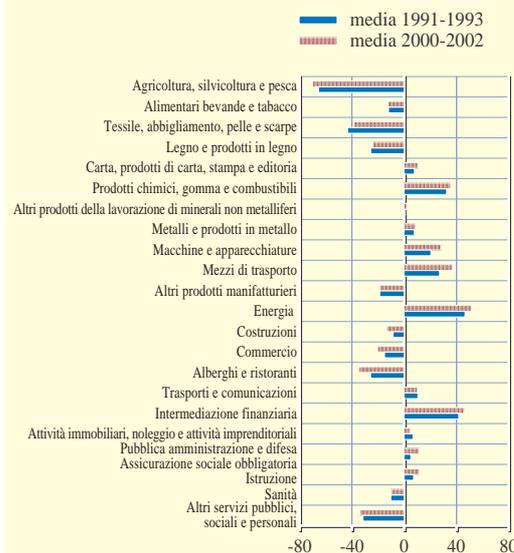
Tuttavia, differenze significative fra i dati e i metodi di misurazione utilizzati in questi studi indipendenti rendono arduo compararne le conclusioni per quanto attiene le dimensioni del fenomeno nei vari paesi.

Le ricerche condotte dall'*International Wage Flexibility Project (IWFP)*, una rete internazionale di accademici e responsabili delle politiche economiche, si propongono di colmare questa lacuna misurando la rigidità al ribasso dei salari nominali e reali mediante il ricorso a dati microeconomici per numerosi paesi dell'area dell'euro e gli Stati Uniti⁴⁾. Le stime elaborate dall'IWFP indicano significative rigidità dei salari. Rispetto agli Stati Uniti, le rigidità dei salari reali sembrano essere più comuni nei paesi europei. Nel complesso, tuttavia, sussiste una significativa eterogeneità fra i paesi quanto alla natura e alla portata di entrambi i tipi di rigidità. In termini di cause, i risultati inducono a ritenere che le rigidità dei salari reali al ribasso sarebbero associate positivamente alla presenza di sindacati, il che suggerisce che i partecipanti alla contrattazione collettiva presterebbero maggiore attenzione all'andamento dei salari reali, a fronte di quelli nominali. È possibile anche che i sindacati dispongano del potere contrattuale per tutelare i salari reali.

4) Cfr. Dickens, W. et al. (2006).

Figura 5 Differenziali retributivi settoriali nell'area dell'euro

(differenze percentuali rispetto alla retribuzione media per l'intera economia)



Fonti: Ocse, archivio STAN e elaborazioni Bce.
 Note: differenziali percentuali medi rispetto al livello medio dei redditi procapite per l'intera economia. Si utilizzano medie di periodi di 3 anni piuttosto che singoli anni per evitare particolarità nei dati specifiche di singoli anni.

e persistenti differenze di livelli salariali fra i vari settori, con i posti di lavoro nei servizi che sono pagati in media oltre il 15 per cento in meno di quelli nel settore manifatturiero (cfr. figura 5)¹²⁾. Queste differenze sembrano persistere anche dopo la correzione per le ore lavorate e le qualifiche per comparti¹³⁾.

Quanto alla dispersione a un livello più disaggregato, è degno di nota il fatto che questo differenziale negativo nel complesso per i servizi vada ricondotto principalmente a salari inferiori sia nel settore commerciale all'ingrosso e al dettaglio sia in quello alberghiero e della ristorazione, mentre gli addetti ai servizi di intermediazione finanziaria sono fra i più pagati. I differenziali salariali per settore nell'area del-

12) Genre, V., Momferatou, D., Mourre, G., *Wage diversity in the euro area: an overview of labour cost differentials across industries*, Occasional Paper della BCE, n. 24, febbraio 2005.

13) Si tratta di un risultato comunemente riscontrato nella letteratura empirica sui differenziali salariali a livello internazionale. Cfr., fra gli altri, Groshen, E. (1991), "Sources of intra-industry wage dispersion: how much do employers matter?", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n. 3, pp. 869-84; Levine, D. (1992), "Can wage increases pay for themselves? Tests with a production function", *Economic Journal*, vol. 102, n. 414, pp. 1102-15; Kouwenberg, J., Van Opstal, R., (1999), "Inter-industry wage differentials: evidence from micro data", *CPB Report 1999/3*, pp. 26-29.

le dell'area dell'euro e alle diverse pressioni inflazionistiche esercitate dalle retribuzioni dei diversi comparti. Sussistono sostanziali

l'euro e negli Stati Uniti sono risultati piuttosto simili in termini di classificazione dei comparti nonché di struttura salariale complessiva. La dispersione dei salari, tuttavia, sembra essere leggermente più elevata nel settore dei servizi negli Stati Uniti che nell'area dell'euro.

Con ogni probabilità i differenziali salariali corretti per le specificità degli addetti si spiegano in parte con le caratteristiche proprie dell'azienda, come le dimensioni e l'intensità di capitale. Inoltre, l'evidenza suggerisce che i differenziali salariali fra settori nell'area dell'euro persistono nel tempo e non vi è evidenza di una convergenza in questo ambito fra comparti con retribuzioni basse e quelli con retribuzioni elevate (cfr. figura 5). In realtà, sembra che il divario fra salari del settore manifatturiero e di quello dei servizi sia lievemente aumentato nell'ultimo decennio, sospinto dall'andamento più positivo della produttività del lavoro nel comparto manifatturiero e di riflesso a un'accresciuta flessibilità dei salari nei servizi.

4 PROGRESSI NELLE RIFORME STRUTTURALI

Le sezioni 2 e 3 del presente articolo identificano diversi miglioramenti nella *performance* dei mercati del lavoro dell'area dell'euro negli ultimi dieci anni. Tuttavia, indicano anche che sono ancora insoddisfacenti i livelli di partecipazione al mercato del lavoro, di occupazione e di disoccupazione, suggerendo la necessità di una maggior flessibilità per aumentare la capacità di aggiustamento dei mercati del lavoro dell'area nonché la relativa capacità di tenuta agli shock, in modo da sostenere il buon funzionamento dell'UEM. In tale contesto, la presente sezione passa in rassegna i progressi compiuti nelle riforme delle istituzioni del mercato del lavoro, analizza in che modo tali progressi possono aver favorito la situazione del mercato del lavoro nei paesi dell'area ed individua le aree che necessitano di ulteriori miglioramenti.

I progressi nell'attuazione delle riforme strutturali possono essere valutati nel modo mi-

gliore sulla base di indicatori che misurano la variazione del grado di regolamentazione del mercato. A tale riguardo, l'OCSE ha costruito vari indicatori che confrontano l'architettura e i cambiamenti istituzionali dei paesi, tra cui alcuni che misurano, ad esempio, le caratteristiche della legislazione sulla tutela del posto di lavoro, dei sistemi tributari e previdenziali nonché la regolamentazione del mercato dei beni. Più di recente, nell'intento di valutare i progressi compiuti nel quadro del programma di Lisbona, l'Eurostat ha creato una banca dati di "indicatori strutturali" per monitorare le riforme strutturali nei paesi dell'UE. Sussistono, tuttavia, diversi motivi di cautela riguardo alle analisi tese a rilevare i progressi in tali riforme. In primo luogo, molti di questi indicatori sono misure sintetiche (come l'indicatore dell'OCSE sulla legislazione in materia di tutela del posto di lavoro) che comparano vari aspetti di istituzioni molto diverse da un paese all'altro, con la scelta delle ponderazioni dei singoli elementi che implica necessariamente un giudizio soggettivo. In secondo luogo, alcuni indicatori sono pubblicati con notevole ritardo o sono disponibili solo con una frequenza molto bassa, ad esempio a intervalli di cinque anni, e pertanto non riflettono gli andamenti più recenti. Nonostante questi motivi di cautela, però, tali indicatori sono le sole misure numeriche disponibili per confrontare i progressi dei paesi nell'attuazione delle riforme strutturali.

I SISTEMI TRIBUTARI E PREVIDENZIALI

Nell'ultimo decennio i paesi dell'area dell'euro, in media, hanno compiuto passi avanti nell'aumentare gli incentivi al lavoro, soprattutto mediante la riduzione dei disincentivi a rimanere più a lungo nel mercato del lavoro e degli incentivi finanziari al prepensionamento. Negli ultimi sei anni, il cuneo fiscale, che consiste nell'ammontare delle imposizioni fiscali sui redditi sommato ai contributi previdenziali a carico del lavoratore e del datore di lavoro, è diminuito per diversi gruppi, fra cui le famiglie con un secondo reddito e le persone con redditi inferiori alla media, indicando accresciuti incentivi a favore dell'offerta di lavoro femminile e delle persone scarsamente qua-

Tavola 4 Progressi compiuti nelle riforme strutturali dei sistemi fiscali e pensionistici

(valori percentuali; punti percentuali di variazione)

	Area dell'euro		Stati Uniti	
	%	Variazione	%	Variazione
Cuneo fiscale ¹⁾	2005	2000-2005	2005	2000-2005
Coppia sposata monoreddito, 2 figli (100% della retribuzione media)	31,3	-1,7	11,9	-4,0
Coppia sposata con 2 redditi, senza figli (100% e 33% della retribuzione media)	38,1	-1,7	26,7	-1,1
Persona singola senza figli (67% della retribuzione media)	37,8	-1,6	26,7	-0,5
	2005	2001-2005	2005	2001-2005
Low-wage trap ²⁾	42,7	1,7	31,0	-3,0
Unemployment trap ³⁾	77,2	1,7	70,0	0,0
Prepensionamento	2003	1993-2003	2003	1993-2003
Tasso di imposizione implicita sul proseguimento dell'attività lavorativa da 60 a 65 anni ⁴⁾	48,1	-23,5	12,8	6,5
	2005	2001-2005		
Età media di pensionamento ⁵⁾	60,7	0,8		
Sussidi di disoccupazione	2004	2001-2004	2004	2001-2004
Tasso netto di sostituzione				
Coppia sposata monoreddito, 2 figli (67% della retribuzione media), fase iniziale della disoccupazione ⁶⁾	80,0	-0,8	51,0	-2,0
Coppia sposata monoreddito, 2 figli (67% della retribuzione media), disoccupazione di lungo periodo ⁷⁾	72,0	-1,0	48,0	-3,0
	2003	1995-2003	2003	1995-2003
Indice sintetico Ocse dei sussidi di disoccupazione	35,7	3,3	14,0	2,0

Fonte: Eurostat, Ocse e elaborazioni Bce.

Note: media semplice dell'area dell'euro se non diversamente indicato. Gli indicatori si riferiscono a periodi diversi secondo la disponibilità dei dati.

1) Il cuneo fiscale consiste nell'ammontare delle imposte sui redditi, dei contributi previdenziali a carico del lavoratore e del datore di lavoro al netto di detrazioni e deduzioni, in percentuale del costo del lavoro.

2) La "low-wage trap" è definita come la percentuale di reddito lordo (in termini di maggiori imposte corrisposte e minori sussidi percepiti) che si perde quando si occupa un posto di lavoro a retribuzione più elevata. E' qui calcolata con riferimento a una persona non sposata senza figli e varia dal 33 al 67% della retribuzione media di un lavoratore.

3) La "unemployment trap" è definita come la percentuale di retribuzione lorda (in termini di maggiori imposte e minori sussidi) che si perde quando un disoccupato trova lavoro. E' qui calcolata con riferimento a una persona non sposata senza figli con il 67% del reddito medio di un lavoratore full-time del settore manifatturiero.

4) Variazione media annua della ricchezza pensionistica (ovvero valore attuale dei flussi futuri di prestazioni pensionistiche) al netto dei contributi addizionali pagati, risultante da una decisione di rinvio del pensionamento dai 60 ai 65 anni. Il calcolo è riferito a un singolo con reddito medio; esclude la Grecia e l'Austria. Per maggiori dettagli vedi Ocse, Employment Outlook 2006, p. 134.

5) Valori stimati dall'Eurostat; medie ponderate.

6) Il tasso di sostituzione netto è definito al netto delle imposte e include i sussidi di disoccupazione, l'assistenza sanitaria e gli assegni familiari nella fase iniziale della disoccupazione. Si considerano bambini di 4 e 6 anni e si escludono costi o i sussidi legati alla loro assistenza.

7) Il tasso di sostituzione netto è definito al netto delle imposte e include i sussidi di disoccupazione, l'assistenza sanitaria e gli assegni familiari nel 60 mese di percezione del sussidio. Si considerano bambini di 4 e 6 anni e si escludono i costi o i sussidi legati alla loro assistenza.

8) Media del tasso lordo di sostituzione del sussidio di disoccupazione per due livelli di reddito, tre situazioni familiari e tre durate della disoccupazione, escluso il Lussemburgo.

lificate (cfr. tavola 4)¹⁴. Nondimeno, il cuneo fiscale rimane significativamente superiore ai livelli statunitensi. Nel contempo l'indicatore strutturale dell'Eurostat del *low-wage trap*, che misura il costo (in termini di maggiori imposte corrisposte e minori sussidi percepiti) di occupare un posto di lavoro maggiormente remunerato, è lievemente aumentato, fra il 2001 e il 2005 al 42,7 per cento del reddito aggiuntivo (cfr. tavola 4 per maggiori dettagli).

Negli ultimi dieci anni sono stati compiuti progressi considerevoli per ridurre gli incentivi al

prepensionamento per i lavoratori in età avanzata, come indica il marcato calo del tasso di imposizione implicita sul proseguimento dell'attività lavorativa dai 60 ai 65 anni, che riflet-

14) Il periodo temporale considerato per il cambiamento del cuneo fiscale si riferisce al 2000-2005 dal momento che l'OCSE ha ampliato la definizione del concetto di salario medio a partire dal 2005, per comprendere non solo i lavoratori manuali ma anche quelli non manuali. Ciò ha determinato una discontinuità nella serie fra il 2004 e il 2005. Tuttavia, il cuneo fiscale ha mostrato la tendenza a seguire un andamento al ribasso anche nel periodo 1995-2004. Per maggiori dettagli cfr. OCSE (2006), *Taxing wages 2004-2005*, Parigi.

te la diminuzione delle pensioni “perse” per effetto del pensionamento tardivo. Nel contempo fra il 2001 e il 2005 l'età media di uscita dalle forze di lavoro dell'area dell'euro è aumentata di oltre nove mesi, collocandosi a 60,7 anni.

Al contrario, i paesi dell'area dell'euro in media hanno avuto relativamente meno successo nell'incrementare gli incentivi per i disoccupati a cogliere opportunità di lavoro. A questo riguardo, i tassi di sostituzione netta sono lievemente diminuiti fra il 2001 e il 2004 e la misura sintetica dell'OCSE dei sussidi spettanti ai disoccupati è addirittura aumentata fra il 1995 e il 2003. Nel contempo, anche l'indicatore strutturale dell'Eurostat del cosiddetto *unemployment trap*, che misura la percentuale di redditi lordi versati in imposte quando un disoccupato trova lavoro, è leggermente aumentato a un livello elevato pari al 77,2 per cento nel 2005 (cfr. tavola 4 per maggiori dettagli). Il fatto che la situazione reddituale del disoccupato non sia cambiata in maniera significativa rispecchia il fatto che diversi paesi dell'area dell'euro si sono concentrati invece sull'inasprimento dei criteri di disponibilità al lavoro e sulla riduzione della durata dei sussidi alla disoccupazione. Di conseguenza, un ulteriore miglioramento dell'utilizzo delle forze di lavoro nell'area richiede la prosecuzione delle riforme tributarie e previdenziali, ivi compresi una minore imposizione fiscale sul lavoro e correzioni dei sussidi al reddito corrisposti ai disoccupati, laddove questi riducono gli incentivi alla ricerca di un posto di lavoro.

In genere, oltre a migliori incentivi provenienti dai sistemi tributari e previdenziali, l'offerta di lavoro potrebbe essere ulteriormente aumentata, fra l'altro, mediante accordi di lavoro flessibile, adeguate possibilità di assistenza all'infanzia e migliori opportunità di istruzione e formazione.

LA LEGISLAZIONE SULLA TUTELA DEL POSTO DI LAVORO

Nell'ambito della legislazione in materia di tutela del posto di lavoro, i paesi dell'area dell'euro hanno compiuto progressi soprattutto

nel rendere più flessibile il ricorso a contratti di lavoro a tempo determinato. Di conseguenza, la quota di giovani che lavorano con contratti di questo tipo nell'area, ad esempio, è aumentata nel 2006 al 50,3 per cento, dal 41 del 1996. Nel contempo il grado di tutela del posto di lavoro per i contratti a tempo indeterminato è diminuito solo lievemente dal 1990. Per l'area dell'euro nel suo complesso, l'indicatore dell'OCSE sulla legislazione in materia di tutela del posto di lavoro per i contratti a tempo determinato è sceso dal 3,1 del 1990 al 2,2 del 2003, mentre l'indicatore relativo ai contratti a tempo indeterminato è diminuito dal 2,7 del 1990 a solo il 2,5 del 2003¹⁵⁾. Come motivo di cautela, questo indicatore non tiene conto delle variazioni nella legislazione a protezione del lavoro nelle piccole imprese. L'accresciuta flessibilità dei contratti di lavoro a tempo determinato dovrebbe aver favorito le possibilità di occupazione soprattutto per i lavoratori in età avanzata, le donne e i giovani, le cui opportunità di impiego tendono a essere negativamente influenzate da livelli di protezione elevati. La logica alla base di questo fenomeno è che per le imprese il costo di un'assunzione insoddisfacente è più elevato in un contesto di elevata tutela del posto di lavoro e, di conseguenza, esse possono decidere di evitare l'assunzione di dipendenti le cui capacità non sono immediatamente evidenti (ad esempio giovani privi di esperienza lavorativa e le donne che iniziano a lavorare dopo un'interruzione nella carriera professionale). Nel contempo l'aumento della quota di persone che lavorano con contratti a tempo determinato è stato criticato perché aumenterebbe la dualità nel mercato del lavoro, con i potenziali effetti avversi sulla produttività nel lungo termine dovuti, ad esempio, a investimenti inferiori in istruzione e formazione per i lavoratori a tempo determinato¹⁶⁾. È pertanto importante rivedere la re-

15) L'indicatore non ponderato va da 0 a 6, con i valori più alti che indicano una regolamentazione più severa.

16) Per una trattazione al riguardo, cfr. *Employment Outlook 2006* dell'OCSE e Blanchard, O. Landier, A. (2002), “The perverse effects of partial labour market reform: fixed-term contracts in France”, *Economic Journal*, vol. 112, pp. 214-244.

golamentazione ovunque abbia effetti avversi sugli incentivi all'assunzione.

LA FLESSIBILITÀ DEI SALARI

Nel passato decennio a un grado sostanzialmente invariato di centralizzazione e copertura della contrattazione salariale si è accompagnato un lieve calo del tasso di sindacalizzazione, ovvero della percentuale di dipendenti aderenti a un sindacato¹⁷⁾. Nel contempo, come riportato nella sezione 3, negli ultimi dieci anni sarebbe emersa un'accresciuta consapevolezza comune alle parti coinvolte nel processo di negoziazione dei salari circa il fatto che minori incrementi salariali favoriscono l'occupazione (il che in alcuni casi ha dato origine ad accordi tripartiti), contribuendo a una dinamica moderata delle retribuzioni. Questo andamento potrebbe altresì esser stato favorito dalla pressione indotta dalla globalizzazione sui salari e dall'aumento dell'immigrazione nell'area dell'euro. Nel contempo l'attuazione di normative in materia di retribuzioni inferiori al minimo in alcuni paesi dell'area dell'euro potrebbe aver concorso a ridurre gli effetti nocivi dell'esistenza di salari minimi sull'occupazione giovanile, contribuendo nell'ultimo decennio alla flessione del tasso di disoccupazione in questa classe di età. In cinque paesi su otto dell'area in cui vigono i minimi salariali, sono presenti normative che prevedono retribuzioni inferiori ai minimi per i giovani. Nel complesso, i minimi salariali influiscono negativamente sull'occupazione quando sono fissati a un livello troppo elevato.

Infine, negli ultimi dieci anni le riforme direttamente connesse ai mercati del lavoro dell'area dell'euro sono state accompagnate da un aumento generale della concorrenza nel mercato dei beni, riconducibile a un'accresciuta privatizzazione, all'apertura delle industrie di rete e agli sforzi compiuti per ridurre i costi amministrativi e quelli iniziali di un'impresa¹⁸⁾. Inoltre, l'integrazione del mercato interno e finanziario dell'UE è visibilmente aumentata nell'ultimo decennio. Tutte queste riforme e le relative interazioni hanno sostenuto l'andamento complessivo della creazione di posti di

lavoro osservato nell'area dell'euro dalla metà degli anni novanta.

Guardando agli ultimi dieci anni, i governi e le parti sociali dei paesi dell'area dell'euro sono diventati sempre più consapevoli della necessità di attuare riforme strutturali e hanno incrementato i propri sforzi in tal senso. Tuttavia, i progressi nell'attuazione delle riforme strutturali sono stati eterogenei nei paesi dell'area, con alcuni di essi che hanno riscontrato meno successo nell'attuare riforme di ampio respiro, come evidenziato da tassi di disoccupazione ancora troppo elevati e tassi di partecipazione troppo bassi. Ulteriori sforzi sostanziali sono pertanto necessari da parte dei paesi dell'area per ridurre i livelli elevati di disoccupazione e migliorare la competitività. A tale riguardo s'impongono sforzi ambiziosi per incrementare ulteriormente gli incentivi al lavoro per i lavoratori a bassa retribuzione e i disoccupati, nonché per rendere la regolamentazione del mercato del lavoro più flessibile laddove ostacola le opportunità di lavoro soprattutto per giovani, le donne e i lavoratori in età avanzata. Inoltre, occorrono ulteriori riforme nel settore della regolamentazione del mercato dei beni, come quelle tese a proseguire nel processo di apertura delle industrie di rete, nonché misure aggiuntive per ridurre gli ostacoli amministrativi e i costi di avvio di attività, come avanzato dal Consiglio europeo della primavera 2006.

5 CONCLUSIONI

Nell'ultimo decennio i mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno registrato un generale

17) I dati per questo indicatore sono disponibili solo fino al 2000. Fra il 1998 e il 2000 l'indice non ponderato dell'OCSE per l'area dell'euro sulla centralizzazione della contrattazione salariale è aumentato da 3,0 a 3,2. Nel contempo il tasso di sindacalizzazione è sceso dal 38 per cento del 1990 al 33 del 2000, sospinta prevalentemente dall'andamento in Germania. Per maggiori dettagli, cfr. la pubblicazione dell'OCSE *Employment Outlook 2004*.

18) L'indicatore dell'OCSE che misurano la regolamentazione del mercato dei beni nell'area dell'euro è sceso da un valore dell'indice pari a 2,1 nel 1998 all'1,5 del 2003 (media non ponderata). L'indicatore va da 0 a 6 con i valori più alti che indicano una regolamentazione più severa.

miglioramento dei risultati, accompagnato da una dinamica delle retribuzioni moderata e da alcuni progressi nelle riforme strutturali. In retrospettiva, i paesi dell'area dell'euro sono diventati sempre più consapevoli della necessità di adeguarsi alle sfide poste da una concorrenza globale crescente, dall'invecchiamento della popolazione nonché dai cambiamenti tecnologici e hanno aumentato gli sforzi di riforma, sostenendo quindi il clima di fiducia e superando la resistenza alle riforme. Nel complesso, i cambiamenti delle caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro, congiuntamente a una maggior flessibilità e quindi capacità di assorbire gli shock economici, hanno contribuito a un'inflazione più contenuta e a una maggiore stabilità economica nell'area. Continuano a sussistere, tuttavia, notevoli ostacoli strutturali che spiegano il motivo per cui i tassi di disoccupazione siano ancora troppo elevati e i tassi di partecipazione bassi per gli standard internazionali. Permangono, quindi, sfide considerevoli, diverse da un paese all'altro, che richiedono un'accre-

sciuta apertura e determinazione a cambiare lo *status quo* e le abitudini sia delle imprese che dei lavoratori.

È importante che i pacchetti delle riforme nazionali siano adeguatamente mirati e di vasta portata se i risultati del mercato del lavoro devono essere migliorati. Tali pacchetti devono comprendere riforme del mercato del lavoro, di quello dei beni, del settore finanziario e del sistema fiscale, congiuntamente ad accresciuti sforzi per completare e rafforzare il mercato interno dell'UE dei beni e dei servizi, nonché per aumentare la R&S e l'innovazione. Queste riforme di ampio respiro devono includere misure tese ad aumentare le opportunità occupazionali soprattutto di giovani, donne e lavoratori in età avanzata. È pertanto essenziale per ciascun paese dell'area dell'euro rimuovere le proprie specifiche distorsioni del mercato e attuare con rigore le azioni annunciate nei programmi nazionali di riforma che stanno alla base della strategia di Lisbona.

L'ESPANSIONE ECONOMICA CINESE NELLA GIUSTA PROSPETTIVA



L'espansione economica della Cina negli ultimi venticinque anni è stata una delle più vigorose nella storia economica a livello mondiale. Dopo svariati anni di rapido sviluppo, il paese è divenuto il terzo esportatore al mondo e un partner commerciale di grande importanza per l'area dell'euro. Unitamente a benefici netti a livello nazionale e internazionale, questa forte espansione ha comportato l'emergere di diverse sfide per la politica economica e di squilibri strutturali sia interni sia esterni. Al momento, tali squilibri attengono ai rischi di liquidità abbondante, di eccesso di capacità produttiva in alcuni settori e al surplus del conto corrente della bilancia dei pagamenti e sembrano collegati, fra l'altro, al regime di rigida gestione del tasso di cambio e all'elevato risparmio nazionale. Benché vi sia ampio consenso sul fatto che le prospettive di breve termine per la Cina siano favorevoli, affinché queste rimangano tali anche nel più lungo periodo le autorità hanno riconosciuto la necessità di una modifica delle politiche economiche. Favorendo condizioni più bilanciate della domanda e dell'offerta interne si potrà contribuire all'assorbimento graduale e ordinato degli squilibri mondiali nel medio termine.

I INTRODUZIONE

L'ingresso della Cina nella scena economica mondiale costituisce una delle trasformazioni economiche più profonde verificatesi a livello internazionale negli ultimi decenni. A partire dai primi anni novanta, allorché il paese ha iniziato a intensificare le riforme orientate al mercato e le misure atte ad aprirsi alla concorrenza estera, il PIL della Cina ha segnato tassi di crescita annui notevoli per un'economia di quelle dimensioni. Fra il 1990 e il 2005 la quota del prodotto mondiale ascrivibile alla Cina è aumentata dall'1,7 al 5 per cento, proiettando rapidamente il paese dall'undicesimo nel 1990 al quarto posto nel 2005 nella classifica delle maggiori economie mondiali in base al PIL calcolato in dollari statunitensi ai tassi di cambio correnti, e al secondo posto se calcolato sulla base delle parità dei poteri di acquisto¹⁾. In soli quindici anni il PIL pro capite in termini reali della Cina è passato da un livello prossimo a quello dell'India – un'altra economia che ha sperimentato in questo periodo una crescita superiore alla media – a uno pari a oltre il doppio nel 2005.

Il paragrafo successivo illustra brevemente i più importanti risultati dell'espansione economica cinese. Quest'ultima ha comportato numerosi benefici e opportunità sia sul fronte interno, ad esempio l'aumento del tenore di vita e di benessere, sia per l'economia globale, ad esempio innalzando la crescita potenziale, intensificando il commercio e la concorrenza e abbassando i

prezzi dei prodotti manufatti importati. Tuttavia, questa espansione pone altresì nuove sfide, specie nel lungo periodo, via via che la Cina diviene un concorrente sempre più forte sui mercati mondiali e riduce rapidamente il ritardo tecnologico. Inoltre, questo rapido sviluppo pone alle autorità cinesi il problema di come controllare al meglio le condizioni economiche interne.

Questo articolo si concentra sulle sfide a livello macroeconomico che originano dalla Cina e che hanno ripercussioni dirette sul contesto esterno dell'area dell'euro, dato il peso della Cina nel commercio internazionale. Tali sfide, descritte nel paragrafo 3, attengono principalmente alla composizione squilibrata della crescita della domanda interna e ai surplus esterni elevati e crescenti. Nel paragrafo 4 si sostiene – coerentemente con alcune posizioni emerse di recente nel dibattito di politica economica, sia in Cina sia nella comunità internazionale – che tali sfide sono almeno in parte connesse con il regime che prevede l'ancoraggio di fatto del tasso di cambio. Il paragrafo 5 presenta alcune considerazioni conclusive.

1) Tenendo conto delle recenti revisioni statistiche, in base ai dati del *World Economic Outlook* dell'FMI, nel 2005 il PIL nominale della Cina valutato ai tassi di cambio di mercato era pari a 2,2 trilioni di dollari USA, contro 12,5 trilioni del PIL statunitense, 10 trilioni dell'area dell'euro e 4,6 trilioni del Giappone. In termini nominali, alla Cina era ascrivibile il 5 per cento del PIL mondiale, contro il 28 e il 22,4 per cento, rispettivamente, degli Stati Uniti e dell'area dell'euro. In termini di parità del potere di acquisto le corrispondenti percentuali erano del 20,1 per cento per gli Stati Uniti, 15,4 per la Cina e 14,8 per l'area dell'euro.

2 PROGRESSI ECONOMICI

La rapida espansione della Cina è il frutto di una combinazione di fattori strutturali e di scelte di politica economica. In termini strutturali, la Cina ha beneficiato di un tasso di accumulazione del capitale eccezionalmente elevato. Gli investimenti fissi lordi reali sono aumentati di oltre il 13 per cento all'anno dal 1990, superando in maniera sistematica la crescita del PIL reale, e la quota degli investimenti sul PIL nominale è salita dal 25 per cento circa nel 1990 a quasi il 41 nel 2005. A loro volta, gli alti tassi di accumulazione del capitale sono stati favoriti da un elevato risparmio, pari attualmente a quasi la metà del PIL nominale. Un incremento notevole della produttività del lavoro, misurata dal rapporto fra PIL e occupati, specie nel settore manifatturiero, ha rappresentato un'altra importante determinante della crescita. La Cina ha tratto vantaggio da una forza di lavoro a basso costo, abbondante e relativamente qualificata. La crescente specializzazione commerciale in Asia – la cosiddetta “catena produttiva asiatica” – si è inoltre tradotta in guadagni di competitività, in una riduzione del prezzo dei prodotti e, in ultima analisi, in un'espansione del commercio con l'estero e in una crescita più rapida²⁾.

Le riforme interne attuate durante gli anni novanta hanno progressivamente ridimensionato il peso del settore pubblico nell'economia e trasformato la struttura industriale. Nel 1994 l'82 per cento del valore aggiunto dell'industria era prodotto dal settore pubblico attraverso imprese statali o di proprietà collettiva. Nel 2005 tale quota si era ridotta al 41 per cento, mentre era aumentata quella di pertinenza delle imprese private o di proprietà estera³⁾. Incrementi di produttività sono stati anche indotti dall'accresciuta esposizione delle imprese cinesi alla concorrenza internazionale attraverso l'interscambio commerciale e i trasferimenti di tecnologia, avvenuti grazie a investimenti diretti esteri (IDE) e *joint ventures* con capitali esteri. Il grado di apertura verso l'estero, misurato dal rapporto fra la somma di esportazioni e importazioni e il PIL, è salito dal 27 per cento nel 1990 al 69

nel 2005, con un'accelerazione particolarmente marcata dopo l'ingresso del paese nell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC) nel 2001. L'apertura della Cina è oggi significativamente maggiore di quella di molte economie avanzate o emergenti⁴⁾. Sebbene il commercio di trasformazione⁵⁾ rappresenti una parte importante (pari addirittura al 44 per cento secondo statistiche ufficiali) dell'interscambio cinese, si tratta anche del settore in cui i trasferimenti di tecnologia sono più rilevanti.

La rapida crescita ha profondamente trasformato la struttura economica della Cina, come mostra ad esempio il drastico cambiamento della composizione settoriale della produzione. Con una produttività nel comparto agricolo (misurata dal rapporto fra PIL e occupati) pari ad appena un quinto di quella dell'intera economia, la Cina risulta uno dei paesi con il più elevato divario di produttività fra l'agricoltura e il resto dell'economia. Nella misura in cui tale differenziale si riflette nei livelli relativi dei salari, esso ha innescato una migrazione di massa dei lavoratori dalle imprese agricole e di proprietà dello Stato ai settori più produttivi, come quello manifatturiero, dei servizi e delle imprese private.

Sebbene il 40 per cento della forza di lavoro cinese sia ancora occupata nel settore agricolo, tale quota si è drasticamente ridotta rispetto al

2) Molti studi recenti cercano di determinare in che misura la crescita della Cina sia trainata principalmente da miglioramenti della produttività totale dei fattori o da aumenti nell'utilizzo dei fattori produttivi (stime al riguardo sono fornite nel riquadro 1 del rapporto redatto dall'FMI nell'ambito della predisposizione dell'articolo IV sulla Cina nel 2005, mentre una rassegna degli studi disponibili in materia è indicata in O. Blanchard e F. Giavazzi (2006), *Rebalancing Growth in China: A Three-Handed Approach*, CEPR Discussion Paper n. 5403). Gran parte di questi lavori conclude che la produttività totale dei fattori continua a essere una determinante importante della crescita del PIL cinese, nonostante il suo tasso di crescita sia recentemente diminuito.

3) Cfr. anche OCSE (2005), *Economic Survey of China*, capitolo 2.

4) Nel 2005 il grado di apertura commerciale della Cina risultava superiore a quello medio dei paesi dell'America latina (45 per cento) e significativamente maggiore di quello dell'area dell'euro, del Giappone e degli Stati Uniti (pari, rispettivamente, al 39, 28 e 26 per cento).

5) Definito come la trasformazione di beni intermedi importati finalizzata alla produzione di beni destinati all'esportazione.

71 per cento circa registrato nel 1978. Anche la quota di PIL nominale ascrivibile al settore primario è diminuita fra il 1978 e il 2005, dal 28 al 13 per cento. Ciononostante, il valore aggiunto per occupato nel settore agricolo rimane ancora inferiore a quello che si registra in molte economie simili, indicando che la Cina ha ampie possibilità di accrescere il prodotto agricolo e la relativa produttività.

Oltre agli evidenti benefici che ha apportato sul piano interno, la rapida espansione cinese ha avuto un impatto straordinario sul resto del mondo. La Cina è uno dei principali motori della crescita mondiale, alla quale contribuisce per circa un terzo in termini reali dal 2000; è un importante esportatore, a cui è possibile ascrivere il 6,6 per cento circa delle esportazioni mondiali complessive nel 2005; è, inoltre, uno dei maggiori destinatari di investimenti esteri, assorbendo una quota di IDE pari al 25 per cento circa del totale mondiale affluito alle economie emergenti nel 2005. Il peso delle esportazioni cinesi è andato costantemente crescendo nel tempo, specie nelle economie avanzate. Fra il 1990 e il 2005 i prodotti cinesi hanno guadagnato quote di mercato in ciascuna delle tre principali economie mondiali: dal 2 al 9,8 per cento nell'area dell'euro, dal 3,1 al 15 per cento negli Stati Uniti e dal 5,1 al 21 per cento in Giappone (figura 1)⁶. Nello stesso periodo la Cina ha acquisito rilevanza anche come mercato di sbocco per le esportazioni delle economie avanzate, as-

sorbendo nel 2005 il 3,5 e 4,6 per cento rispettivamente delle esportazioni dell'area dell'euro e degli Stati Uniti (contro poco più dell'1 per cento per entrambe nel 1990) e ben il 13,5 per cento delle esportazioni del Giappone (contro il 2 per cento circa nel 1990). Come risultato, la Cina registra attualmente ampi avanzi commerciali nei confronti dell'area dell'euro e, soprattutto, degli Stati Uniti.

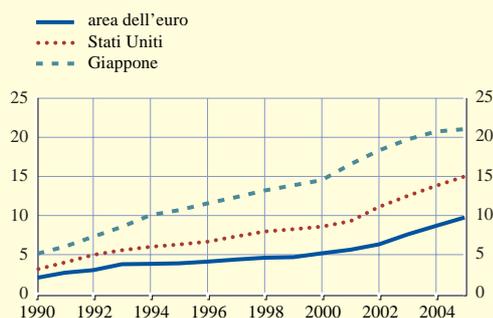
Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro le quote di mercato della Cina sono cresciute in ampia misura a scapito di quelle di altre economie asiatiche, in particolare di quelle del Giappone. Ad esempio, nell'area dell'euro le importazioni dal Giappone sono calate dal 9 per cento circa del totale nel 1990 al 4,7 nel 2005. Complessivamente, nell'ultimo decennio nell'area dell'euro la quota di mercato dell'insieme dei paesi dell'Asia è cambiata di poco.

Sebbene le importazioni dalla Cina risultino assai competitive soprattutto rispetto ai prodotti delle economie avanzate nei settori più tradizionali e ad alta intensità di lavoro, dove la Cina dispone di vantaggi comparati, la rapida ascesa cinese è risultata vantaggiosa sia per la Cina stessa sia per l'economia mondiale. L'area dell'euro, in particolare, ha un notevole interesse a che la Cina proceda nel suo processo di transizione verso un'economia più forte, equilibrata e aperta.

La Cina è il terzo principale paese da cui l'area dell'euro importa e la sua quota delle importazioni complessive, pari al 9,8 per cento, sta rapidamente avvicinandosi a quelle del Regno Unito (12 per cento) e degli Stati Uniti (10,3 per cento). L'area dell'euro è divenuta un mercato chiave per i prodotti della Cina, assorbendo quasi il 15 per cento delle esportazioni di quel paese, la quota più elevata dopo quella assorbita dagli Stati Uniti e superiore a quella assorbita dal Giappone. Le esportazioni dell'area dell'euro verso la Cina si sono pressoché triplicate fra il

Figura 1 Quota delle importazioni dalla Cina

(in percentuale delle importazioni totali di ciascuna economia)



Fonte: FMI, Direction of Trade Statistics.

6) Tali quote sono calcolate sulla base dei dati contenuti nel Direction of Trade dell'FMI e si riferiscono al solo commercio internazionale di beni.

2000 e il 2005, crescendo ben più rapidamente di quelle verso il resto del mondo. Gli investimenti in Cina hanno consentito alle imprese europee di restare competitive, assicurandosi l'accesso a input a costi concorrenziali, e di penetrare in un mercato in forte espansione. Allo stesso tempo, l'apertura dei mercati europei alle esportazioni cinesi è risultato un fattore di grande rilevanza nello sviluppo della Cina. Inoltre, gli investimenti effettuati dalle imprese europee hanno apportato alla Cina beni capitali, conoscenze e tecnologie che hanno contribuito all'aumento della capacità produttiva del paese.

L'espansione industriale cinese ha altresì creato una domanda apparentemente insaziabile di importazioni di materie prime, beni intermedi e d'investimento, che sta avendo ripercussioni considerevoli sull'economia mondiale. La Cina è attualmente il secondo maggior consumatore di energia al mondo, oltretutto un importante utilizzatore di diverse altre materie prime e metalli di base: negli ultimi tre anni ha generato più della metà della crescita della domanda mondiale di queste materie prime. Gli esportatori di materie prime, come il Cile, il Brasile, l'Australia e il Canada, hanno di conseguenza beneficiato di una forte accelerazione delle loro esportazioni. Le economie dell'area asiatica, quali il Giappone, la Corea del Sud e Taiwan, hanno parimenti tratto vantaggio dalla domanda di beni intermedi e d'investimento proveniente dalla Cina. Infine, la Cina ha avuto un impatto significativo sui prezzi a livello globale. La sua domanda produce spinte al rialzo sui corsi delle materie prime. Allo stesso tempo le sue esportazioni a prezzi competitivi contribuiscono a contenere le pressioni inflazionistiche nelle economie avanzate. Non è sempre facile valutare l'effetto netto di queste tendenze contrapposte⁷⁾.

Anche la moderazione della dinamica dei salari osservata a livello internazionale potrebbe essere ascrivibile alla concorrenza esercitata dalla Cina e all'incremento dell'offerta globale di forza lavoro indotto dall'integrazione di questo paese nell'economia mondiale. L'ascesa dell'economia cinese ha modificato l'equilibrio a livello globale fra il fattore lavoro, che in quel

paese è abbondante, e il capitale fisico, che è, invece, scarso. In base alla teoria economica, il prezzo relativo del lavoro dovrebbe di conseguenza calare e quello del capitale aumentare. Benché la Cina possa non esserne l'unica causa, è interessante notare come la diminuzione della quota sul PIL dei salari e l'aumento di quella dei profitti osservati a livello mondiale negli ultimi anni risultino coerenti con le predizioni della teoria.

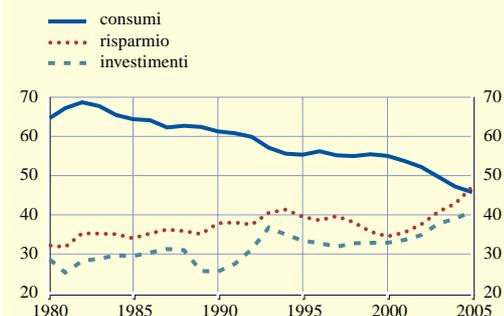
3 LE SFIDE MACROECONOMICHE

La crescita recente della Cina si è contraddistinta per i profondi cambiamenti strutturali nella composizione della domanda interna. Tali cambiamenti, in parte frutto di scelte deliberate di politica economica, hanno altresì posto le autorità del paese di fronte ad alcune problematiche di ordine macroeconomico. In particolare, si sono significativamente ampliati gli squilibri esterni, specie a partire dal 2004, almeno in parte a causa del calo del peso dei consumi sul prodotto e dell'aumento del risparmio nazionale. Inoltre, la produttività marginale del capitale si è ridotta e in alcuni settori sono emersi segnali di un eccesso di capacità produttiva. Per di più, l'economia sta divenendo sempre più dipendente dagli investimenti e dalle esportazioni quali motori della crescita interna. Le autorità cinesi hanno preso atto di queste sfide, in particolare della necessità di un riequilibrio della composizione della domanda interna fra consumi e investimenti. La comunità internazionale ha inoltre sottolineato che il riequilibrio della domanda interna cinese offrirebbe un importante contributo a una risoluzione ordinata degli squilibri internazionali.

7) Nella letteratura si riscontra generalmente che l'affermazione sul mercato mondiale di produttori a basso costo ha comportato una diminuzione dell'inflazione importata nelle economie avanzate, ma le stime degli effetti prodotti variano considerevolmente fra i diversi lavori. Ad esempio, l'FMI afferma che la globalizzazione ha mediamente ridotto l'inflazione nelle economie avanzate di un quarto di punto percentuale all'anno nell'ultimo decennio (cfr. il capitolo III del *World Economic Outlook* dell'FMI dell'aprile 2006). Si veda, inoltre, il lavoro di N. Pain, I. Koske e M. Sollie (2006), *Globalisation and Inflation in the OECD Economies*, Working Paper n.524 del Dipartimento di Economia dell'OCSE.

Figura 2 Consumi, risparmio e investimenti

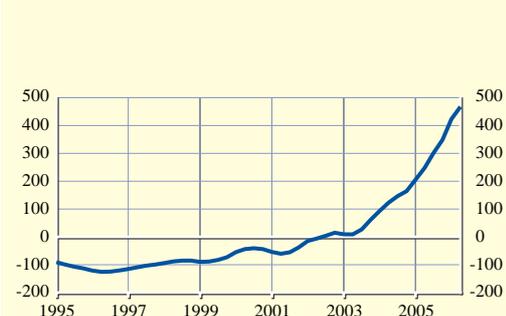
(in percentuale del PIL nominale)



Fonte: FMI, base dati del World Economic Outlook.

Figura 3 Attività nette sull'estero¹⁾

(miliardi di dollari statunitensi; dati trimestrali)



Fonte: base dati NiGEM.

1) I dati successivi al 2004 sono basati su stime del National Institute of Economic and Social Research.

CONSUMI, RISPARMIO E SQUILIBRI ESTERNI

Pur essendo aumentati a un tasso robusto, per molti anni i consumi interni cinesi non hanno tenuto il passo con il ritmo di crescita del complesso dell'economia. Di conseguenza, la loro quota sul PIL è andata progressivamente calando (cfr. figura 2) e attualmente si colloca al 46 per cento, un livello significativamente inferiore all'86 per cento degli Stati Uniti, al 78 dell'area dell'euro, al 71 dell'India e al 67 per cento della Corea del Sud. Il calo della quota dei consumi sul PIL si è accompagnato a un corrispondente rapido aumento del risparmio. Il risparmio nazionale complessivo rappresenta circa la metà del PIL cinese, una delle quote più elevate fra le economie con dimensioni e livello di sviluppo comparabili⁸⁾.

Un aumento del risparmio lordo e una contrazione dei consumi non sono eventi rari nelle economie che stanno recuperando un ritardo di sviluppo e si è sostenuto che siffatte dinamiche si sarebbero riscontrate anche in Cina. Tuttavia, il tasso di risparmio cinese risulta elevato in base a qualunque parametro; esso è stato più che sufficiente a finanziare gli elevati e crescenti investimenti fissi che hanno caratterizzato il profilo di crescita del paese negli ultimi decenni. All'aumentare del divario fra risparmio nazionale e investimenti, gli squilibri esterni della Cina si sono ampliati, riflettendosi negli avanzi elevati e crescenti delle bilance commer-

ciali e corrente e nell'incremento delle riserve valutarie. La bilancia commerciale ha segnato un avanzo record di 134 miliardi di dollari statunitensi nel 2005 (pari al 6 per cento del PIL). Le attività nette sull'estero sono anch'esse aumentate e il paese è divenuto un creditore netto verso il resto del mondo – situazione insolita per un'economia emergente (cfr. figura 3). Inoltre, dal momento che una porzione elevata dello stock di attività sull'estero del paese consiste in riserve valutarie detenute in dollari statunitensi, la Cina è divenuta anche un'importante fonte di finanziamento del disavanzo di conto corrente degli Stati Uniti.

Gli squilibri esterni della Cina hanno attratto molta attenzione di recente, non da ultimo per il loro contributo alla formazione degli squilibri a livello mondiale. Essi sono tuttavia il sintomo di debolezze strutturali interne concernenti l'andamento del risparmio e dei consumi cinesi. Molti studi hanno cercato di spiegare le determinanti strutturali del risparmio cinese. In generale, vi è consenso sul fatto che l'aumento del risparmio sia dovuto a una combinazione di vari fattori, fra cui in particolare: (i) il declino della quota del reddito disponibile sul PIL, strettamente associato a quello della quota dei

8) Tale quota è nettamente aumentata, da un livello di appena il 32 per cento nel 1980, in seguito al crescente risparmio sia privato sia pubblico.

consumi⁹⁾; (ii) l'aumento del risparmio a fini precauzionali dovuto alla necessità di provvedere a cure sanitarie, istruzione primaria e pensionamento, data la mancanza di un'offerta pubblica adeguata di servizi in quest'ambito in seguito alla ristrutturazione delle imprese pubbliche; (iii) la debolezza del sistema finanziario, che impone vincoli all'indebitamento e limita l'accesso delle famiglie al credito al consumo; (iv) l'evoluzione demografica, specie il calo dell'indice di dipendenza¹⁰⁾. Una riduzione duratura degli squilibri esterni richiede in ultima istanza una correzione delle determinanti di fondo di queste tendenze strutturali.

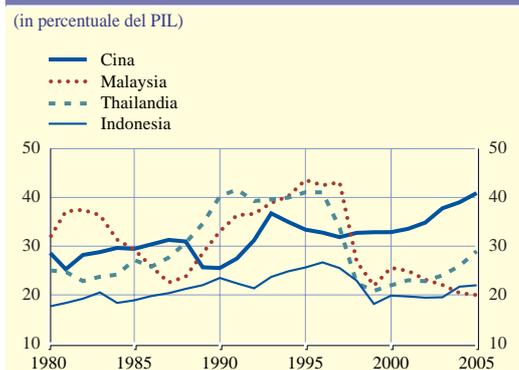
INVESTIMENTI E RISCHI DI UN ECCESSO DI CAPACITÀ PRODUTTIVA

Gli investimenti aggregati sono cresciuti rapidamente negli ultimi anni, sia in termini assoluti sia in rapporto al PIL, divenendo la principale determinante della crescita complessiva, con un contributo del 50 per cento circa all'aumento del PIL in termini reali negli ultimi cinque anni. Il rapporto fra investimenti e PIL nominale è anch'esso considerevolmente aumentato nell'ultimo decennio, collocandosi al 41 per cento nel 2005, un valore record nel confronto con gli altri paesi della regione, comparabile a quello raggiunto da varie altre economie del Sud-Est asiatico prima della crisi del 1997-98 (cfr. figura 4).

La crescita sostenuta degli investimenti e l'aumento della quota degli investimenti sul PIL non segnalano necessariamente un rischio di eccesso di capacità produttiva. In linea di principio, un rapido incremento degli investimenti potrebbe rappresentare una risposta razionale del settore delle imprese alle condizioni correnti e attese della domanda; inoltre, un valore elevato della quota degli investimenti sul PIL è molto frequente nelle economie che recuperano un ritardo di sviluppo. *Ceteris paribus*, le economie in forte crescita necessitano di un'accumulazione di capitale relativamente più rapida per mantenere costante il rapporto fra stock di capitale e PIL.

Gli indici di redditività delle imprese sono rimasti generalmente robusti in Cina, mentre un eccesso di investimenti avrebbe dovuto comportare sovrapproduzione, calo dei prezzi e contrazione dei

Figura 4 Tassi di investimento in alcune economie emergenti asiatiche



Fonte: IMF, base dati del World Economic Outlook.

profitti (cfr. figura 5). Tuttavia, altri indici di efficienza del capitale, come la produttività marginale di quest'ultimo, sono di recente diminuiti, a indicare una riduzione della produttività dei nuovi investimenti (cfr. figura 6). Si è sostenuto che una siffatta riduzione è normale dopo una prolungata crescita degli investimenti. Inoltre, sebbene le differenze nella classificazione degli investimenti da paese a paese rendano non del tutto appropriati i raffronti internazionali, la produttività marginale del capitale in Cina nel 2005 era ancora comparabile a quella di Corea del Sud e Indonesia.

In un paese con un basso rapporto capitale/lavoro, un calo della produttività marginale del capitale potrebbe anche segnalare un'allocazione

9) A sua volta, il calo della quota sul PIL del reddito disponibile riflette sia la debole dinamica dei salari sia la diminuzione del reddito da investimenti relativamente al PIL. La prima è collegata all'ampia disponibilità di risorse umane sottoutilizzate nell'economia, mentre la seconda è associata al basso livello dei tassi di interesse sui depositi bancari, che costituiscono lo strumento predominante di investimento dei risparmi delle famiglie. La politica di bassi dividendi e la base ristretta dell'azionariato hanno anch'esse impedito che le famiglie beneficiassero dell'aumento del patrimonio delle imprese. Cfr. *Regional Economic Outlook* dell'FMI, maggio 2006.

10) Secondo dati della Banca Mondiale, l'indice di dipendenza in Cina era del 45 per cento nel 2003, in calo dal 67 del 1980. A titolo di confronto, l'indice di dipendenza in India e Messico era del 60 per cento nel 2003 (fonte: *World Development Indicators*). Tuttavia, si prevede che l'indice di dipendenza in Cina torni ad aumentare dopo il 2010, fino a raggiungere il 65 per cento nel 2050, soprattutto per effetto dell'attuazione dal 1979 del programma di controllo delle nascite (cd. "politica del figlio unico"; cfr. Nazioni Unite, *World Population Prospects: The 2004 Revision Population Database*).

Figura 5 Reddittività delle imprese

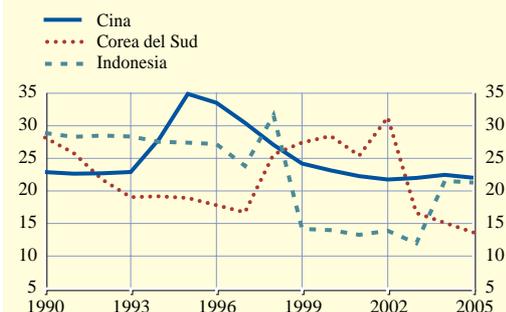
(profitti netti in percentuale delle attività; dati mensili)



Fonte: base dati CEIC.

Figura 6 Produttività marginale del capitale ¹⁾

(in percentuale)



Fonte: IMF, base dati del World Economic Outlook.

1) Calcolato come: $100 * (FLCF / \Delta PIL)$ dove FLCF è la formazione lorda di capitale fisso.

inefficiente. Una quota rilevante degli investimenti cinesi è realizzata grazie all'autofinanziamento. Inoltre, i mercati finanziari cinesi si trovano ancora a uno stadio nascente: la stragrande maggioranza delle attività finanziarie è intermediata dal sistema bancario. Il mercato azionario ha spessore relativamente contenuto e la negoziazione di titoli, come le obbligazioni societarie, è trascurabile. Altri servizi finanziari, compresi quelli del comparto delle assicurazioni, sono anch'essi relativamente poco sviluppati. Ciò fa ritenere che potrebbero realizzarsi guadagni di efficienza potenzialmente molto elevati dalla migliore allocazione del capitale qualora si promuovessero intermediari e prodotti finanziari più sofisticati.

I dati a livello di industria indicano che il rischio di un eccesso di capacità produttiva potrebbe essere più rilevante in alcuni comparti dell'economia cinese. Ad esempio, i settori automobilistico e dell'acciaieria – che insieme rappresentano il 15 per cento della produzione industriale totale – sono stati interessati da una rapida crescita della produzione e delle scorte, da un passaggio all'esportazione netta e, nel contempo, da una flessione significativa di prezzi, profitti e tassi di utilizzo della capacità produttiva che, considerati complessivamente, potrebbero indicare un eccesso di investimenti. Tale problema potrebbe non essere colto dagli indicatori aggregati di efficienza del capitale (come la produttività

marginale del capitale o gli indicatori di redditività delle imprese), poiché l'accumulazione di capacità in eccesso in quei settori è in parte controbilanciata dagli insufficienti investimenti in altri settori dell'economia cinese, ad esempio in infrastrutture pubbliche e rurali, nei trasporti o nell'agricoltura.

Questo problema è stato riconosciuto dalle autorità cinesi, che nel 2005 hanno individuato vari settori con gravi situazioni di capacità in eccesso, cui hanno rivolto provvedimenti amministrativi atti a limitare l'accumulazione ulteriore di capacità produttiva¹¹⁾. In base ai più recenti riscontri, nella seconda metà del 2006 la crescita degli investimenti è rallentata, specie nei settori maggiormente interessati da un eccesso di capacità. Tuttavia, gli investimenti continuano a rappresentare la principale determinante della crescita del PIL.

RIEQUILIBRIO DELLA CRESCITA

Al calare della quota dei consumi sul PIL, è progressivamente aumentata la dipendenza della crescita cinese dagli investimenti e dalla do-

11) Fra i settori interessati figurano quelli degli autoveicoli, dell'acciaio, dei metalli ferrosi e dell'elettricità. Sono state adottate le seguenti misure: istruzioni alle banche per una restrizione del credito ai settori in parola, promozione della ristrutturazione industriale, controllo delle licenze per l'avvio di nuove imprese. Provvedimenti analoghi sono stati anche introdotti nei settori del cemento, del carbone, dell'alluminio e del coke.

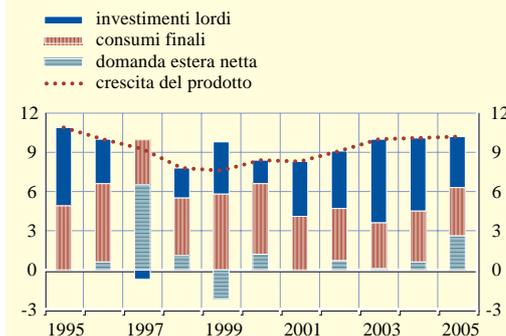
manda estera (cfr. figura 7). È stato sostenuto che basarsi eccessivamente sugli investimenti e le esportazioni per trainare la crescita non sarebbe auspicabile dal punto di vista delle autorità cinesi. Investimenti elevati possono condurre a un eccesso di capacità produttiva, a un calo dei prezzi e dei profitti aziendali, nonché a un aumento dei prestiti in sofferenza, con implicazioni negative per la stabilità finanziaria. Una dipendenza eccessiva dalle esportazioni espone l'economia a variazioni improvvise delle condizioni della domanda estera. Pertanto, il riequilibrio delle determinanti attuali della crescita, con una riduzione del peso di investimenti ed esportazioni e un aumento di quello dei consumi, viene considerata una modalità importante di riduzione di questi rischi.

Le autorità cinesi hanno riconosciuto questa sfida in più occasioni. Ad esempio, l'undicesimo programma quinquennale adottato nel marzo 2006 contiene un richiamo esplicito al riequilibrio dell'economia¹². Inoltre, la banca centrale ha costantemente motivato la sua recente azione con l'esigenza di rallentare gli investimenti ed accrescere i consumi. In prospettiva, è possibile che le misure di politica economica introdotte finora per ridurre la liquidità e l'espansione del credito possano riuscire a contenere gli investimenti e dare temporaneo impulso ai consumi. Tuttavia, le decisioni di consumo, risparmio e investimento riflettono fattori strutturali e istituzionali. L'FMI ha raccomandato varie riforme strutturali atte a stimolare un incremento più duraturo dei consumi e a rendere più equilibrata la crescita del PIL nel medio periodo. Tra queste figurano riforme di bilancio finalizzate a ridurre le incertezze collegate con la fornitura di servizi sociali fondamentali, quali le pensioni e le cure sanitarie, riforme del settore finanziario per promuovere un'allocazione più efficiente delle risorse, rimuovere i vincoli all'indebitamento e garantire le prospettive di crescita di lungo termine. Queste misure ridurrebbero il risparmio a fini precauzionali e stimolerebbero i consumi, accrescendo il grado di autonomia della domanda interna cinese.

Questo insieme di raccomandazioni di politica economica gode di ampio consenso all'interno

Figura 7 Contributi alla crescita del PIL

(punti percentuali)



Fonte: National Bureau of Statistics of China.

della comunità internazionale. In effetti, riforme interne di natura strutturale volte a promuovere condizioni più equilibrate di domanda e di offerta nell'economia favorirebbero altresì una risoluzione graduale ed ordinata degli squilibri mondiali nel medio termine.

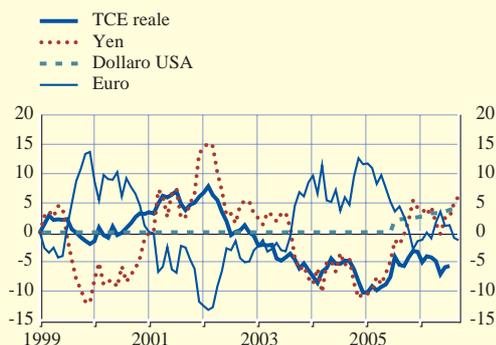
4 POLITICA MONETARIA E DEI CAMBI

Un elemento del modello di sviluppo cinese è stato il tasso di cambio fisso nei confronti del dollaro statunitense. Si può discutere se l'ancoraggio del renminbi al dollaro sia anche servito a promuovere il commercio estero nel contesto di un modello di crescita cosiddetto "trainato dalle esportazioni". Vi è chi sostiene che l'ancoraggio non abbia comportato alcun aumento del commercio, poiché non ha permesso di conseguire la stabilità del cambio in termini effettivi. In effetti, nonostante l'ancoraggio il tasso di cambio effettivo (TCE) in termini reali ha segnato ampie oscillazioni negli ultimi anni, rispecchiando soprattutto la volatilità del dollaro statunitense – e quindi del renminbi – nei confronti delle

12) Un obiettivo fondamentale del piano, alla base dell'agenda di politica economica del governo per il 2006-10, è quello di mantenere una crescita equilibrata e piuttosto rapida (capitolo 1). L'esigenza di muovere verso una crescita a minore intensità di energia, risorse e capitale è altresì sottolineata dal comunicato rilasciato l'11 ottobre 2005 in occasione della quinta sessione plenaria del 16° Comitato centrale del Partito comunista cinese.

Figura 8 Tasso di cambio dei renminbi

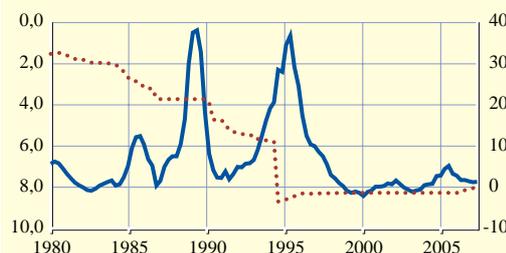
(variazioni percentuali cumulate dal gennaio 1999; un innalzamento indica un apprezzamento)



Fonte: FMI, International Financial Statistics.

Figura 9 Tasso di cambio dei renminbi e inflazione dell'IPC

inflazione IPC (in percentuale; scala di destra)
RMB/Dollaro USA (scala di sinistra; scala invertita)



Fonte: banca dati NiGEM.

valute di alcuni importanti partner commerciali, come l'euro e lo yen giapponese (figura 8). Così, poiché la Cina intrattiene importanti rapporti commerciali con l'Europa e il Giappone, in linea teorica l'ancoraggio potrebbe aver provocato un riorientamento del commercio a scapito dell'Europa e del Giappone e a favore degli Stati Uniti¹³). In linea con questa interpretazione, il TCE reale del renminbi ha presentato soltanto una debole correlazione con il saldo del conto corrente cinese.

Da un punto di vista storico, l'ancoraggio valutario è stato un elemento importante delle politiche di stabilizzazione perseguite negli ultimi decenni. Unitamente ad altre riforme strutturali che hanno aperto l'economia cinese alla concorrenza e hanno liberalizzato i meccanismi di fissazione dei prezzi di gran parte dei beni e servizi, negli ultimi anni l'ancoraggio ha contribuito a stabilizzare l'inflazione. L'inflazione al consumo cinese si è ridotta in misura significativa dopo le riforme del tasso di cambio del 1994, rimanendo relativamente stabile da allora (cfr. figura 9).

Tuttavia, di recente è emersa con crescente evidenza la difficoltà di mantenere un rigido ancoraggio al dollaro statunitense. Le argomentazioni in proposito si rifanno all'ipotesi della "trinità impossibile" (*inconsistent trinity*), se-

condo cui un paese non può conseguire simultaneamente un obiettivo di tasso di cambio fisso e una politica monetaria indipendente in presenza di libera mobilità dei capitali. Ad oggi in Cina è stato possibile ancorare il tasso di cambio senza pregiudicare la politica monetaria interna grazie al controllo del conto finanziario e al mantenimento di restrizioni ai movimenti di capitali internazionali. Ciò ha consentito di conservare un certo grado di autonomia monetaria attraverso il ricorso a misure amministrative, quali i requisiti di riserva sui depositi e la cosiddetta politica di *window guidance*, cioè basata su raccomandazioni mirate a controllare la crescita del credito interno verso determinati settori.

I controlli dei movimenti di capitale tendono tuttavia a perdere progressivamente efficacia. L'aumento degli afflussi finanziari, unitamente ad ampi avanzi di parte corrente, ha acuito il dilemma fra tasso di cambio fisso e autonomia della politica monetaria. La Cina ha registrato un avanzo corrente di 161 miliardi di dollari nel 2005 (pari al 7,2 per cento del PIL), al quale si sono aggiunti afflussi finanziari netti che hanno ulteriormente accresciuto l'avanzo complessivo di bilancia dei pagamenti. Gli afflussi netti di IDE sono stati pari in media a quasi il 5 per cen-

13) M. Obstfeld (2006), *The Renminbi's Dollar Peg at the Crossroads*, Discussion Paper del CEPR n. 5771.

to del PIL nel quinquennio precedente la crisi asiatica. Da allora sono diminuiti, pur collocandosi su livelli ancora elevati, pari a 71 miliardi di dollari (3,2 per cento del PIL) nel 2005. Gli altri afflussi di capitali – probabilmente in gran parte di natura speculativa – sono cresciuti significativamente nel 2004 (a 91 miliardi di dollari), ma in seguito sono divenuti negativi.

Nel complesso, gli avanzi gemelli della bilancia dei pagamenti cinese creano pressioni all'apprezzamento del renminbi, che vengono contrastate attraverso ripetuti interventi ufficiali nei mercati dei cambi. Gli interventi ufficiali, definiti come la variazione delle consistenze delle riserve, sono stati pari a 207 miliardi di dollari nel 2005, ossia al 9,3 per cento del PIL, e tale tendenza si è protratta nel 2006. Di conseguenza, lo stock di riserve valutarie della Cina si è approssimativamente sestuplicato dall'inizio del 2000, portandosi a un trilione di dollari nell'ottobre 2006 e divenendo il più elevato del mondo, pari al 600 per cento circa del debito a breve termine complessivo¹⁴.

La People's Bank of China ha condotto operazioni successive di mercato aperto su ampia scala per sterilizzare parzialmente l'espansione della massa monetaria interna causata dagli interventi nel mercato dei cambi. In base a stime approssimative, la banca centrale provvede attualmente alla sterilizzazione di circa due terzi dell'aumento delle riserve e nel settembre 2006 le consistenze in essere di debito emesso a questo fine erano pari al 40 per cento delle riserve ufficiali. Gran parte di tali passività aveva scadenza inferiore all'anno.

La sterilizzazione comporta tuttavia alcuni costi destinati con tutta probabilità a crescere in misura più che proporzionale all'aumento dello stock delle riserve. Qualora venisse consentito un apprezzamento del tasso di cambio, i bilanci dell'autorità monetaria potrebbero subire ingenti perdite per le minusvalenze dovute agli effetti di valutazione dello stock di riserve – sebbene la rilevanza esatta di questo canale sia in realtà oggetto di ampio dibattito in letteratura. Potrebbero inoltre esservi implicazioni per la redditività

delle banche e la stabilità del settore finanziario, poiché i rendimenti delle obbligazioni emesse a fini di sterilizzazione sono scesi in alcuni casi al disotto di quelli corrisposti dalle banche sui depositi. Più in generale, la subordinazione della politica monetaria alla politica del cambio ostacola il progresso verso la liberalizzazione dei tassi di interesse, la quale costituisce una condizione chiave per lo sviluppo di un efficace meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Ne potrebbe risultare ritardata anche l'evoluzione di istituzioni nazionali forti, in grado di perseguire politiche economiche indipendenti, e l'economia potrebbe divenire sempre più esposta a shock esterni. Tale vulnerabilità, in particolare, acquisirebbe una rilevanza sempre maggiore con il progredire dell'integrazione della Cina nell'economia mondiale.

Malgrado l'aumento dei ritmi di sterilizzazione, questi interventi – che sotto il profilo dell'entità e della durata non hanno pressoché precedenti nella storia dell'attuale sistema monetario internazionale – hanno alimentato la crescita della liquidità nell'economia. Ciò trova riflesso nel forte aumento di M2, che ha costantemente superato il valore obiettivo ufficiale, e spiega in parte la notevole espansione degli investimenti osservata negli ultimi anni. Occorre pertanto riformare sia le politiche strutturali, per abbassare il livello elevato del risparmio, sia il quadro di riferimento della politica monetaria, allo scopo di permettere una maggiore flessibilità del tasso di cambio, in particolare rendendo possibile un suo apprezzamento che riequilibri l'economia e la riporti su un sentiero più sostenibile, tanto sotto il profilo interno quanto esterno.

Vi è il timore che la flessibilità del tasso di cambio possa provocare tensioni finanziarie in un sistema che, a causa della protezione garantita finora dai controlli sui movimenti di capitali, deve ancora sviluppare strumenti appropriati in grado di gestire il rischio di cambio. È questo

14) Per una trattazione esaustiva delle principali problematiche derivanti dagli avanzi gemelli di bilancia dei pagamenti della Cina cfr. anche la People's Bank of China, *Financial Stability Review*, settembre 2005, parte II, pag. 17.

in effetti un problema che si è manifestato in vari paesi, dove variazioni improvvise del tasso di cambio hanno comportato oneri ingenti per le imprese e le banche che presentavano ampie posizioni in cambi non coperte. Ma tale rischio appare sopportabile in Cina, giacché l'esposizione complessiva delle imprese nazionali alle oscillazioni del cambio è relativamente esigua in rapporto ai parametri internazionali¹⁵. Grazie ai controlli attualmente vigenti sui movimenti di capitali il sistema bancario risulterebbe anche protetto da fenomeni di inversione improvvisa dei flussi di capitali esteri tali da determinare ampie variazioni del tasso di cambio. Di fatto, una maggiore flessibilità del tasso di cambio potrebbe addirittura facilitare la liberalizzazione dei movimenti di capitali, preparando gradualmente l'economia a far fronte all'impatto di flussi più ampi di capitali internazionali. L'esperienza di economie come il Cile e Israele conferma l'importanza di attuare nella sequenza corretta la riforma del tasso di cambio e la convertibilità del conto finanziario¹⁶.

Una maggiore flessibilità del tasso di cambio in Cina migliorerebbe le decisioni di investimento e fornirebbe impulso al potere d'acquisto dei consumatori. Se accompagnata da riforme di bilancio mirate a ridurre l'incertezza relativa alla fornitura dei servizi pubblici fondamentali, nonché da riforme finanziarie volte a rimuovere i vincoli all'indebitamento, essa contribuirebbe a ridurre il risparmio a fini precauzionali e stimolerebbe i consumi, rendendo così la domanda interna cinese più autonoma e meno dipendente dalle esportazioni. Si promuoverebbero così un'allocazione più efficiente delle risorse fra i settori *tradable* e *non tradable* e una crescita interna più equilibrata e infine si faciliterebbero la riforma del settore finanziario e la liberalizzazione dei movimenti di capitale, due obiettivi chiave che si sono prefissate le autorità cinesi.

La Cina ha compiuto progressi su questo fronte, con le riforme del regime del tasso di cambio attuate a partire dal 21 luglio 2005. Le autorità hanno consentito un apprezzamento contenuto della valuta in termini nominali e hanno sottolineato la loro intenzione di muovere verso un

tasso di cambio maggiormente determinato dal mercato. Esse hanno inoltre assunto provvedimenti allo scopo di sviluppare il mercato dei cambi e, in varie occasioni durante il 2006, hanno utilizzato la flessibilità offerta dalle bande di oscillazione esistenti per permettere un più ampio apprezzamento del renminbi. Iniziative di questo tipo sono auspicabili e vanno considerate come parte di un processo tuttora in corso. La mancanza di progressi significativi potrebbe tradursi in un controproducente aumento delle dispute commerciali e di richieste di protezionismo in varie economie sviluppate.

Una maggiore flessibilità del tasso di cambio beneficerebbe non solo la Cina, ma anche il resto del mondo, portando a una redistribuzione dei flussi commerciali internazionali e favorendo una correzione graduale degli squilibri mondiali nel medio termine. Per questo motivo, la comunità internazionale ha incoraggiato la Cina a proseguire lungo il sentiero delle misure attuate dall'estate 2005 e a prefiggersi l'obiettivo di assicurare un maggiore ruolo delle forze di mercato nella determinazione del tasso di cambio¹⁷. Con tutta probabilità ciò comporterebbe un apprezzamento più significativo ma comunque graduale del renminbi nei confronti delle principali valute in regime di fluttuazione, che l'economia cinese sarebbe pienamente in grado di sopportare. Si contribuirebbe così anche a promuovere sul fronte interno condizioni più equilibrate della domanda e prospettive di crescita più solide.

5 CONCLUSIONI

L'ingresso della Cina nella scena economica internazionale ha avuto un impatto straordinario

15) E. Prasad, T. Rumbaugh e Q. Wang (2005), *Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China*, Policy Discussion Paper 05/01 dell'FMI.

16) Cfr. Obstfeld (2006), op. cit.

17) Cfr., ad esempio, la dichiarazione dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del G7 del 23 settembre 2005, disponibile sul sito <http://www.ustreas.gov/press/releases/js2943.htm>.

sulla crescita e il commercio mondiali, ma ha altresì dato origine a varie sfide, sul piano sia interno sia internazionale. Sebbene nel breve-medio periodo le prospettive restino favorevoli, le autorità cinesi hanno riconosciuto l'esigenza di operare delle correzioni di politica economica, in particolare volte a una più equilibrata configurazione della crescita della domanda interna. La promozione di condizioni maggiormente equi-

librate della domanda e dell'offerta, un ruolo maggiore dei mercati finanziari nella determinazione dei prezzi delle attività interne e ulteriori progressi verso un apprezzamento graduale ma più significativo del renminbi nei confronti delle altre valute, comprese le principali monete in regime di fluttuazione, sarebbero inoltre in linea con una risoluzione ordinata e graduale degli squilibri mondiali nel medio termine.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

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

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

ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2007 PER L'INGRESSO DELLA SLOVENIA

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 13 (area dell'euro, Slovenia inclusa) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001 e per il 2007, calcolate rispettivamente su basi nel 2000 e nel 2006, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dovuto all'ingresso, nell'ordine, della Grecia e della Slovenia nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovenia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.int/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

Segni convenzionali nelle tavole

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

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO



Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ¹⁾²⁾	M3 ¹⁾²⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ¹⁾	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie ¹⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,6	2,18	3,44
2006	.	.	.	.	.	.	3,08	3,86
2006 1° trim.	10,3	8,6	7,8	-	10,1	16,2	2,61	3,56
2° trim.	9,9	9,2	8,7	-	11,2	16,0	2,90	4,05
3° trim.	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,6	3,22	3,97
4° trim.	.	.	.	.	.	.	3,59	3,86
2006 lug.	7,4	8,2	7,8	8,1	11,1	15,7	3,10	4,10
ago.	7,2	8,4	8,2	8,2	11,3	15,7	3,23	3,97
set.	7,2	8,4	8,5	8,4	11,5	16,1	3,34	3,84
ott.	6,2	8,2	8,5	8,8	11,2	17,3	3,50	3,88
nov.	6,5	8,8	9,3	.	11,2	.	3,60	3,80
dic.	.	.	.	.	.	.	3,68	3,90

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
2005	2,2	4,1	2,4	1,4	1,2	81,2	0,8	8,6
2006	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 1° trim.	2,3	5,2	2,3	2,2	3,4	82,2	1,0	8,2
2° trim.	2,5	5,8	2,3	2,9	4,1	83,0	1,3	7,9
3° trim.	2,1	5,4	2,0	2,7	4,0	83,8	1,4	7,8
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 lug.	2,4	6,0	-	-	3,4	83,6	-	7,8
ago.	2,3	5,7	-	-	5,5	-	-	7,8
set.	1,7	4,6	-	-	3,3	-	-	7,8
ott.	1,6	4,0	-	-	3,5	83,9	-	7,7
nov.	1,9	4,3	-	-	.	.	-	7,6
dic.	1,9	.	-	-	.	.	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 ³⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	3,7	48,2	-202,3	156,9	320,1	103,0	105,2	1,2441
2006	.	.	.	.	.	103,4	105,7	1,2556
2006 1° trim.	-10,8	-2,8	-31,5	22,9	327,1	101,2	103,5	1,2023
2° trim.	-6,6	6,3	-12,1	98,9	323,8	103,5	105,8	1,2582
3° trim.	2,8	6,9	-38,2	22,6	325,0	104,3	106,5	1,2743
4° trim.	.	.	.	.	.	104,5	106,9	1,2887
2006 lug.	3,2	5,6	-9,4	1,0	330,1	104,3	106,6	1,2684
ago.	-1,0	-2,8	-7,6	-15,0	326,4	104,4	106,6	1,2811
set.	0,6	4,1	-21,2	36,6	325,0	104,2	106,4	1,2727
ott.	0,1	4,7	-12,8	23,2	325,5	103,7	105,9	1,2611
nov.	.	.	.	.	327,0	104,4	106,7	1,2881
dic.	.	.	.	.	.	105,6	108,0	1,3213

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

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

- Le variazioni sul periodo corrispondente di dati mensili sono calcolate con riferimento ai dati di fine mese, mentre quelle di dati trimestrali e annuali sono calcolate con riferimento alla variazione sui dodici mesi della media della serie nel periodo. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.
- M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.
- Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	15 dicembre 2006	22 dicembre 2006	29 dicembre 2006	5 gennaio 2007
Oro e crediti in oro	174.056	174.015	176.768	176.821
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	143.578	146.966	142.291	144.021
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	25.211	22.865	23.402	22.448
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	11.236	11.550	11.967	12.419
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	440.000	441.498	450.540	450.501
Operazioni di rifinanziamento principali	320.001	321.498	330.452	330.499
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	119.999	120.000	120.000	120.000
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	0	88	2
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	0	0	0
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	10.414	10.797	11.360	12.885
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	78.386	77.984	77.614	80.723
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	39.927	39.912	39.359	39.359
Altre attività	215.446	216.734	217.679	215.239
Attività totali	1.138.254	1.142.321	1.150.980	1.154.416

2. Passività

	15 dicembre 2006	22 dicembre 2006	29 dicembre 2006	5 gennaio 2007
Banconote in circolazione	613.890	628.011	628.238	619.263
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	176.279	177.226	174.051	180.865
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	176.259	177.196	173.482	178.700
Depositi overnight	19	29	567	69
Depositi a tempo determinato	0	0	0	2.096
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	1	1	2	0
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	84	87	65	133
Certificati di debito	0	0	0	95
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	53.943	40.510	53.354	61.338
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	16.162	16.948	16.614	16.098
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	87	88	89	160
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	10.224	11.856	12.621	11.937
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.701	5.701	5.582	5.611
Altre passività	73.566	73.561	73.788	70.531
Rivalutazioni	123.721	123.721	121.991	121.990
Capitale e riserve	64.597	64.612	64.587	66.395
Passività totali	1.138.254	1.142.321	1.150.980	1.154.416

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

- Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, 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).
- Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
Operazioni di rifinanziamento principali							
2006 13 set.	356.118	369	300.500	3,00	3,04	3,04	7
20 20	346.764	394	311.000	3,00	3,03	3,04	7
27 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 11	367.380	378	308.000	3,25	3,29	3,30	7
18 18	378.950	398	318.500	3,25	3,29	3,30	7
25 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 8	392.532	372	303.000	3,25	3,31	3,32	7
15 15	403.488	368	304.000	3,25	3,31	3,32	7
22 22	392.901	371	321.500	3,25	3,30	3,31	7
29 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
13 13	383.656	344	320.000	3,50	3,55	3,56	7
20 20	388.526	370	321.500	3,50	3,58	3,58	8
28 28	379.862	373	330.500	3,50	3,58	3,68	7
2007 4 gen.	395.644	348	330.500	3,50	3,57	3,58	6
10 10	381.305	375	310.500	3,50	3,55	3,56	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2005 23 dic. ⁵⁾	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97
2006 26 gen.	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	91
23 feb.	63.980	164	40.000	-	2,57	2,57	98
30 mar.	56.708	170	40.000	-	2,73	2,75	91
27 apr.	63.596	188	40.000	-	2,76	2,78	91
1 giu.	59.771	161	40.000	-	2,87	2,88	91
29 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
21 dic.	74.150	161	40.000	-	3,66	3,67	98

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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
12 dic.	Operazione temporanea	21.565	25	2.500	-	3,25	3,32	3,33	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 ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							1
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	
2° trim.	14.712,2	7.764,5	550,9	1.877,1	1.174,4	3.345,3	
2006 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	
ott. ²⁾	15.421,0	8.133,9	615,2	1.965,1	1.264,5	3.442,4	

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
3° trim.	165,8	166,4	0,6	0,0	3,04
2006 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	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 16 gen. ³⁾	174,3	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità				Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema						Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
	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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006 1° trim.	324,7	299,3	104,7	0,1	0,0	0,2	0,1	550,8	53,3	-34,0	158,3	709,2
2° trim.	336,9	287,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,1	572,0	45,5	-37,0	163,3	735,4
2006 11 lug.	334,3	316,5	120,0	0,2	0,0	0,6	0,3	578,8	67,0	-42,1	166,3	745,7
8 ago.	327,6	329,7	120,0	0,2	0,0	0,1	0,6	588,2	73,0	-51,5	167,1	755,4
5 set.	327,3	314,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,4	588,7	61,4	-55,6	166,4	755,2
10 ott.	326,7	308,7	120,0	0,1	0,3	0,2	0,0	588,5	59,1	-59,1	167,0	755,7
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
12 dic.	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.



MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ¹⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività	
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	294,1	14,0	173,8
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006 1° trim.	1.431,3	636,9	20,7	0,6	615,6	188,2	168,0	2,3	18,0	-	15,8	348,9	14,7	226,7
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.	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
nov. ^(p)	1.532,1	689,8	20,4	0,6	668,9	215,9	188,0	2,4	25,5	-	17,0	350,5	14,8	244,0
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	1.008,7	3.672,0	165,7	1.540,9
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	1.096,6	3.850,2	166,3	1.553,2
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	1.109,1	3.872,9	167,9	1.573,6
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	1.111,7	3.956,7	168,2	1.536,9
ago.	24.926,5	14.447,8	800,9	8.874,1	4.772,8	3.585,6	1.362,6	609,4	1.613,6	89,4	1.115,4	3.961,4	168,4	1.558,5
set.	25.371,9	14.611,2	804,2	8.982,4	4.824,5	3.601,1	1.354,4	618,2	1.628,5	88,6	1.133,5	4.105,0	168,9	1.663,7
ott.	25.561,7	14.667,6	806,1	9.038,7	4.822,9	3.614,1	1.340,8	632,8	1.640,5	93,9	1.152,2	4.217,5	169,6	1.646,8
nov. ^(p)	25.940,5	14.789,9	804,0	9.121,0	4.864,9	3.623,1	1.336,7	637,2	1.649,3	91,1	1.188,7	4.307,0	170,4	1.770,3

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006 1° trim.	1.431,3	574,7	405,0	45,0	15,0	345,0	-	0,1	214,5	30,3	206,6
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.	1.532,3	613,3	454,0	53,4	20,1	380,5	-	0,1	211,7	31,1	222,1
nov. ^(p)	1.532,1	617,2	443,3	52,0	19,9	371,4	-	0,1	212,7	33,2	225,6
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.	24.926,5	-	12.723,6	121,1	7.521,6	5.080,8	721,8	4.125,9	1.400,8	3.793,8	2.160,5
set.	25.371,9	-	12.884,7	147,8	7.615,0	5.121,9	728,0	4.160,6	1.404,9	3.905,2	2.288,4
ott.	25.561,7	-	12.890,8	138,5	7.636,6	5.115,7	729,1	4.211,4	1.414,4	4.003,0	2.313,0
nov. ^(p)	25.940,5	-	13.022,0	140,7	7.698,9	5.182,4	720,3	4.242,8	1.437,5	4.012,3	2.505,5

Fonte: BCE.

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2004	15.723,6	8.389,6	833,4	7.556,3	1.907,1	1.439,9	467,2	669,9	3.237,4	173,6	1.345,9
2005	17.892,3	9.135,6	847,5	8.288,1	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	4.009,0	180,4	1.708,2
2006 1° trim.	18.475,4	9.389,1	837,0	8.552,1	2.184,2	1.608,4	575,8	784,5	4.199,2	181,0	1.737,5
2° trim.	18.738,2	9.614,6	829,6	8.785,0	2.175,4	1.573,1	602,3	786,6	4.216,6	182,5	1.762,5
2006 lug.	18.867,3	9.686,2	826,5	8.859,6	2.173,3	1.558,7	614,6	792,5	4.309,3	183,0	1.723,1
ago.	18.883,3	9.696,0	821,2	8.874,7	2.153,2	1.541,6	611,5	791,1	4.310,3	183,2	1.749,6
set.	19.262,0	9.807,7	824,6	8.983,1	2.154,6	1.534,3	620,4	802,3	4.453,5	183,7	1.860,2
ott.	19.438,3	9.865,7	826,4	9.039,3	2.158,6	1.523,6	635,0	820,4	4.567,9	184,5	1.841,3
nov. ^(p)	19.750,8	9.946,0	824,3	9.121,7	2.164,3	1.524,7	639,6	829,3	4.657,4	185,2	1.968,6
Transazioni											
2004	1.269,9	499,7	-6,7	506,4	92,1	58,1	33,9	36,5	437,7	2,7	201,3
2005	1.606,3	711,2	12,8	698,4	154,9	75,3	79,6	50,2	448,2	1,4	240,4
2006 1° trim.	597,9	240,5	-10,4	250,8	54,4	28,6	25,8	67,6	206,5	-0,2	29,1
2° trim.	367,0	235,5	-7,2	242,7	13,3	-15,6	28,9	9,5	86,1	1,5	21,0
2006 lug.	114,8	72,5	-3,8	76,3	-4,8	-16,6	11,7	1,6	84,2	0,3	-38,9
ago.	21,1	12,4	-5,3	17,7	-21,9	-21,3	-0,6	-4,9	8,3	0,2	27,1
set.	361,6	117,3	6,1	111,2	-1,7	-10,4	8,7	13,8	123,8	0,7	107,7
ott.	171,1	59,8	2,6	57,3	5,4	-9,0	14,3	15,6	109,2	0,8	-19,7
nov. ^(p)	384,5	89,7	-1,9	91,6	8,8	0,8	8,0	5,9	152,7	0,7	126,7

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ¹⁾	Obbligazioni ²⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2004	15.723,6	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.051,6	2.842,2	1.842,9	33,6
2005	17.892,3	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.	18.883,3	559,0	184,8	7.536,6	632,4	2.489,2	1.271,6	3.825,5	2.375,3	9,0
set.	19.262,0	563,2	203,0	7.631,1	639,4	2.507,8	1.268,8	3.939,0	2.508,5	1,2
ott.	19.438,3	567,1	191,9	7.656,7	635,3	2.545,5	1.277,5	4.034,2	2.535,1	-4,8
nov. ^(p)	19.750,8	571,5	192,7	7.718,8	629,2	2.568,1	1.273,8	4.045,6	2.731,2	20,0
Transazioni										
2004	1.269,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,2	49,6	276,9	232,1	37,8
2005	1.606,3	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.	21,1	-3,7	-9,5	0,6	4,2	23,4	-5,0	20,3	-4,6	-4,7
set.	361,6	4,2	18,2	94,1	-3,8	15,4	1,0	108,2	134,9	-10,5
ott.	171,1	3,9	-11,1	25,6	-1,0	37,1	5,8	93,8	24,8	-7,8
nov. ^(p)	384,5	4,4	0,8	68,6	15,0	30,3	-6,7	66,6	173,4	32,0

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Statistiche monetarie

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

1. Aggregati monetari¹⁾ e loro contropartite

	M1		M2		M3	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 ²⁾
	M1	M2-M1	M2	M3-M2	M3				Prestiti		
	1	2	3	4						5		6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2004	2.908,7	2.660,5	5.569,2	964,6	6.533,8	-	4.465,3	2.294,6	8.694,9	7.548,8	385,9
2005	3.423,4	2.650,6	6.074,0	993,7	7.067,6	-	5.005,8	2.468,0	9.556,8	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	9.909,9	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	10.140,7	8.755,5	481,1
2006 lug.	3.545,9	2.804,9	6.350,7	1.036,3	7.387,0	-	5.282,2	2.378,7	10.251,7	8.836,0	500,9
ago.	3.571,0	2.836,7	6.407,7	1.057,8	7.465,5	-	5.296,3	2.370,3	10.333,3	8.908,0	479,5
set.	3.592,1	2.882,1	6.474,1	1.087,9	7.562,1	-	5.316,1	2.368,7	10.442,2	8.999,5	503,3
ott.	3.585,3	2.909,0	6.494,2	1.082,9	7.577,1	-	5.364,0	2.358,2	10.529,4	9.055,4	518,7
nov. ^(p)	3.609,3	2.939,0	6.548,2	1.090,7	7.638,9	-	5.391,4	2.344,1	10.597,7	9.116,3	604,7
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	831,8	699,4	1,9
2006 1° trim.	74,9	74,6	149,5	28,8	178,3	-	102,8	-13,6	337,0	267,0	-19,6
2° trim.	70,3	60,0	130,2	27,6	157,8	-	106,0	-28,0	250,2	203,7	56,4
2006 lug.	-18,4	26,0	7,5	11,4	19,0	-	49,1	-15,5	107,8	82,1	9,8
ago.	25,0	32,4	57,4	21,0	78,3	-	16,0	-12,6	83,0	74,6	-19,2
set.	20,3	44,3	64,6	21,4	86,0	-	19,5	-1,9	114,3	94,4	9,7
ott.	-6,8	27,0	20,2	-2,1	18,1	-	44,6	-8,0	85,5	56,9	11,5
nov. ^(p)	25,3	33,7	59,0	22,9	81,9	-	39,5	-14,2	77,9	70,0	94,0
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	11,6	10,9	-8,5
giu.	9,3	8,8	9,1	4,9	8,5	8,3	8,0	0,1	11,6	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	12,0	11,3	-11,0
set.	7,2	9,9	8,4	9,3	8,5	8,4	8,2	-1,5	12,2	11,5	24,9
ott.	6,2	10,8	8,2	10,2	8,5	8,8	8,2	-2,3	12,1	11,2	46,4
nov. ^(p)	6,5	11,8	8,8	12,6	9,3	.	8,4	-3,9	11,9	11,2	179,6

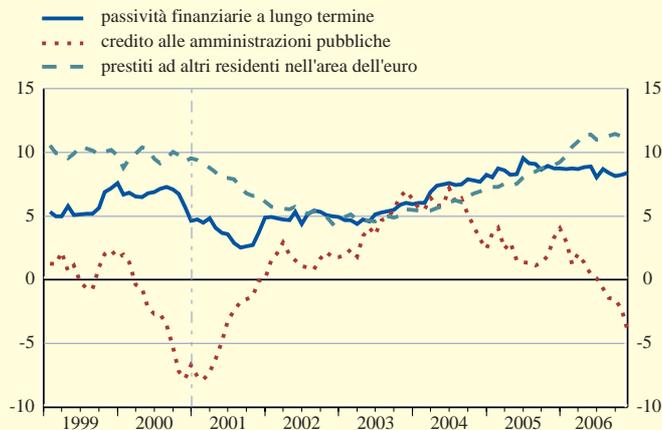
F1 Aggregati monetari

(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	1.562,8	252,5	623,3	160,5	2.304,6	93,8	1.611,4	1.272,4
ago.	558,7	3.012,3	1.270,0	1.566,7	255,3	624,0	178,5	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.	572,3	3.013,0	1.342,5	1.566,5	255,4	635,5	192,0	2.341,0	99,6	1.647,6	1.275,9
nov. ^(p)	574,5	3.034,7	1.377,7	1.561,2	257,2	633,7	199,8	2.360,8	101,7	1.651,6	1.277,3
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	-0,6	5,2	6,1	0,1	14,5	1,6	10,5	22,6
ago.	6,4	18,6	28,4	4,0	2,8	-0,2	18,3	13,0	1,9	5,9	-4,9
set.	4,7	15,6	43,4	0,9	14,2	6,3	0,9	9,5	2,0	10,7	-2,7
ott.	8,9	-15,7	28,2	-1,2	-14,2	-2,5	14,7	12,1	1,9	21,1	9,4
nov. ^(p)	2,3	23,1	38,8	-5,1	1,7	19,5	1,7	33,6	2,1	5,4	-1,6
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.	11,4	5,3	24,2	1,4	8,3	2,0	54,0	7,6	13,8	10,0	6,9
nov. ^(p)	10,8	5,7	27,4	0,9	8,9	6,1	49,7	8,6	16,5	9,7	5,9

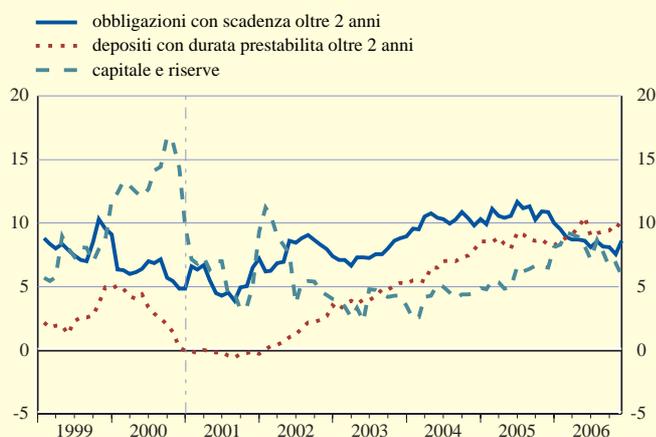
F3 Componenti degli aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

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

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ³⁾		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,2	973,8	547,3	1.631,2
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	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	702,3	437,7	3.730,0	1.108,2	682,6	1.939,2
ott.	89,1	62,5	700,7	435,6	3.766,9	1.119,1	693,0	1.954,8
nov. ^(p)	95,0	68,5	702,3	434,6	3.807,0	1.130,5	701,9	1.974,6
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	25,2	21,8	51,1	21,8	11,8	17,5
ott.	-0,5	-1,0	-1,9	-2,2	37,5	10,8	10,6	16,1
nov. ^(p)	6,1	6,2	4,4	0,7	44,5	12,7	10,0	21,8
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	17,7	19,5	12,7	10,5	20,6	11,4
ott.	29,0	37,4	17,7	19,8	12,9	10,6	20,1	11,8
nov. ^(p)	26,1	35,9	15,9	17,5	13,1	10,8	21,1	11,8

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

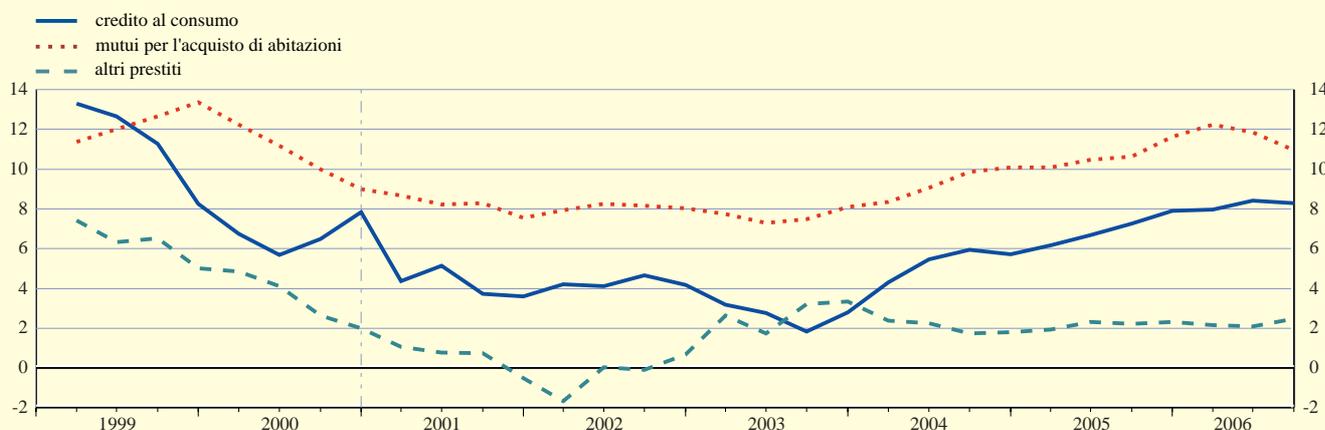
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Scomposizione dei prestiti alle famiglie													
	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.	4.482,0	584,1	132,7	206,2	245,2	3.168,5	15,7	71,3	3.081,5	729,4	146,3	99,4	483,7	
nov. ^(p)	4.516,7	585,5	132,5	206,7	246,3	3.194,8	15,9	71,1	3.107,8	736,4	150,6	100,0	485,8	
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.	22,1	3,1	1,5	0,0	1,5	17,9	-0,4	0,3	17,9	1,2	-0,7	0,4	1,5	
nov. ^(p)	36,6	2,4	0,2	0,6	1,5	27,0	0,3	-0,2	26,9	7,2	4,2	0,8	2,2	
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.	8,7	8,0	5,8	3,6	13,2	10,4	9,9	7,4	10,5	2,5	1,5	3,7	2,6	
nov. ^(p)	8,7	7,9	6,4	3,5	12,6	10,2	10,9	6,5	10,3	3,1	2,4	3,9	3,1	

F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

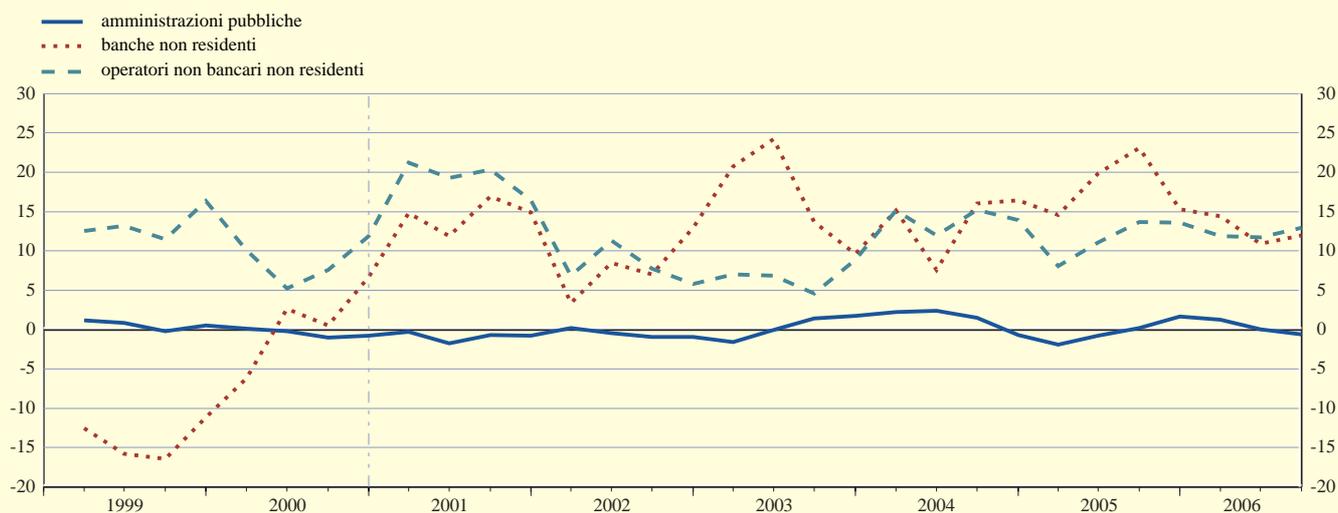
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006 1° trim.	816,3	118,5	240,9	427,7	29,2	2.594,7	1.821,6	773,1	62,9	710,2
2° trim.	809,3	106,7	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.839,8	771,5	66,5	705,0
3° trim. ^(p)	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	207,9	89,0	4,7	84,3
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	13,5	3,6	9,9
3° trim. ^(p)	-3,0	-2,4	-4,3	2,7	1,1	124,9	79,3	45,5	0,2	45,3
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	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 mar.	1,2	-8,0	-3,9	5,8	29,5	13,7	14,4	11,9	1,7	12,9
giu.	0,1	-13,9	-6,3	7,4	12,2	11,2	10,9	11,7	7,3	12,1
set. ^(p)	-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 ¹⁾

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

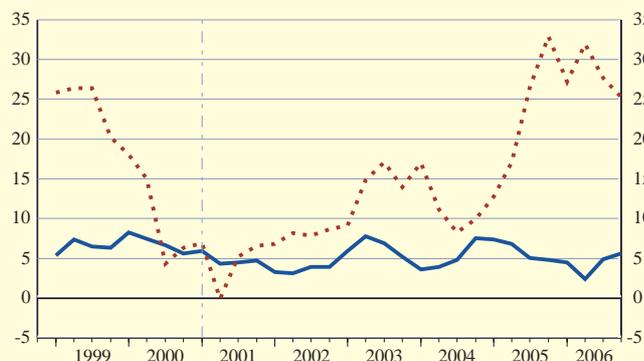
1. Depositi degli intermediari finanziari ²⁾

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	882,8	233,9	185,0	332,2	10,5	0,1	121,1
2006 1° trim.	613,0	65,6	50,4	474,8	1,1	1,4	19,7	989,2	271,5	195,1	376,3	11,0	0,1	135,2
2006 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.	637,6	66,0	48,4	493,0	1,0	1,4	27,9	1.091,4	260,4	240,8	443,7	10,2	0,2	136,0
nov. ⁴⁾	635,0	63,6	50,4	491,5	1,0	1,4	27,2	1.113,9	271,2	243,9	450,5	10,8	0,2	137,1
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
2006 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.	0,4	-0,7	-2,8	0,3	0,0	0,0	3,6	5,8	-11,8	4,6	22,0	0,1	0,0	-9,0
nov. ⁴⁾	-2,3	-2,3	2,2	-1,5	0,0	0,0	-0,7	26,0	11,7	4,5	7,9	0,7	0,0	1,3
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.	4,4	-1,3	-0,1	5,2	-13,5	-4,4	16,2	24,1	7,8	37,1	43,8	-6,0	-	-3,9
nov. ⁴⁾	4,8	-6,4	19,3	4,6	-14,3	-3,8	17,9	26,6	16,1	37,3	40,6	-1,1	-	0,4

F8 Depositi totali per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

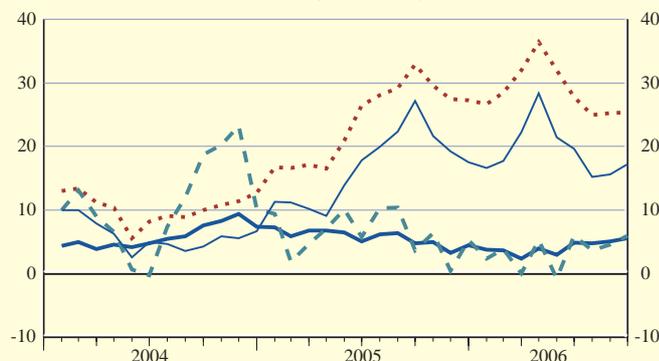
— società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- - - - - altri intermediari finanziari (totale)



F9 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

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

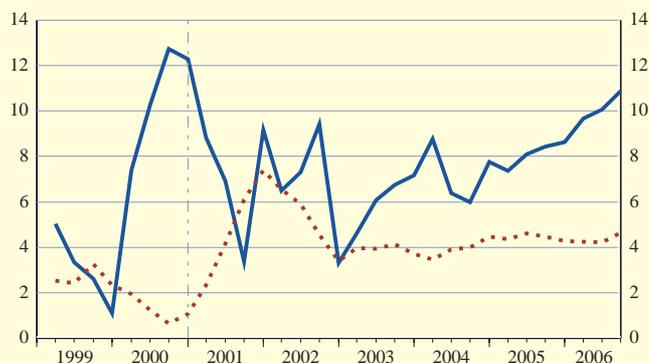
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie ²⁾

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006 1° trim.	1.199,9	745,5	313,0	71,9	46,7	1,2	21,6	4.355,8	1.673,8	549,3	623,6	1.367,7	86,3	55,1
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	613,6	1.362,0	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.	1.277,3	781,8	354,0	72,8	42,5	1,3	24,9	4.442,7	1.695,7	629,9	605,0	1.350,1	95,1	66,9
nov. ⁴⁾	1.296,7	799,6	352,7	77,6	41,8	1,3	23,7	4.453,1	1.698,5	644,7	602,2	1.341,6	97,7	68,5
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	-2,9	-1,9	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	-1,1	-1,2	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.	9,7	-8,5	19,4	0,2	-1,3	0,0	-0,1	3,7	-7,5	16,1	-3,8	-5,4	2,1	2,1
nov. ⁴⁾	21,8	18,7	-0,1	5,1	-0,7	0,0	-1,2	11,7	3,1	15,7	-2,8	-8,5	2,6	1,6
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.	9,8	6,7	18,0	13,5	-4,8	4,6	18,8	4,7	4,1	21,8	-3,2	0,9	14,0	30,7
nov. ⁴⁾	10,9	8,1	19,7	19,7	-7,0	4,8	0,9	4,7	3,5	24,1	-3,3	0,5	16,9	30,5

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) ⁴⁾
- famiglie (inclusi in M3) ⁵⁾



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

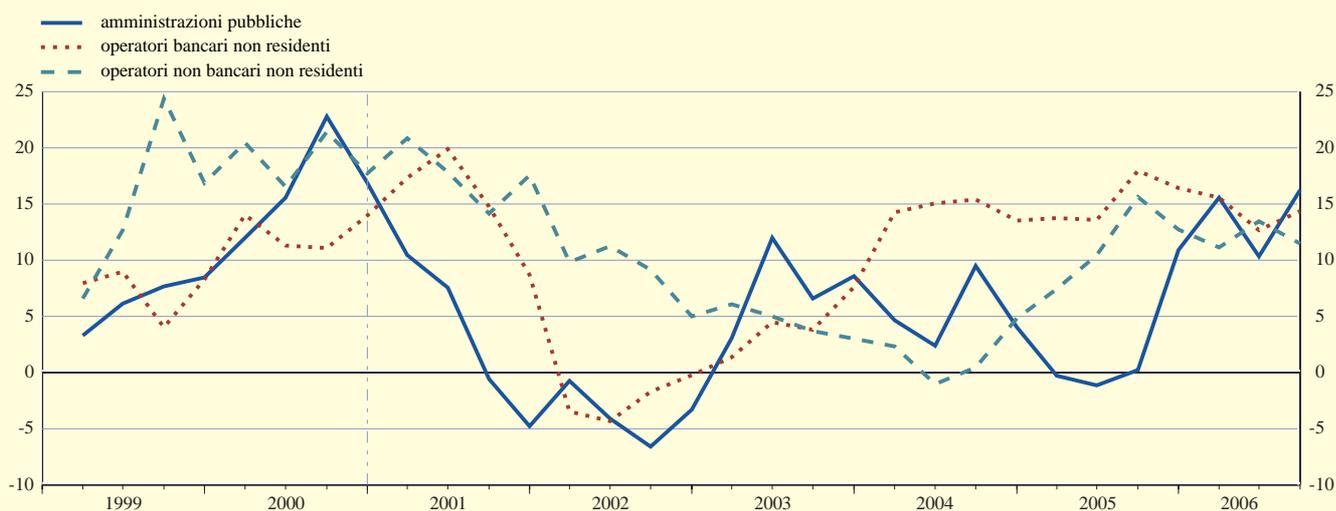
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006 1° trim.	312,2	148,1	38,1	77,0	48,9	3.241,9	2.410,4	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. ^(p)	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. ^(p)	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. ^(p)	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.

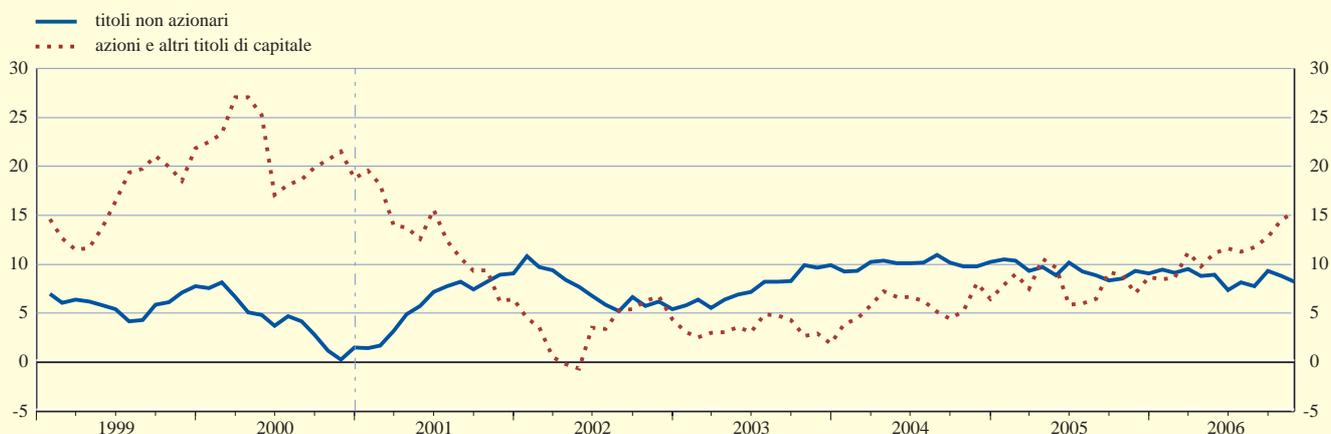
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2004	3.939,9	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,2	16,3	751,8	1.161,2	285,4	660,1	215,7
2005	4.434,7	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	936,2	1.258,1	308,5	700,1	249,4
2006 1° trim.	4.567,1	1.501,6	69,3	1.423,8	16,6	544,9	28,6	982,2	1.368,7	323,6	773,0	272,1
2° trim.	4.584,4	1.519,5	65,8	1.385,6	17,2	572,6	27,4	996,4	1.372,9	334,5	774,7	263,8
2006 lug.	4.629,2	1.533,9	69,6	1.367,9	17,2	584,1	28,3	1.028,2	1.376,4	331,1	780,5	264,8
ago.	4.624,1	1.545,0	68,6	1.345,4	17,3	580,5	28,9	1.038,5	1.386,1	336,3	779,2	270,7
set.	4.682,6	1.559,0	69,5	1.337,7	16,7	589,4	28,7	1.081,5	1.414,9	343,3	790,2	281,5
ott.	4.716,4	1.569,5	71,0	1.324,2	16,6	602,5	30,3	1.102,3	1.445,6	344,2	808,0	293,4
nov. ^(p)	4.740,9	1.579,2	70,1	1.320,2	16,5	608,3	28,9	1.117,7	1.482,5	372,0	816,7	293,8
Transazioni												
2004	368,4	148,0	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,3	69,7	2,3	36,4	30,9
2005	360,6	85,7	2,0	51,4	-0,9	71,6	7,6	143,2	100,5	26,9	50,4	23,3
2006 1° trim.	171,9	59,2	3,5	23,5	0,2	22,2	3,4	59,9	93,8	10,7	66,9	16,1
2° trim.	53,3	15,1	-2,0	-20,6	1,0	29,1	-0,3	31,0	16,8	13,5	8,5	-5,3
2006 lug.	42,0	13,2	3,7	-19,2	-0,1	11,0	0,9	32,4	-3,2	-4,2	1,7	-0,7
ago.	-7,3	10,3	-1,0	-26,1	0,2	-1,4	0,7	10,0	3,4	3,6	-4,8	4,6
set.	49,1	18,1	0,6	-9,9	-0,8	9,0	-0,4	32,6	25,7	2,7	13,8	9,2
ott.	32,2	10,7	1,3	-12,1	-0,2	12,9	1,5	18,2	25,2	0,2	15,6	9,3
nov. ^(p)	58,1	16,9	0,9	-4,5	0,4	8,4	-0,5	36,6	34,8	28,0	5,9	0,8
Variazioni percentuali												
2004 dic.	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,2	22,0	6,5	0,9	5,9	17,3
2005 dic.	9,1	6,3	3,6	4,1	-4,5	15,9	43,3	18,5	8,7	9,5	7,6	10,7
2006 mar.	9,5	8,3	1,2	1,5	-0,4	16,4	67,6	20,9	11,2	10,0	14,8	2,6
giu.	7,4	5,9	1,0	-1,0	12,4	17,4	50,9	17,4	11,6	12,6	12,1	9,0
2006 lug.	8,1	6,2	6,6	-2,2	8,9	20,1	48,1	20,7	11,3	10,1	13,4	6,9
ago.	7,8	7,1	4,9	-3,5	9,4	20,4	46,2	19,2	11,8	12,0	12,7	8,8
set.	9,3	8,6	5,7	-3,5	1,7	21,9	50,7	23,3	12,8	12,8	12,9	12,4
ott.	8,8	9,1	5,0	-5,3	-1,0	21,3	39,0	23,6	14,5	12,8	13,9	18,5
nov. ^(p)	8,3	9,7	4,9	-8,4	2,3	19,1	27,5	26,4	15,3	16,8	14,4	16,1

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 ¹⁾

(miliardi di euro)

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

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006 1° trim.	-1,1	-0,4	-0,2	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	-1,2	-2,0	-0,5	-0,3	-1,2
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.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2
nov. ^(p)	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
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.	-0,4	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
nov. ^(p)	-0,7	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,1

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

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

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Depositi

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.363,4	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006 1° trim.	4.949,5	89,8	10,2	6,2	0,4	1,5	1,4	7.470,1	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
2° trim.	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. ^(p)	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. ^(p)	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 ³⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 1° trim.	4.204,3	81,2	18,8	9,5	1,8	1,9	3,2
2° trim.	4.273,7	81,2	18,8	9,5	1,7	1,9	3,2
3° trim. ^(p)	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 ¹⁾

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

3. Prestiti

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	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. ^(p)	4.824,5	-	-	-	-	-	9.786,7	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	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006 1° trim.	1.821,6	49,6	50,4	30,3	3,8	2,4	9,2	773,1	38,9	61,1	44,1	1,7	3,9	7,8
2° trim.	1.839,8	49,6	50,4	29,4	2,8	2,4	10,6	771,5	40,3	59,7	42,2	1,1	4,1	8,3
3° trim. ^(p)	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 ²⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2004	1.422,7	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,4	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006 1° trim.	1.570,9	95,6	4,4	2,0	0,2	0,4	1,5	2.014,0	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,6
2° trim.	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. ^(p)	1.628,5	95,7	4,3	2,1	0,2	0,3	1,3	1.972,5	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. ^(p)	471,1	51,2	48,8	29,4	0,7	0,7	14,7	610,3	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 ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

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

2. Passività

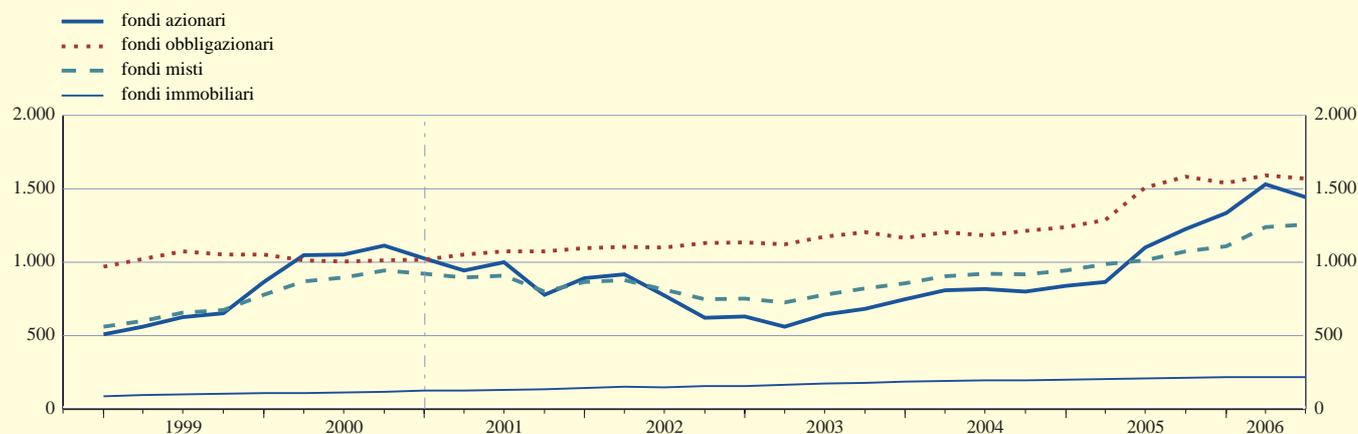
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2° trim.	4.313,4	58,6	4.034,4	220,4
3° trim.	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
4° trim.	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 1° trim.	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
2° trim. ^(p)	5.135,4	76,4	4.787,2	271,8

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

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

FI4 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

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

1. Fondi distinti per strategia di investimento

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

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

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

Fonte: BCE.



CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

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

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro												Per memoria: prestiti concessi dall'esterno dell'area dell'euro ai settori diversi dalle IFM
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie ¹⁾					
		Concessi da IFM dell'area dell'euro	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2005 1° trim.	18.251,8	9.030,9	7.877,9	925,3	77,4	847,9	3.811,7	1.190,4	2.621,3	4.293,9	292,2	4.001,8	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 ¹⁾				Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione			
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari			Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
					13	14		15	16	17				18	19	20	21	22	23	24	25
	Consistenze													
2005 1° trim.	1.517,3	725,9	791,4	67,0	129,7	4.536,1	90,1	58,2	21,5	220,3	4.204,3	3.587,3	617,0	
2° trim.	1.591,4	758,1	833,3	87,0	131,9	4.654,9	92,8	63,8	21,6	223,3	4.317,2	3.702,7	614,5	
3° trim.	1.703,8	830,5	873,3	87,8	134,3	4.782,1	92,4	65,2	22,2	251,2	4.416,2	3.793,8	622,4	
4° trim.	1.751,6	853,1	898,5	80,6	136,3	4.904,0	64,9	64,6	22,2	285,9	4.530,9	3.901,8	629,0	
2006 1° trim.	1.864,9	911,3	953,6	79,7	138,9	5.029,0	82,4	81,9	22,1	298,7	4.625,8	3.987,1	638,7	
2° trim.	1.837,6	879,0	958,7	84,1	141,3	5.053,9	85,3	84,7	22,0	272,5	4.674,1	4.032,0	642,1	
	Transazioni													
2005 1° trim.	25,2	7,0	18,2	-0,3	3,4	85,6	9,7	8,6	0,6	0,0	75,3	62,7	12,7	
2° trim.	29,1	4,5	24,6	6,6	2,0	75,7	2,8	5,5	0,0	0,5	72,4	68,5	4,0	
3° trim.	34,5	16,9	17,6	0,9	2,4	78,0	-0,4	1,4	0,5	1,1	76,8	68,9	7,9	
4° trim.	18,6	-4,8	23,4	-8,1	1,4	85,9	-0,5	-0,6	0,1	4,0	82,3	76,7	5,6	
2006 1° trim.	34,6	0,8	33,7	-0,8	3,8	112,8	17,3	17,1	0,0	0,1	95,4	84,6	10,9	
2° trim.	24,2	6,1	18,1	3,4	3,3	76,6	3,0	2,8	0,0	0,1	73,5	70,1	3,4	
	Variazioni percentuali													
2005 1° trim.	3,5	2,0	4,8	6,2	4,2	6,3	5,4	23,7	-6,1	1,2	6,6	6,9	4,9	
2° trim.	5,4	3,2	7,5	17,0	4,9	6,5	3,5	17,6	-5,4	1,4	6,9	7,3	4,6	
3° trim.	6,9	4,4	9,2	19,7	5,1	6,8	1,1	22,8	5,7	0,9	7,2	7,6	5,0	
4° trim.	7,4	3,4	11,1	-1,5	7,4	7,4	14,4	30,8	6,0	2,7	7,5	7,9	5,0	
2006 1° trim.	7,7	2,4	12,6	-2,2	7,5	7,8	21,2	40,4	3,1	2,6	7,8	8,3	4,6	
2° trim.	7,0	2,5	11,1	-5,3	8,3	7,6	20,8	32,5	2,8	2,4	7,6	8,1	4,5	

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

1. Tutti i settori dell'area dell'euro

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

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

2. Società non finanziarie

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

3. Famiglie ⁵⁾

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

Fonte: BCE.

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

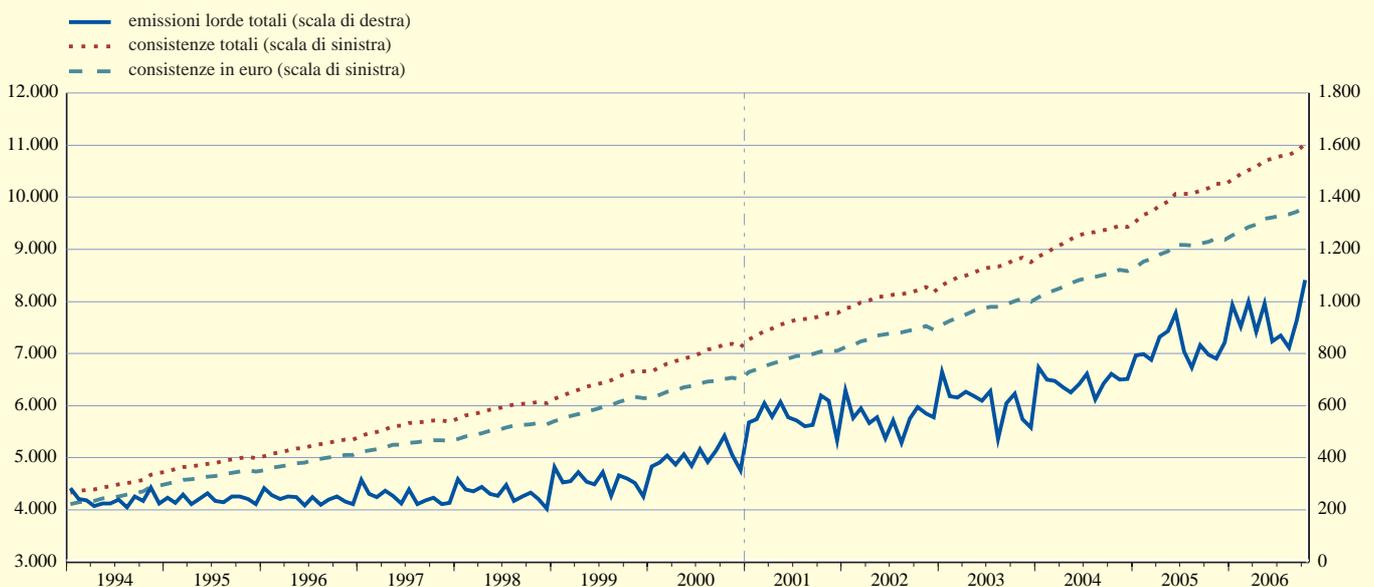
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2005 ott.	10.741,9	798,4	15,3	9.150,4	745,0	36,7	10.180,1	794,9	53,8	7,5	54,3	6,4
nov.	10.819,3	801,7	79,1	9.210,4	734,6	61,6	10.267,1	781,5	74,2	7,6	71,2	7,3
dic.	10.833,2	871,0	12,6	9.187,3	794,8	-24,2	10.249,2	841,6	-24,8	7,5	75,9	6,1
2006 gen.	10.882,4	972,1	55,1	9.266,1	927,6	84,7	10.332,3	987,8	103,1	7,6	61,5	7,1
feb.	10.990,5	918,2	105,6	9.345,3	846,4	76,6	10.439,4	903,3	89,3	7,2	61,7	7,5
mar.	11.144,0	1.052,7	153,3	9.426,2	937,9	80,8	10.523,7	999,4	97,2	7,6	70,3	7,9
apr.	11.166,8	874,8	19,5	9.478,0	821,7	48,7	10.581,8	882,9	68,0	7,2	56,2	7,9
mag.	11.295,7	1.011,1	129,0	9.592,4	940,5	114,5	10.705,0	992,7	128,3	7,8	91,1	8,3
giu.	11.354,6	895,6	63,3	9.611,4	794,0	23,2	10.735,4	847,0	31,9	6,6	24,4	7,2
lug.	11.367,1	877,8	11,9	9.647,0	821,3	35,0	10.784,8	868,9	44,8	7,0	53,8	7,0
ago.	11.399,1	838,9	31,5	9.668,2	780,9	20,7	10.814,4	823,5	24,0	7,3	74,1	7,2
set.	11.524,0	1.008,5	124,3	9.719,1	882,7	50,3	10.883,2	928,4	57,0	7,4	57,1	6,9
ott.	.	.	.	9.823,5	1.021,1	102,5	11.019,5	1.083,4	123,0	8,0	123,6	8,2
A lungo termine												
2005 ott.	9.774,0	166,5	32,5	8.282,7	137,4	18,4	9.180,2	159,3	31,6	8,0	44,8	6,8
nov.	9.856,4	168,3	83,3	8.347,6	131,9	65,8	9.269,8	152,6	80,5	8,2	76,7	7,7
dic.	9.900,0	178,4	41,8	8.374,6	147,2	25,2	9.302,2	166,0	27,4	8,3	72,1	6,2
2006 gen.	9.943,1	195,9	48,3	8.413,9	173,5	44,5	9.342,6	195,4	56,9	8,1	57,3	7,3
feb.	10.032,8	214,8	88,2	8.475,3	170,4	59,8	9.428,1	196,1	72,0	7,6	49,7	7,8
mar.	10.131,0	245,3	98,5	8.546,3	194,3	71,4	9.497,0	220,1	79,8	7,8	60,3	8,1
apr.	10.167,1	174,6	34,6	8.575,7	141,4	28,1	9.534,9	170,5	48,0	7,5	49,4	8,1
mag.	10.267,8	205,9	101,0	8.661,9	167,6	86,3	9.628,4	187,2	95,9	7,7	63,9	7,8
giu.	10.325,9	198,4	59,3	8.725,4	167,5	64,6	9.712,2	192,4	80,8	6,8	52,7	7,3
lug.	10.358,7	185,5	33,1	8.751,1	158,3	26,0	9.753,2	176,9	37,1	7,2	49,0	7,0
ago.	10.374,8	90,2	16,3	8.762,2	71,3	11,2	9.771,1	87,6	20,6	7,5	65,5	7,4
set.	10.472,8	221,9	98,7	8.817,3	156,5	56,0	9.840,6	175,2	63,4	7,6	54,0	7,2
ott.	.	.	.	8.888,9	173,1	69,4	9.934,4	204,9	87,0	8,2	102,9	8,3

F15 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

- 1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.
- 2) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono annualizzati.

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2004	9.429	3.713	737	591	4.138	250	8.307	5.480	223	1.028	1.493	83
2005	10.249	4.109	925	613	4.319	283	9.878	6.983	325	1.032	1.444	95
2005 4° trim.	10.249	4.109	925	613	4.319	283	2.418	1.747	116	250	279	26
2006 1° trim.	10.524	4.259	968	622	4.385	289	2.890	2.106	83	257	421	22
2° trim.	10.735	4.337	1.031	639	4.430	298	2.723	1.976	108	261	355	22
3° trim.	10.883	4.436	1.068	637	4.445	298	2.621	1.927	77	264	334	18
2006 lug.	10.785	4.369	1.047	640	4.429	299	869	613	29	86	135	6
ago.	10.814	4.396	1.055	633	4.431	300	823	637	19	82	80	6
set.	10.883	4.436	1.068	637	4.445	298	928	678	28	97	119	5
ott.	11.020	4.521	1.111	644	4.445	298	1.083	800	54	115	105	9
	A breve termine											
2004	926	447	7	90	376	5	6.368	4.574	44	931	785	33
2005	947	482	7	90	363	5	7.808	6.046	45	942	742	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	2.181	1.732	15	249	176	8
2006 lug.	1.032	536	10	102	378	5	692	543	5	77	63	3
ago.	1.043	557	10	96	375	5	736	593	5	80	55	2
set.	1.043	561	11	97	369	4	753	596	5	91	58	3
ott.	1.085	603	11	100	367	4	878	707	4	106	59	3
	A lungo termine¹⁾											
2004	8.503	3.266	729	501	3.762	245	1.940	905	179	97	708	49
2005	9.302	3.627	918	522	3.957	278	2.069	937	279	89	702	61
2005 4° trim.	9.302	3.627	918	522	3.957	278	478	216	106	29	109	18
2006 1° trim.	9.497	3.720	961	524	4.008	285	612	289	70	15	222	15
2° trim.	9.712	3.806	1.021	537	4.054	293	550	237	92	32	175	14
3° trim.	9.841	3.875	1.057	540	4.075	293	440	195	62	16	158	9
2006 lug.	9.753	3.834	1.037	537	4.051	294	177	69	24	8	72	3
ago.	9.771	3.839	1.044	536	4.057	295	88	44	14	1	25	3
set.	9.841	3.875	1.057	540	4.075	293	175	82	23	6	62	3
ott.	9.934	3.919	1.100	544	4.078	294	205	93	50	9	46	6
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2004	6.380	1.929	416	410	3.439	186	1.194	408	70	61	620	36
2005	6.712	2.016	458	412	3.609	217	1.227	412	91	54	621	48
2005 4° trim.	6.712	2.016	458	412	3.609	217	264	95	35	16	103	14
2006 1° trim.	6.814	2.061	475	407	3.647	225	401	156	31	8	195	12
2° trim.	6.909	2.080	500	413	3.684	232	331	109	42	20	150	10
3° trim.	6.961	2.107	508	413	3.700	233	274	93	22	11	140	8
2006 lug.	6.919	2.086	501	412	3.688	233	109	29	5	6	66	2
ago.	6.925	2.088	503	411	3.690	234	55	22	7	1	21	3
set.	6.961	2.107	508	413	3.700	233	111	42	10	4	53	2
ott.	7.011	2.129	526	415	3.706	234	115	41	22	5	41	4
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2004	1.870	1.148	310	77	276	59	620	404	110	32	60	14
2005	2.257	1.343	456	94	304	60	715	429	188	28	58	12
2005 4° trim.	2.257	1.343	456	94	304	60	185	95	70	12	4	4
2006 1° trim.	2.329	1.383	482	97	307	60	172	108	39	4	18	3
2° trim.	2.429	1.424	517	108	319	61	177	95	50	12	15	4
3° trim.	2.488	1.443	543	110	331	60	134	76	39	4	13	2
2006 lug.	2.459	1.434	532	109	323	61	56	30	19	2	4	1
ago.	2.465	1.435	537	109	324	61	25	15	7	1	2	0
set.	2.488	1.443	543	110	331	60	53	31	13	1	7	0
ott.	2.523	1.458	567	113	326	60	77	41	27	4	3	2

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

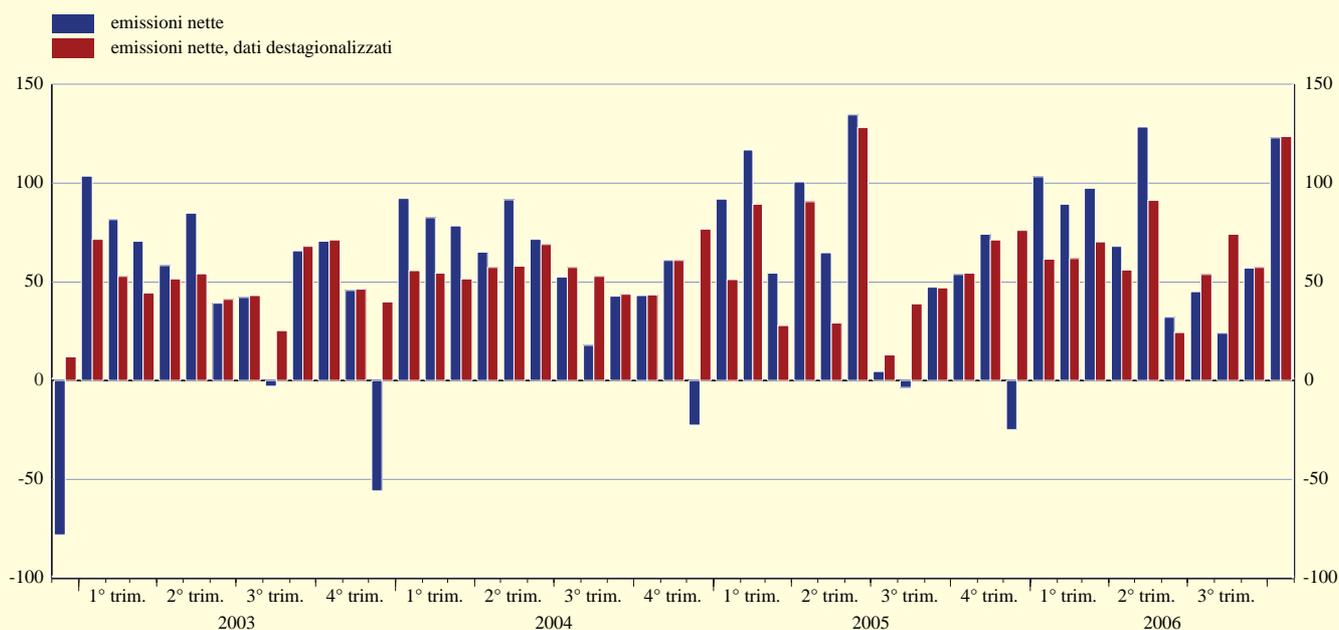
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

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	675,3	350,4	75,2	8,4	209,7	31,5	679,7	354,0	73,1	8,2	212,8	31,7
2005	714,8	315,5	175,8	21,9	169,2	32,2	716,4	318,9	171,6	22,0	171,4	32,4
2005 4° trim.	103,2	44,8	81,2	-0,2	-34,8	12,3	201,4	78,1	59,2	5,8	47,3	11,0
2006 1° trim.	289,7	158,5	44,9	10,7	68,8	6,9	193,5	106,7	65,0	7,3	8,4	6,1
2° trim.	228,3	84,5	65,6	20,9	48,4	8,9	171,7	88,9	53,1	14,2	7,1	8,4
3° trim.	125,9	78,4	35,6	-2,2	14,6	-0,5	185,1	94,8	52,2	1,9	33,8	2,3
2006 lug.	44,8	27,8	15,9	0,4	-0,6	1,3	53,8	20,1	14,2	-2,0	19,4	2,2
ago.	24,0	19,6	7,6	-6,6	2,9	0,6	74,1	36,8	24,1	-4,5	15,0	2,7
set.	57,0	30,9	12,1	3,9	12,3	-2,3	57,1	37,9	14,0	8,4	-0,5	-2,6
ott.	123,0	72,2	41,4	8,8	-0,1	0,7	123,6	58,3	45,3	5,3	15,0	-0,3
	A lungo termine											
2004	615,3	297,8	73,8	12,0	201,9	29,8	618,0	299,1	71,7	12,0	205,3	30,0
2005	707,8	292,7	176,2	22,2	184,2	32,5	709,4	294,5	172,1	22,2	188,1	32,6
2005 4° trim.	139,5	40,6	81,3	8,6	-3,7	12,7	193,7	68,7	59,3	7,8	46,1	11,6
2006 1° trim.	208,7	100,5	44,9	2,8	53,4	7,0	167,4	70,0	65,0	8,1	18,4	6,0
2° trim.	224,7	88,2	62,6	15,5	49,4	8,9	166,0	86,0	50,1	8,9	12,7	8,5
3° trim.	121,1	62,5	34,9	2,4	21,4	-0,1	168,6	67,3	51,5	4,6	42,5	2,6
2006 lug.	37,1	23,4	15,6	-0,1	-2,7	0,9	49,0	18,3	14,2	-2,1	16,6	2,1
ago.	20,6	6,7	7,5	-0,9	6,6	0,7	65,5	19,1	24,0	1,4	18,4	2,6
set.	63,4	32,4	11,8	3,3	17,5	-1,6	54,0	30,0	13,3	5,3	7,5	-2,1
ott.	87,0	37,2	41,7	4,6	2,6	0,9	102,9	35,4	45,2	3,0	19,3	0,0

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

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

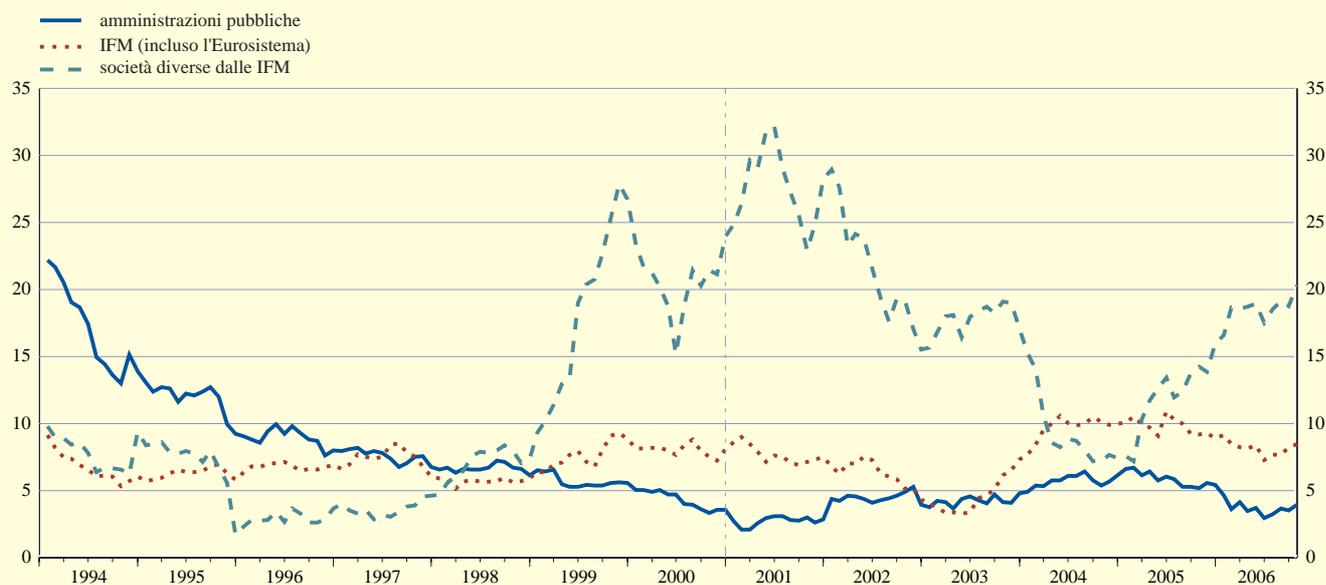


Fonte: BCE.

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

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'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 ott.	7,5	9,4	21,3	4,1	3,7	12,2	6,4	8,4	23,2	2,0	2,2	9,0
nov.	7,6	9,4	20,9	3,1	4,0	12,3	7,3	9,2	21,9	1,5	3,3	13,8
dic.	7,5	8,4	23,6	3,7	4,1	12,9	6,1	6,6	21,0	2,9	2,9	13,9
2006 gen.	7,6	9,1	24,2	3,5	3,6	11,3	7,1	7,7	25,8	4,6	3,1	12,7
feb.	7,2	8,9	26,8	3,2	2,5	11,9	7,5	8,1	30,6	4,6	2,8	14,2
mar.	7,6	9,3	27,1	3,0	3,0	11,6	7,9	9,3	31,4	4,3	2,6	13,0
apr.	7,2	8,9	27,1	2,8	2,5	10,2	7,9	9,2	31,2	3,8	2,7	11,4
mag.	7,8	9,9	26,5	4,3	2,6	12,1	8,3	10,5	31,3	7,3	1,8	10,5
giu.	6,6	8,1	24,4	5,0	1,8	12,3	7,2	9,7	27,7	7,1	0,7	10,5
lug.	7,0	8,3	26,3	5,1	2,2	11,7	7,0	8,9	26,9	5,6	1,2	10,6
ago.	7,3	8,4	27,8	3,9	2,5	12,1	7,2	8,8	25,4	3,2	2,3	10,1
set.	7,4	9,0	27,0	4,8	2,2	10,2	6,9	8,8	22,9	5,2	1,9	7,5
ott.	8,0	9,7	29,8	4,5	2,6	9,3	8,2	10,1	28,4	5,3	2,5	7,4
	A lungo termine											
2005 ott.	8,0	9,2	21,4	4,3	4,7	12,5	6,8	8,4	23,7	4,9	2,3	9,1
nov.	8,2	9,3	21,0	3,7	5,1	13,0	7,7	9,0	22,3	5,5	3,6	14,2
dic.	8,3	8,9	23,9	4,4	4,9	13,2	6,2	5,8	21,4	6,2	3,0	14,6
2006 gen.	8,1	9,1	24,4	5,0	4,2	11,8	7,3	7,3	26,1	7,4	3,2	13,1
feb.	7,6	8,4	27,1	6,1	3,0	12,6	7,8	7,6	30,7	7,6	2,9	15,0
mar.	7,8	8,2	27,5	5,1	3,6	12,1	8,1	7,9	31,8	6,3	3,3	13,6
apr.	7,5	8,1	27,4	5,6	3,0	10,5	8,1	7,8	31,2	6,2	3,7	12,0
mag.	7,7	8,4	26,7	7,0	3,2	12,5	7,8	7,7	31,1	8,5	2,6	11,0
giu.	6,8	7,3	24,3	6,4	2,3	12,7	7,3	8,7	27,2	6,6	1,6	10,7
lug.	7,2	7,6	26,2	6,0	2,6	11,9	7,0	8,0	26,4	4,7	2,1	10,6
ago.	7,5	7,7	27,6	5,5	3,1	12,4	7,4	7,9	24,9	3,5	3,3	9,9
set.	7,6	8,2	26,8	5,7	3,0	10,8	7,2	8,4	22,2	5,2	2,8	8,0
ott.	8,2	8,5	29,6	5,3	3,5	9,9	8,3	9,1	28,0	4,4	3,5	8,1

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



Fonte: BCE.

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

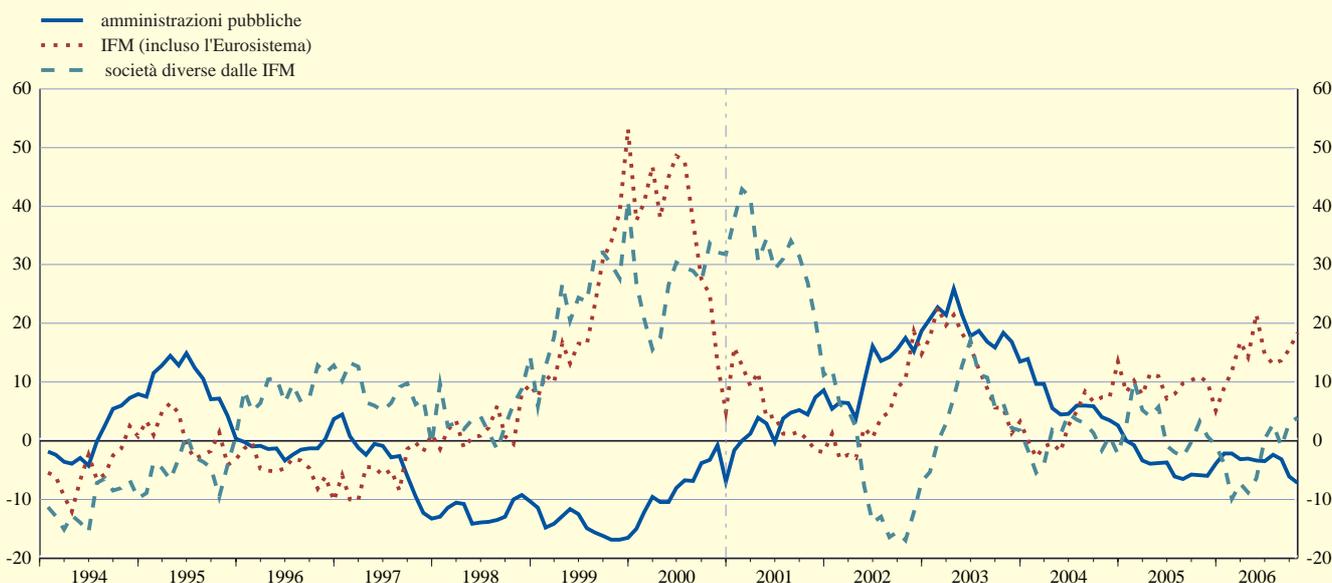
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
	Tutte le valute											
2004	5,1	3,1	6,5	3,4	5,8	14,7	16,2	18,5	27,1	8,8	0,3	26,5
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,5	15,0	19,4	18,3	35,7	22,6	9,8	4,7
2005 4° trim.	4,7	3,9	6,4	0,5	4,8	15,9	19,0	15,3	43,5	19,6	11,7	1,9
2006 1° trim.	4,3	4,2	8,9	0,7	3,6	15,6	18,9	14,3	48,4	24,5	7,8	1,1
2° trim.	4,2	4,4	11,7	1,0	3,0	13,5	16,8	11,9	45,6	28,3	3,6	5,1
3° trim.	4,4	4,6	15,1	0,8	2,8	13,8	15,2	10,1	39,7	30,1	4,1	5,8
2006 mag.	4,4	4,7	11,9	1,8	3,0	14,0	17,3	12,2	45,0	30,3	5,1	6,5
giu.	3,8	4,1	13,2	1,1	2,3	14,2	14,6	10,0	37,6	30,7	2,7	7,5
lug.	4,3	4,6	14,4	0,7	2,8	13,7	15,3	10,1	40,1	31,3	4,3	5,6
ago.	4,5	4,7	15,7	0,4	3,0	14,0	15,5	10,1	41,5	29,7	4,2	6,4
set.	4,7	5,1	17,1	1,3	2,9	12,9	15,0	10,2	37,6	27,7	5,2	3,2
ott.	5,1	5,1	20,2	0,5	3,3	12,0	16,1	10,8	39,6	29,5	6,3	2,5
	Euro											
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,6	17,8	27,2	9,1	0,2	25,3
2005	4,3	0,9	9,1	-0,1	5,4	15,3	18,8	17,2	35,1	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	41,2	21,2	12,2	2,2
2006 1° trim.	3,7	2,4	9,1	0,5	3,5	16,1	18,1	12,9	45,7	26,4	8,2	0,9
2° trim.	3,6	2,8	10,0	0,8	3,1	13,9	15,6	10,2	41,6	31,6	3,7	4,0
3° trim.	3,6	3,1	11,2	-0,3	2,9	13,7	13,7	8,2	35,2	33,9	4,2	4,4
2006 mag.	3,8	3,1	10,3	1,5	3,1	14,4	16,0	10,4	40,9	34,2	5,2	4,9
giu.	3,2	2,6	9,9	0,8	2,4	14,1	12,8	7,6	33,4	34,6	2,7	5,9
lug.	3,6	3,0	11,0	-0,5	2,9	13,6	13,7	8,1	35,2	35,4	4,4	4,1
ago.	3,7	3,2	11,3	-0,9	3,1	13,9	14,1	8,3	36,7	33,5	4,2	5,1
set.	3,9	3,7	12,9	0,4	2,9	12,9	13,9	8,7	34,4	31,1	5,2	2,0
ott.	4,2	3,5	14,8	-1,2	3,5	12,0	15,3	9,4	37,2	32,9	6,4	1,7

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

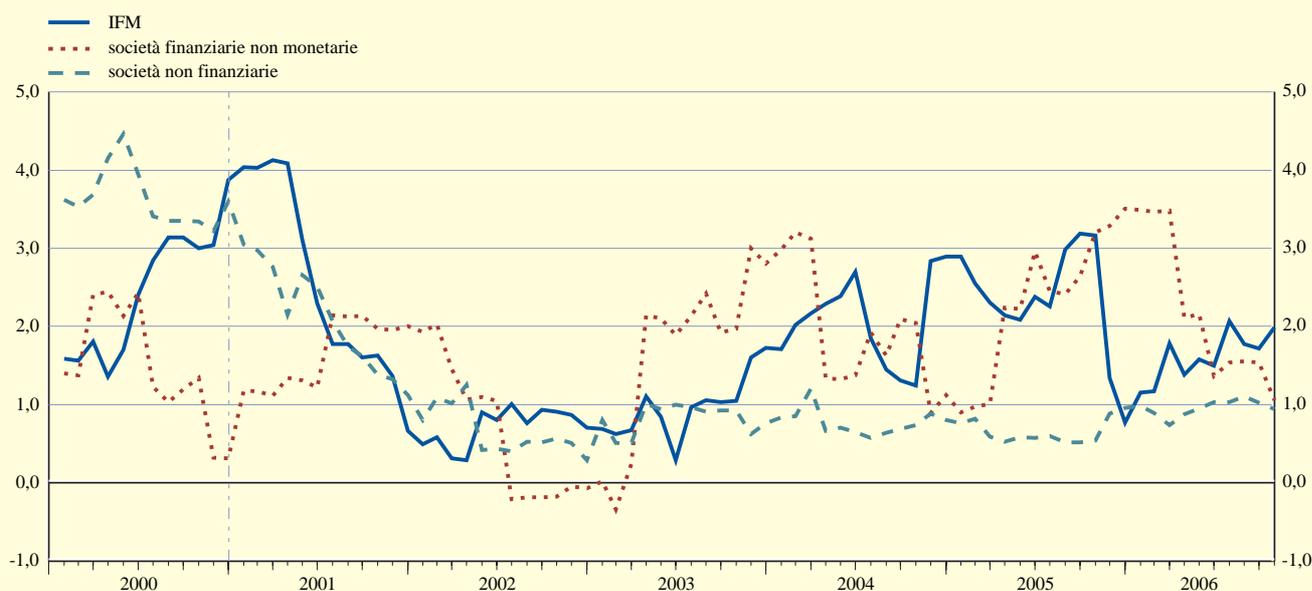
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie 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 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.	4.631,1	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
ott.	5.853,3	104,6	1,1	1.015,6	2,0	613,3	1,1	4.224,4	0,9

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

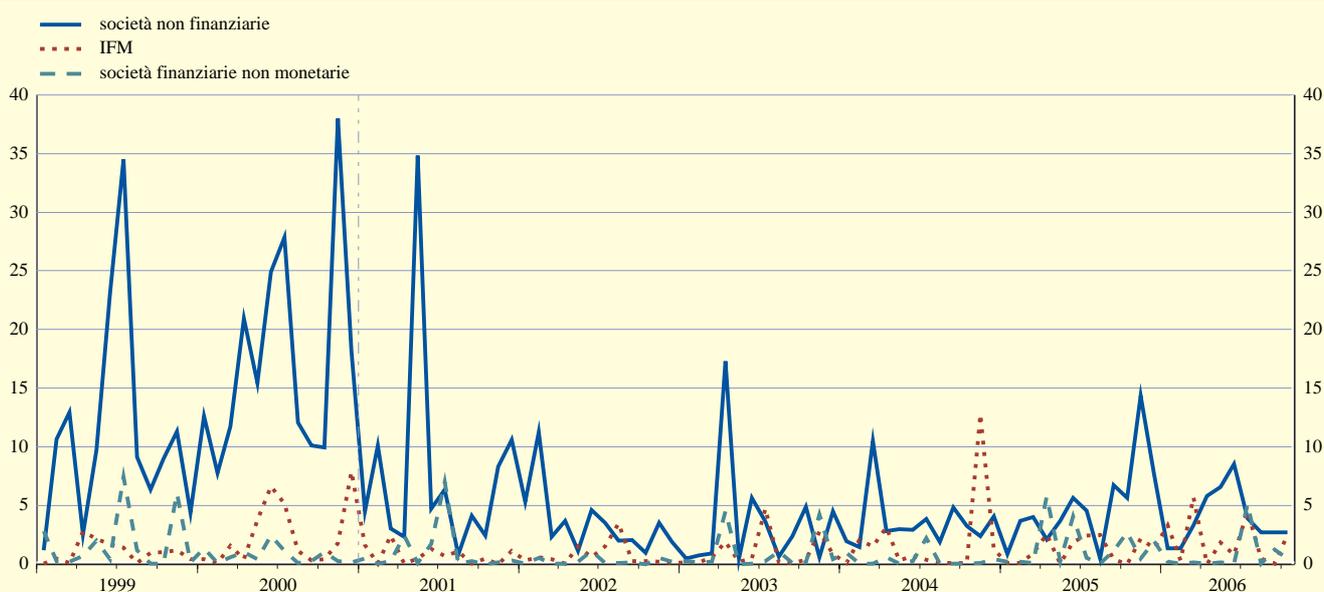
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie non monetarie			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004 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.	4,0	0,4	3,5	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	0,4	2,3
ott.	5,7	1,2	4,5	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,7	1,2	1,5

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

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



Fonte: BCE.

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

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

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ^{1) 2)}		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 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	2,63	1,32	2,92	3,25	3,78	2,86
set.	0,86	2,87	3,15	2,66	2,26	2,68	1,36	2,98	3,45	3,82	2,96
ott.	0,90	3,04	3,30	2,87	2,30	2,75	1,45	3,19	3,58	4,24	3,14

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005 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	7,86	6,39	8,15	8,12	4,21	4,36	4,60	4,39	4,59	4,64	5,26	4,94
set.	10,06	7,86	6,26	8,09	7,98	4,30	4,36	4,61	4,44	4,65	4,76	5,30	4,98
ott.	10,04	7,50	6,02	8,17	7,77	4,42	4,45	4,58	4,46	4,72	4,93	5,18	4,80

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
								1	2	3	4	5	6	7
2005 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	4,60	3,97	4,33	4,49
set.		5,69	4,75	5,02	4,54	4,02	4,41	4,47
ott.		5,76	4,91	5,16	4,56	4,24	4,38	4,46

Fonte: BCE.

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

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

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

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

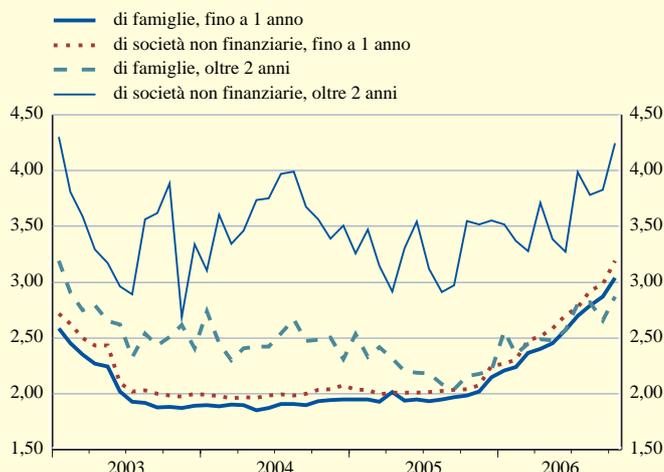
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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	2,63	1,32	2,93	3,64	2,81
set.	0,86	2,59	3,08	2,26	2,68	1,36	3,00	3,68	2,90
ott.	0,90	2,69	3,10	2,30	2,75	1,45	3,15	3,80	3,05

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 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
ott.	4,89	4,29	4,65	8,35	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57

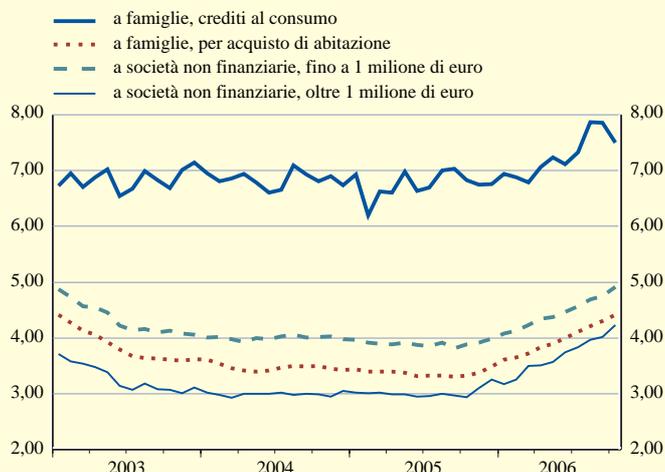
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



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

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



Fonte: BCE.

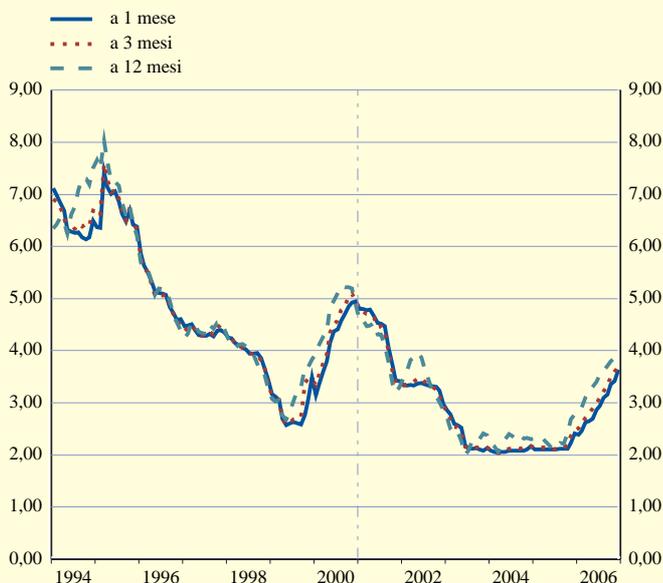
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
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
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2005 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
4° trim.	3,36	3,46	3,59	3,72	3,86	5,37	0,49
2005 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
dic.	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	5,36	0,56

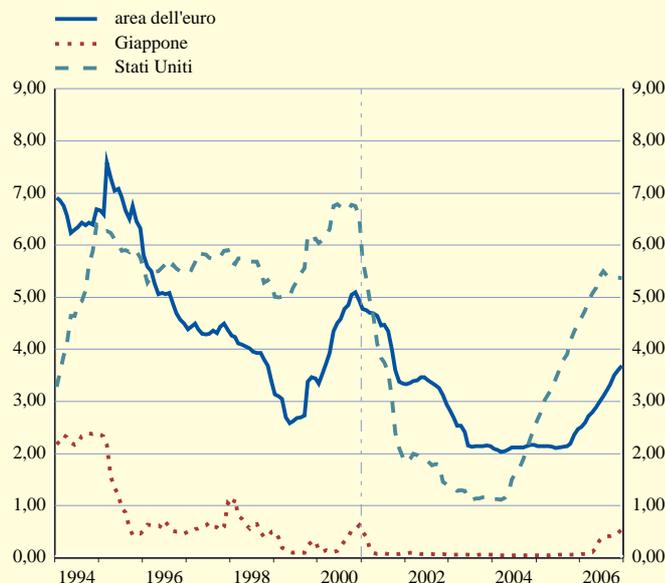
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

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



F24 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

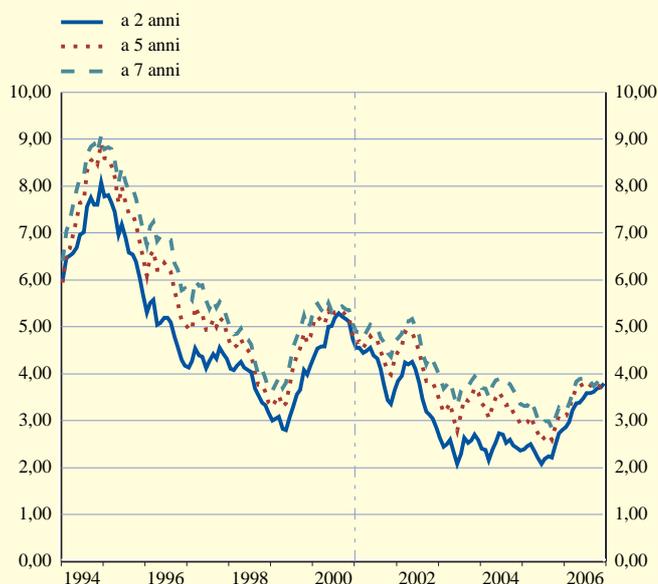
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
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
2006	3,44	3,51	3,64	3,72	3,86	4,79	1,74
2005 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
4° trim.	3,73	3,73	3,77	3,79	3,86	4,63	1,70
2005 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	4,08	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
dic.	3,79	3,79	3,83	3,84	3,90	4,57	1,64

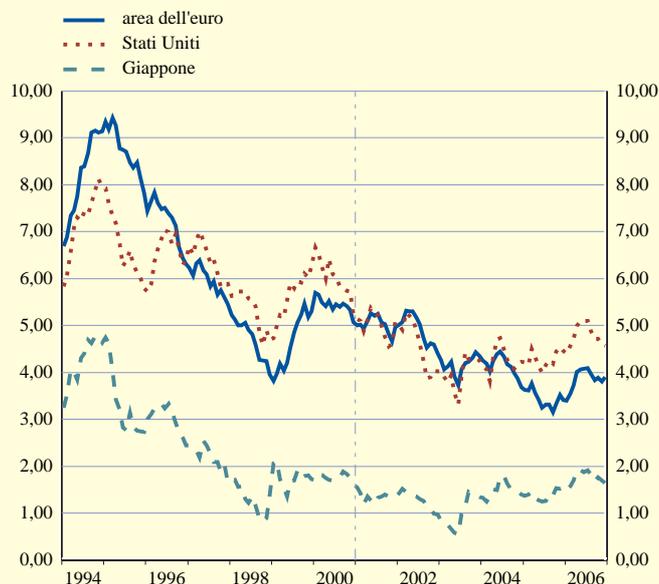
F25 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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 nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.121,2
2005 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
4° trim.	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0
2005 dic.	325,7	3.550,1	348,4	190,8	268,4	418,5	330,8	342,7	339,2	373,5	418,5	496,1	1.262,4	15.664,0
2006 gen.	335,5	3.626,9	356,5	196,1	276,1	429,6	340,6	361,4	344,6	391,3	414,6	519,2	1.277,7	16.103,4
feb.	349,0	3.743,8	375,9	198,0	288,5	424,3	361,7	383,9	351,7	417,8	409,1	513,8	1.277,2	16.187,6
mar.	358,0	3.814,9	386,5	203,1	294,9	417,4	372,5	393,6	366,3	430,4	422,7	532,9	1.293,7	16.325,2
apr.	362,3	3.834,6	399,0	204,8	299,9	433,6	372,9	404,0	381,1	429,3	415,8	545,4	1.301,5	17.233,0
mag.	351,7	3.726,8	392,2	200,9	287,9	415,8	362,7	394,5	358,9	420,4	401,0	542,2	1.289,6	16.430,7
giu.	331,8	3.528,7	367,8	193,6	269,8	390,7	338,2	365,2	336,0	404,4	394,8	530,2	1.253,1	14.990,3
lug.	339,6	3.617,3	389,0	196,6	277,0	409,5	348,2	369,8	321,7	415,7	393,3	548,6	1.261,2	15.133,2
ago.	351,1	3.743,9	399,7	200,9	289,3	418,2	366,5	375,9	324,4	442,3	394,9	525,3	1.287,2	15.786,8
set.	359,9	3.817,6	410,4	208,4	297,2	401,9	379,1	389,6	331,3	456,0	405,6	525,4	1.317,5	15.930,9
ott.	375,8	3.975,8	435,6	216,9	306,8	419,4	397,5	405,6	341,1	475,6	431,1	532,2	1.363,4	16.515,7
nov.	384,8	4.052,8	451,8	220,1	319,2	438,6	401,3	420,2	343,6	490,5	456,8	517,4	1.389,4	16.103,9
dic.	389,5	4.070,4	464,4	221,0	319,3	440,4	403,4	433,3	344,6	507,0	463,1	529,4	1.416,2	16.790,2

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



Fonte: BCE.



PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	Indice 2005 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici									
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	83,4	59,2	40,8	100,0	11,8	7,4	30,7	9,2	40,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	93,9	2,2	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-
2005 3° trim.	100,3	2,3	1,4	2,4	2,2	0,7	0,6	-0,3	0,1	5,6	0,6
4° trim.	101,0	2,3	1,5	2,4	2,1	0,6	0,7	0,6	0,2	0,4	0,5
2006 1° trim.	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,3	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	0,4	0,5	1,9	0,1	0,6	0,6
2006 lug.	102,4	2,4	1,6	2,7	2,1	0,2	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.	102,6	1,9	1,6	1,7	2,1	0,3	0,1	0,6	0,1	-0,5	0,1
dic. ²⁾	.	1,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu- nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
in perc. del totale ¹⁾	19,3	11,8	7,4	39,9	30,7	9,2	10,3	6,3	6,4	2,9	14,5	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2005 3° trim.	1,4	1,8	0,8	2,8	0,1	12,7	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	3,0
4° trim.	1,9	2,2	1,4	2,7	0,4	11,1	2,5	1,9	2,7	-2,7	2,3	2,7
2006 1° trim.	1,8	2,0	1,4	3,0	0,3	12,2	2,5	2,0	2,4	-3,3	2,2	2,3
2° trim.	2,0	2,2	1,6	3,1	0,7	11,6	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,3	2,2
3° trim.	2,8	2,1	3,9	2,0	0,7	6,3	2,5	2,1	2,6	-3,6	2,4	2,3
2006 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	2,4	-2,7	2,4	2,4
nov.	3,0	2,2	4,4	1,1	0,8	2,1	2,5	2,1	2,3	-2,7	2,5	2,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Con riferimento al 2006.

2) Stime basate su dati nazionali provvisori che coprono il 95 per cento dell'area dell'euro nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni, degli immobili residenziali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	Prezzi internazionali delle materie prime ³⁾	Prezzo del petrolio ⁴⁾ (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici						
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
								Totale	Durevoli	Non durevoli	Totale al netto dell'energia				
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,4	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	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
2003	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
2004	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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	19,7	24,8	52,9
2005 4° trim.	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,4	1,2	1,4	15,6	2,9	7,3 ⁶⁾	34,2	23,2	48,6
2006 1° trim.	113,9	5,2	3,2	1,7	2,3	1,0	1,5	1,4	1,5	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	1,8	17,3	3,5	6,8 ⁶⁾	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	3,5	-	13,4	26,6	55,7
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,9	23,0	47,3
2006 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	12,6	-	-	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	5,4	-	-	3,9	28,7	47,6
nov.	116,5	4,3	2,9	3,5	6,2	1,9	1,6	1,7	1,6	6,9	-	-	4,5	22,9	46,7
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	3,2	17,7	47,4

3. Costo orario del lavoro⁷⁾

	Totale (indice dest.) 2000 = 100	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	107,5	3,5	3,4	4,0	3,3	4,2	3,6	2,7
2003	110,8	3,1	2,9	3,8	3,1	3,8	2,9	2,4
2004	113,5	2,4	2,3	2,2	2,8	2,7	2,0	2,1
2005	116,2	2,4	2,6	1,9	2,5	2,2	2,4	2,1
2005 3° trim.	116,5	2,1	2,4	1,4	2,6	1,8	1,9	2,1
4° trim.	117,2	2,3	2,6	1,5	2,5	2,5	2,2	2,0
2006 1° trim.	117,8	2,3	2,8	0,9	2,5	2,4	2,1	2,1
2° trim.	118,4	2,3	2,6	1,6	3,1	1,4	2,1	2,4
3° trim.	119,0	2,0	2,2	1,8	2,6	1,4	1,8	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					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	8
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese		
	1	2	3	4	5	6	7		
Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾									
2002	104,7	2,4	1,2	1,0	3,2	1,8	3,1	3,4	
2003	106,4	1,7	6,0	0,7	3,0	2,4	1,0	2,4	
2004	107,5	1,1	-10,3	-0,4	2,7	-0,1	2,6	2,4	
2005	108,5	0,9	6,7	-1,2	3,5	0,2	2,0	1,8	
2005 3° trim.	108,2	0,6	6,3	-1,1	2,2	-0,4	2,1	1,8	
4° trim.	109,0	0,9	7,3	-2,2	3,0	0,0	2,3	2,7	
2006 1° trim.	109,2	0,8	3,5	-1,9	3,3	-0,2	2,4	2,4	
2° trim.	109,3	0,8	1,4	-2,4	1,9	0,0	1,6	3,2	
3° trim.	109,1	0,8	1,1	-2,4	2,2	-0,4	2,5	2,5	
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	2,1	1,6	
2005 3° trim.	111,3	1,5	1,8	1,7	2,1	1,3	1,9	1,3	
4° trim.	112,2	1,9	1,7	1,6	2,3	1,2	1,7	2,7	
2006 1° trim.	112,9	2,1	0,7	2,6	3,3	1,9	1,6	1,9	
2° trim.	113,6	2,3	0,7	2,4	3,3	2,2	1,0	3,0	
3° trim.	113,6	2,0	1,5	2,3	3,2	1,5	1,4	2,3	
Produttività del lavoro ²⁾									
2002	100,5	0,2	1,0	1,0	0,0	0,6	-0,5	-0,3	
2003	100,9	0,3	-3,2	1,5	-0,4	-0,5	1,2	-0,4	
2004	101,9	1,0	13,8	2,9	-0,1	1,3	-0,4	-0,1	
2005	102,6	0,7	-4,1	2,7	-1,6	1,1	0,1	-0,2	
2005 3° trim.	102,9	0,9	-4,2	2,8	-0,1	1,7	-0,1	-0,4	
4° trim.	102,9	1,0	-5,3	3,9	-0,6	1,2	-0,5	0,1	
2006 1° trim.	103,4	1,2	-2,8	4,6	0,0	2,1	-0,8	-0,5	
2° trim.	104,0	1,5	-0,7	4,8	1,3	2,2	-0,6	-0,2	
3° trim.	104,1	1,2	0,4	4,8	1,0	1,9	-1,1	-0,2	

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	2,4	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	1,9	2,5	3,7
4° trim.	112,3	2,0	2,4	2,2	2,7	2,1	3,0	4,1
2006 1° trim.	112,4	1,7	2,7	2,3	1,9	2,6	2,8	5,4
2° trim.	113,0	1,8	2,7	2,2	2,5	2,9	3,0	5,3
3° trim.	113,5	1,8	2,1	2,0	1,5	3,0	3,0	3,7

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

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

2) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

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

5.2 Produzione e domanda
1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2002	7.251,3	7.059,0	4.141,1	1.465,1	1.465,0	-12,3	192,4	2.628,7	2.436,3
2003	7.460,8	7.304,2	4.277,6	1.526,2	1.498,5	1,9	156,6	2.624,4	2.467,8
2004	7.736,0	7.574,4	4.425,2	1.580,1	1.563,1	6,0	161,5	2.822,5	2.660,9
2005	7.994,7	7.876,5	4.579,0	1.636,6	1.639,4	21,5	118,2	3.027,7	2.909,4
2005 3° trim.	2.008,4	1.980,6	1.153,2	410,3	414,2	2,9	27,8	770,8	743,0
4° trim.	2.029,9	2.006,9	1.160,3	417,1	418,8	10,7	23,0	785,2	762,3
2006 1° trim.	2.048,6	2.030,4	1.174,7	419,9	427,6	8,3	18,2	816,0	797,8
2° trim.	2.079,0	2.059,4	1.184,1	425,1	440,5	9,7	19,6	830,6	811,0
3° trim.	2.101,1	2.080,2	1.196,5	425,4	445,9	12,4	20,9	853,1	832,2
<i>in percentuale del PIL</i>									
2005	100,0	98,5	57,3	20,5	20,5	0,3	1,5	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati³⁾)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2005 3° trim.	0,6	0,5	0,7	0,5	1,4	-	-	2,6	2,4
4° trim.	0,4	0,7	0,1	0,2	0,5	-	-	0,9	1,8
2006 1° trim.	0,8	0,4	0,7	1,2	1,2	-	-	3,5	2,5
2° trim.	1,0	1,0	0,3	0,1	2,3	-	-	1,1	1,1
3° trim.	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	-	-	1,8	2,4
<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	3,4	-	-	5,4	5,7
4° trim.	1,8	2,0	1,1	1,6	3,3	-	-	5,0	5,8
2006 1° trim.	2,2	2,2	1,8	2,4	4,2	-	-	9,2	9,5
2° trim.	2,9	2,7	1,8	2,0	5,4	-	-	8,3	8,0
3° trim.	2,7	2,8	1,8	2,1	4,6	-	-	7,5	8,0
<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	0,0	0,1	0,5	-0,3	-	-
2006 1° trim.	0,8	0,4	0,4	0,2	0,2	-0,5	0,4	-	-
2° trim.	1,0	1,0	0,2	0,0	0,5	0,3	0,0	-	-
3° trim.	0,5	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,2	-	-
<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.	2,9	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
3° trim.	2,7	2,8	1,0	0,4	0,9	0,4	-0,1	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella tavola 1 della sezione 7.3.
- 2) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2002	6.517,7	153,0	1.383,7	374,2	1.389,5	1.746,7	1.470,6	733,6
2003	6.703,7	152,2	1.385,3	390,2	1.423,5	1.824,5	1.528,0	757,1
2004	6.943,3	157,5	1.420,3	413,8	1.472,3	1.897,8	1.581,6	792,6
2005	7.160,8	144,7	1.458,6	435,1	1.517,8	1.973,6	1.631,1	833,9
2005 3° trim.	1.797,5	36,1	366,2	109,9	381,7	496,1	407,5	210,8
4° trim.	1.815,1	36,6	368,0	112,5	382,6	500,9	414,5	214,8
2006 1° trim.	1.831,0	36,4	373,2	114,2	385,6	507,8	413,9	217,6
2° trim.	1.858,7	37,2	377,4	117,5	391,6	514,5	420,5	220,2
3° trim.	1.880,4	37,8	382,4	120,6	396,4	522,7	420,6	220,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2005	100,0	2,0	20,4	6,1	21,2	27,6	22,8	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati¹⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2005 3° trim.	0,5	0,5	0,8	0,5	0,7	0,6	0,1	1,5
4° trim.	0,4	0,5	0,5	1,0	0,5	0,2	0,2	0,5
2006 1° trim.	0,8	-2,5	1,4	-0,4	0,9	1,2	0,4	0,7
2° trim.	1,1	1,3	1,4	2,5	1,3	1,0	0,4	-0,1
3° trim.	0,6	0,2	0,9	0,7	0,6	0,5	0,3	0,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2002	0,9	-0,8	-0,3	0,0	1,2	1,5	1,7	0,2
2003	0,7	-5,7	0,0	0,5	0,1	1,8	1,3	1,5
2004	2,1	11,7	2,2	1,5	2,6	1,6	1,4	0,8
2005	1,4	-5,5	1,3	0,8	1,8	2,1	1,0	1,3
2005 3° trim.	1,5	-6,4	1,8	1,8	2,2	1,9	1,0	2,5
4° trim.	1,7	-6,3	2,6	1,9	2,0	2,1	1,0	2,3
2006 1° trim.	2,1	-3,0	3,5	2,4	2,8	2,1	0,8	3,0
2° trim.	2,9	-0,2	4,2	3,6	3,4	3,0	1,2	2,7
3° trim.	2,9	-0,5	4,3	3,8	3,3	2,9	1,3	1,5
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2005 3° trim.	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	-
4° trim.	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2006 1° trim.	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
2° trim.	1,1	0,0	0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	-
3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	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	0,0	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.	1,5	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,5	0,2	-
4° trim.	1,7	-0,1	0,5	0,1	0,4	0,6	0,2	-
2006 1° trim.	2,1	-0,1	0,7	0,1	0,6	0,6	0,2	-
2° trim.	2,9	0,0	0,9	0,2	0,7	0,8	0,3	-
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

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	in perc. del totale ¹⁾	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici		
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo						
							Totale	Durevoli	Non durevoli				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2003	0,4	100,3	0,3	0,1	0,1	0,3	-0,1	-0,4	-4,4	0,4	2,8	0,6	
2004	2,1	102,3	2,0	2,1	1,9	2,2	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1	
2005	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	107,2	4,1	4,2	4,5	5,7	5,2	2,4	3,8	2,2	0,8	3,5	
3° trim.	4,0	108,1	4,0	4,2	4,1	5,6	5,0	1,8	5,1	1,2	1,8	4,3	
2006 mag.	4,2	107,8	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	5,2	5,9	7,3	5,2	2,7	4,0	2,5	1,7	3,6	
lug.	3,8	107,3	3,4	3,7	3,7	5,1	3,8	1,5	3,2	1,2	2,4	5,5	
ago.	5,2	109,0	5,5	5,9	5,6	7,8	7,1	2,4	9,0	1,6	2,7	3,7	
set.	3,5	107,9	3,3	3,5	3,4	4,5	4,7	1,5	4,7	1,0	0,4	3,6	
ott.	3,5	107,8	3,5	4,0	4,2	5,1	4,2	2,6	4,9	2,2	-0,7	4,4	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2006 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	3,1	-0,4	
lug.	-0,1	-	-0,5	-0,6	-0,9	-0,8	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	0,8	1,5	
ago.	1,3	-	1,6	2,0	1,9	2,9	1,9	1,3	4,3	0,7	-1,5	-2,1	
set.	-0,8	-	-1,0	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,7	-3,2	-0,3	-0,9	1,1	
ott.	-0,3	-	-0,1	-0,1	0,1	0,5	-0,8	0,3	0,1	0,3	-1,9	-0,5	

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) ³⁾	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
in perc. del totale ¹⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	98,4	0,3	101,3	-0,2	2,2	103,7	0,7	1,3	0,2	-1,8	0,6	911	-1,5
2004	105,4	7,4	106,2	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,8	3,3	922	1,1
2005	110,9	4,6	110,7	3,7	2,2	106,6	1,3	0,7	1,7	2,6	1,3	936	1,6
2005 4° trim.	117,6	7,4	113,3	4,2	2,3	107,3	1,3	0,7	1,7	3,1	1,7	934	-1,0
2006 1° trim.	117,5	12,0	115,5	9,0	2,2	107,4	0,8	0,2	1,2	1,4	2,2	946	2,0
2° trim.	118,5	7,9	118,2	6,4	3,0	107,9	1,7	0,7	2,4	2,5	3,4	958	2,4
3° trim.	122,7	10,1	119,7	6,4	3,2	108,6	1,8	0,9	2,5	2,9	4,4	937	-1,9
2006 giu.	117,9	5,5	118,1	6,4	2,8	108,0	1,4	0,8	1,7	1,6	2,4	950	-2,5
lug.	120,2	9,7	118,8	7,2	3,6	108,4	1,9	2,1	1,8	1,8	2,7	919	-4,7
ago.	124,8	14,4	120,8	9,2	3,6	109,1	2,2	0,0	4,0	7,1	5,7	938	-1,2
set.	123,0	7,3	119,6	3,6	2,5	108,2	1,3	0,6	1,9	0,4	4,8	955	0,8
ott.	122,3	12,5	119,5	10,7	1,8	108,3	0,8	-1,1	2,0	1,3	4,2	943	-0,3
nov.	.	.	.	.	2,5	108,7	1,1	-0,2	2,2	.	.	965	4,5
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2006 giu.	-	-2,1	-	-1,6	0,2	-	0,2	0,7	-0,3	-0,7	-0,7	-	-1,8
lug.	-	2,0	-	0,5	0,6	-	0,4	0,6	0,1	0,3	0,3	-	-3,3
ago.	-	3,8	-	1,7	0,6	-	0,6	-1,0	1,8	3,6	2,7	-	2,1
set.	-	-1,4	-	-0,9	-0,7	-	-0,8	0,1	-1,4	-4,2	-0,7	-	1,8
ott.	-	-0,6	-	-0,1	0,1	-	0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	-	-1,3
nov.	-	.	-	.	0,6	-	0,3	0,1	0,5	.	.	-	2,4

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 ¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia					Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003	93,7	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,7	-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
2006	107,3	2	0	6	13	.	-9	-3	-9	15	-9
2005 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.	108,6	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
4° trim.	110,3	6	6	4	15	.	-7	-3	-7	10	-9
2006 lug.	108,7	4	3	5	13	83,6	-8	-4	-10	13	-7
ago.	107,8	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
dic.	110,1	6	7	3	13	-	-6	-3	-5	9	-9

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	-1	4	-5	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-13	13	4	11	5	10	18
2006	0	-5	5	0	2	14	13	18	13	18	23
2005 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	19	14	19	25
4° trim.	3	-3	8	2	8	13	11	20	13	21	26
2006 lug.	2	-2	5	0	2	15	12	20	16	18	26
ago.	2	-4	8	3	6	13	15	19	13	20	25
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	10	14	11	19	12	19	26
dic.	2	-2	7	0	5	13	7	19	12	20	25

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire da gennaio 1985.
- 3) I risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	84,6	15,4	4,3	17,7	7,5	25,0	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	135,465	0,4	0,5	0,1	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,7	1,8
2004	136,427	0,7	0,7	0,8	-1,7	-1,4	1,5	0,9	1,9	1,5
2005	137,480	0,8	0,9	-0,1	-1,7	-1,2	2,5	0,8	2,1	1,2
2005 3° trim.	137,538	0,7	0,9	-0,7	-2,3	-0,9	1,7	0,4	2,1	1,3
4° trim.	138,033	0,7	1,0	-0,8	-1,1	-1,2	2,4	0,6	2,6	0,8
2006 1° trim.	138,477	1,0	1,1	0,4	-0,4	-1,0	2,4	0,7	2,9	1,3
2° trim.	139,076	1,3	1,3	1,3	0,4	-0,6	2,3	1,2	3,7	1,3
3° trim.	139,593	1,4	1,5	1,1	-1,1	-0,5	2,9	1,3	4,0	1,4
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2005 3° trim.	0,316	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,2	0,7	0,3
4° trim.	0,495	0,4	0,4	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,5	1,1	0,1
2006 1° trim.	0,444	0,3	0,2	0,7	-0,5	-0,2	0,5	0,3	0,6	0,6
2° trim.	0,599	0,4	0,4	0,7	0,7	0,0	0,6	0,4	1,1	0,3
3° trim.	0,517	0,4	0,5	-0,1	-1,3	-0,1	0,7	0,3	1,1	0,5

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		75,6		24,4		48,5		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 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
nov.	11,226	7,6	8,489	6,5	2,737	16,1	5,247	6,3	5,979	9,2

Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Nel 2005.
- 3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.
- 4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.



FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Entrate correnti														Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
	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 ³⁾
	Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE							
												1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12	13	14
1997	49,6	46,0	10,9	4,8	5,0	25,4	22,6	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	44,7				
1998	48,8	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2				
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,0	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3				
2000	47,6	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7				
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,9	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9				
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3				
2003	48,3	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 ⁴⁾							
	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)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
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 (+)⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	0,0	-3,7	-0,4	-5,2	-0,3	-3,2	-2,9	2,1	-2,0	-0,5	-2,9	-2,5	4,1
2003	0,0	-4,0	0,3	-6,1	0,0	-4,2	-3,5	0,3	-3,1	-1,6	-2,9	-2,8	2,5
2004	0,0	-3,7	1,5	-7,8	-0,2	-3,7	-3,4	-1,1	-1,8	-1,2	-3,2	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,2	1,1	-5,2	1,1	-2,9	-4,1	-1,0	-0,3	-1,5	-6,0	-1,4	2,7

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95; i dati non comprendono i proventi della vendita delle licenze UMTS (Universal Mobile Telecommunications Systems) nel 2000 (il saldo di bilancio per l'area dell'euro che include tali proventi è pari allo 0,1 per cento del PIL). Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri creditori ³⁾	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1996	75,1	2,8	17,0	7,9	47,3	58,3	30,3	12,1	15,9	16,8
1997	74,1	2,8	16,0	6,5	48,8	55,4	28,3	13,6	13,5	18,7
1998	72,8	2,7	15,1	5,6	49,3	52,1	26,4	14,5	11,2	20,7
1999	72,0	2,9	14,2	4,2	50,6	48,5	25,4	12,0	11,2	23,4
2000	69,4	2,7	13,1	3,6	50,0	44,1	22,0	11,0	11,0	25,3
2001	68,3	2,8	12,3	4,0	49,2	42,1	20,6	10,4	11,1	26,2
2002	68,2	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 ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁵⁾	Altre valute
1996	75,1	62,9	5,9	5,7	0,5	11,6	63,5	8,6	19,1	25,7	30,2	73,1	2,0
1997	74,1	62,1	6,1	5,4	0,6	9,9	64,2	8,5	18,3	25,3	30,5	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,2	0,4	8,9	63,9	7,6	15,8	26,4	30,6	70,9	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,7	64,3	6,6	13,6	28,0	30,4	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,8	62,6	5,9	13,4	28,0	28,0	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,2	61,2	5,0	13,7	26,8	27,8	66,7	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	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	103,3	60,3	32,2	110,7	52,5	58,2	105,6	6,5	50,5	65,8	55,5	29,1	41,3
2003	98,6	63,9	31,1	107,8	48,7	62,4	104,3	6,3	52,0	64,6	57,0	28,5	44,3
2004	94,3	65,7	29,7	108,5	46,2	64,4	103,9	6,6	52,6	63,8	58,6	28,7	44,3
2005	93,2	67,9	27,4	107,5	43,1	66,6	106,6	6,0	52,7	63,4	64,0	28,0	41,3

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Dati parzialmente stimati. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

6.3 Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁷⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Effetto di aggregazione ⁵⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁶⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	1,9	2,5	0,0	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,6	-0,8	1,9	2,6
1998	1,8	2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,6	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-1,6	0,0	-2,0	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,0	-2,1	-0,3	3,0
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,5	1,3	-0,1	-0,6	-0,1	2,0
2002	2,1	2,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,7	-0,5	-0,7	-0,2	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,1	0,5	0,7	3,0
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	2,6	-0,4	-0,3	0,1	3,5
2005	3,1	3,1	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 (+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁹⁾												
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche								Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro ¹⁰⁾
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ¹¹⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1997	1,9	-2,6	-0,7	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,7	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,1
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,1	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,5	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.

- Dati parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 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).
- Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 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.
- Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- Include i residenti in paesi dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale 1	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾ 10
		2	Imposte dirette 3	Imposte indirette 4	Contributi sociali 5	Vendite di beni e servizi 6	Redditi da capitale 7	8	Imposte in conto capitale 9	
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 1	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+) 12	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario 13
		Totale 2	Redditi da lavoro dipendente 3	Consumi intermedi 4	Interessi 5	Trasfe- rimenti correnti 6	Pagamenti sociali 7	Sussidi 8	Investimenti 9	Trasferimenti in conto capitale 11			
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 finanziario¹⁾

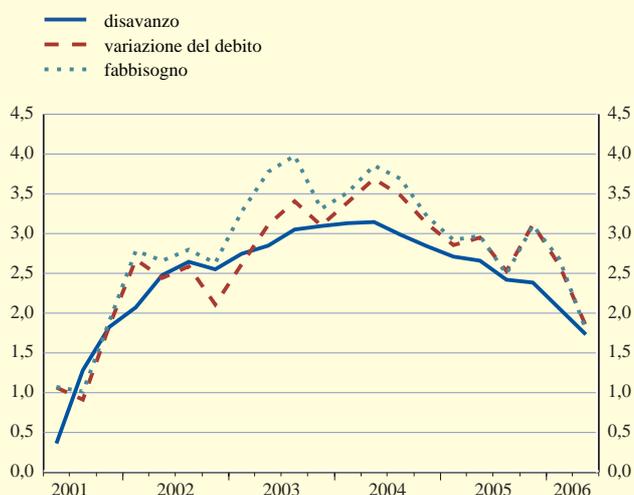
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2003 3° trim.	70,4	2,7	11,7	5,5	50,5
4° trim.	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9
2004 1° trim.	70,8	2,1	12,3	5,5	50,8
2° trim.	71,4	2,2	12,1	5,5	51,5
3° trim.	71,3	2,3	12,1	5,6	51,4
4° 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.	0,8	6,9	9,4	6,1	-21,6	2,0	2,8	43,7	-38,2	22,6	4,6	57,4	-2,7	-46,5
2005 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.	0,5	4,1	3,6	0,6	-7,9	0,1	0,6	39,7	-21,2	36,6	6,6	18,9	-1,0	-40,4
ott.	-0,4	4,7	3,3	-0,7	-7,7	0,4	0,1	-0,2	-12,8	23,2	7,2	-17,9	0,1	0,2
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2006 ott.	-21,9	17,8	36,2	-3,7	-72,2	9,4	-12,5	131,6	-118,3	120,8	-0,5	119,2	10,4	-119,1

F30 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)

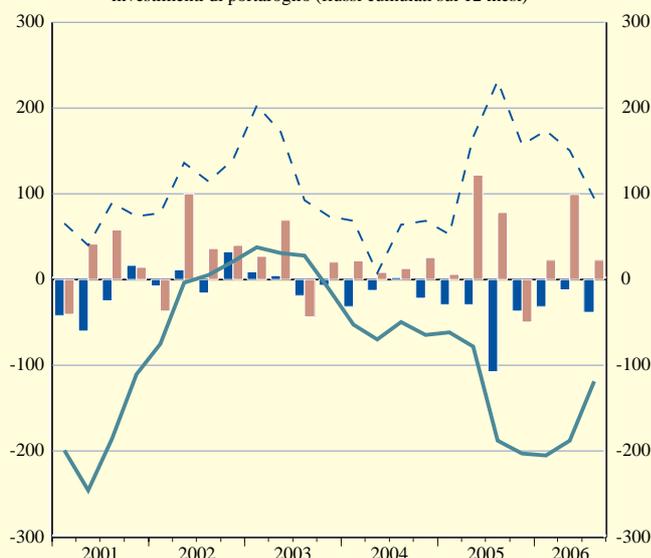
■ flussi trimestrali
— flussi cumulati sui 12 mesi



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

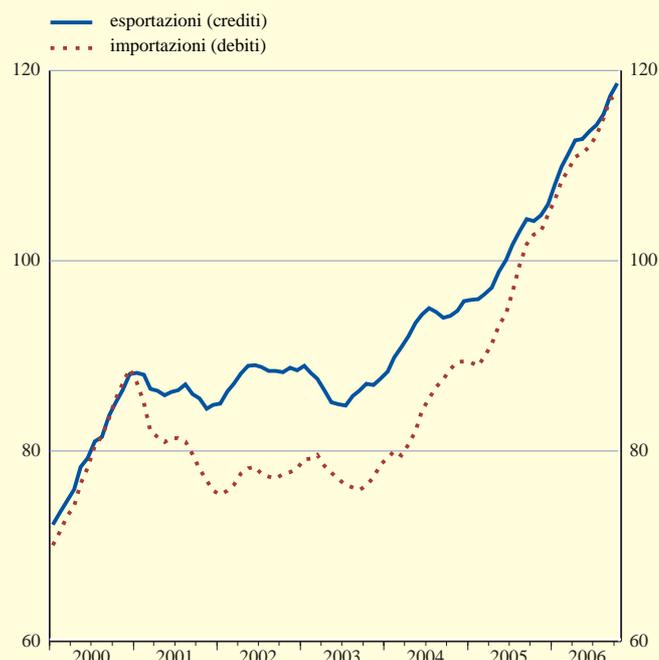
(miliardi di euro; transazioni)

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.	576,5	575,7	0,8	344,5	337,5	113,3	103,9	104,1	97,9	14,7	36,3	4,3	2,3
2006 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.	197,8	197,3	0,5	121,7	117,5	36,9	33,3	35,0	34,4	4,2	12,1	0,8	0,6
ott.	204,6	204,9	-0,4	128,5	123,8	37,5	34,1	33,7	34,4	4,9	12,6	1,2	0,8
	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.	586,9	591,8	-4,9	351,9	350,9	105,8	97,8	109,8	104,4	19,5	38,7	.	.
2006 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.	199,5	198,4	1,1	120,4	118,1	35,5	32,7	37,7	35,0	5,8	12,6	.	.
ott.	198,2	198,3	0,0	119,6	116,9	35,4	33,3	35,8	32,8	7,5	15,3	.	.

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	9,9
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.	-56,2	-52,6	-9,4	-43,2	-3,6	-0,1	-3,5	18,0	14,3	0,7	13,6	3,7	-0,4	4,1
2005 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.	-34,9	-27,7	-5,1	-22,6	-7,3	0,0	-7,2	13,7	5,9	0,2	5,7	7,7	-0,2	7,9
ott.	-17,5	-10,2	-5,7	-4,5	-7,3	0,1	-7,4	4,6	-1,5	1,2	-2,7	6,2	1,4	4,8

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni					Titoli di debito									
	Attività				Passività	Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario				
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Passività	
			Amministrazioni pubbliche					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	.	73,6	-0,4	-45,4	-21,2	.	55,7	1,9	-15,7	-1,3	.	1,2
2005 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	-7,0	-	30,6	-0,7	-26,1	-9,1	-	46,7	0,5	2,6	-1,3	-	3,5
ott.	0,0	-5,4	-1,3	-	17,0	-1,8	-16,2	-18,7	-	45,5	0,4	-5,0	-0,5	-	9,2

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		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	215,7	-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 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	121,2	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	31,9
ott.	-108,6	90,7	0,9	-0,9	-2,2	-3,8	-2,1	-84,3	67,7	-48,0	-2,2	-36,4	69,9	-22,9	2,2	26,0

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.

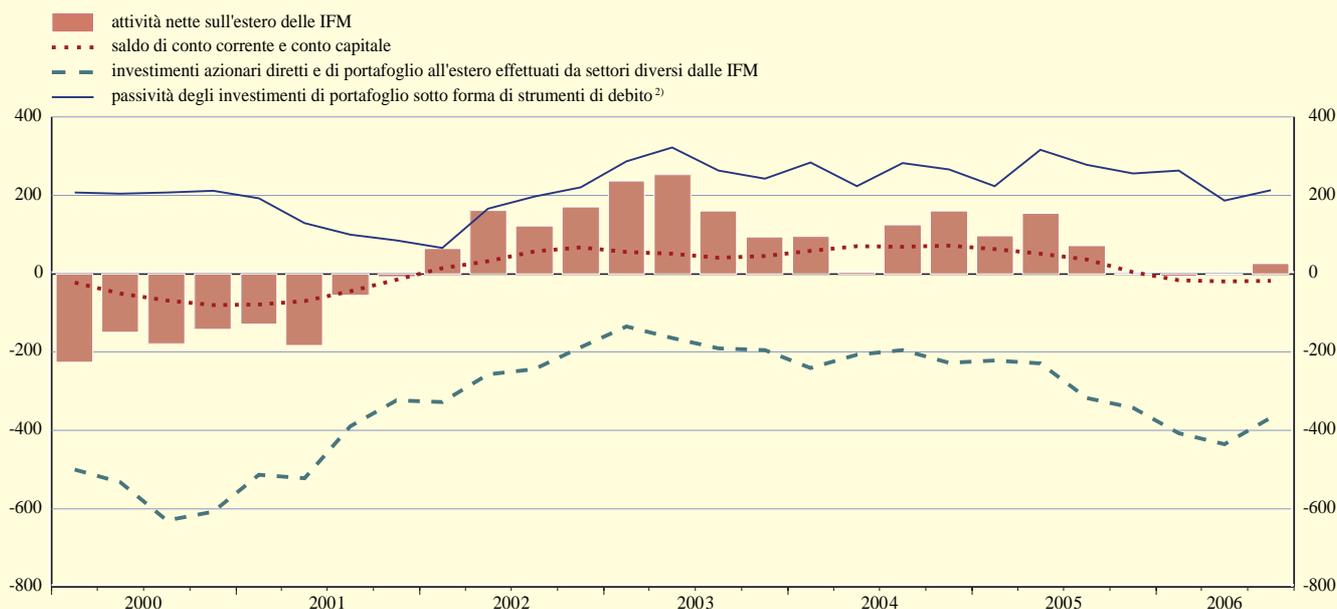
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(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 ¹⁾	Strumenti di debito ²⁾						
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.	2,8	-46,7	18,4	-42,6	40,3	47,9	-36,8	46,9	4,6	-46,5	-11,8	8,1
2005 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	-12,0
set.	0,6	-29,8	13,9	-17,4	10,4	45,0	-17,5	36,6	6,6	-40,4	7,9	15,6
ott.	0,1	-11,9	3,3	-20,5	6,4	31,7	-25,1	23,9	7,2	0,2	15,1	15,4
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2006 ott.	-12,5	-261,2	166,5	-264,4	244,6	227,3	-220,6	239,6	-0,5	-119,1	-0,2	46,3

F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.

2) Esclusi i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni.

7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero
(miliardi di euro)

1. Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
dal 3° trim. 2005 al 2° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	2.196,2	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
Conto capitale	23,5	19,9	0,0	0,1	0,8	0,3	18,7	0,0	0,0	0,4	0,5	2,6
Debiti												
Conto corrente	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
Conto capitale	13,2	1,4	0,0	0,2	0,8	0,2	0,2	0,1	0,0	0,3	1,1	10,2
Saldo												
Conto corrente	-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
Conto capitale	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)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 3° trim. 2005 al 2° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-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
Investimenti di portafoglio: attività	-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
Altri investimenti	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
Investimenti diretti	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
Investimenti di portafoglio:														
attività	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
Altri investimenti	-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)	Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,3	6,4	402,9	8,0	784,6	1.662,1	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 netted predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di onces				Banconote, monete e depositi	Titoli			Strumenti finanziari derivati					
								presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale		Azioni				Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistema															
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,7	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 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
nov.	327,0	179,4	366,229	4,3	5,4	137,9	4,0	20,2	113,3	-	-	-	0,4	0,0	24,5	-19,8
	delle quali detenute dalla Banca centrale europea															
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005	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 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
nov.	40,1	10,4	21,312	0,2	0,0	29,4	0,8	3,4	25,2	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-0,1

Fonte: BCE.

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

1. Esportazioni e importazioni in valore, in volume e valori unitari, per categoria merceologica

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2002	2,0	-3,0	1.083,5	512,8	227,8	309,5	949,2	984,6	559,5	163,5	234,2	717,7	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,2	501,3	222,8	300,3	924,0	990,4	553,2	164,4	241,0	716,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,9	547,8	247,4	313,6	999,4	1.075,3	605,4	184,1	256,3	770,3	129,5
2005	7,7	13,4	1.241,5	593,0	270,4	333,8	1.072,6	1.224,7	705,7	207,1	276,4	847,5	186,1
2005 2° trim.	6,8	12,1	304,2	145,9	65,9	82,4	261,0	295,1	169,4	51,4	67,1	202,8	42,1
3° trim.	10,1	15,6	320,1	151,2	71,7	85,8	275,4	319,5	185,3	54,2	71,1	218,6	53,2
4° trim.	9,8	15,7	324,1	155,6	69,5	86,4	279,1	329,2	189,1	56,4	72,7	226,0	53,5
2006 1° trim.	15,8	22,2	332,6	159,3	71,1	89,1	285,2	336,3	197,3	52,5	73,9	224,7	55,8
2° trim.	9,3	14,1	339,4	162,3	71,5	89,6	291,4	344,3	204,0	52,0	74,5	233,1	56,4
3° trim.	7,8	10,1	347,1	166,6	72,0	90,7	297,5	355,2	212,6	50,6	75,3	238,6	59,8
2006 mag.	14,4	20,3	113,1	54,2	23,8	30,3	97,5	115,0	69,2	17,5	25,2	77,6	19,9
giu.	8,3	13,3	113,6	54,4	24,0	30,1	97,8	115,3	68,7	17,5	24,8	78,4	18,8
lug.	7,4	12,5	111,5	53,7	22,8	29,4	95,6	117,2	69,7	16,5	24,8	78,5	19,5
ago.	7,7	10,6	115,2	55,3	23,7	30,7	99,3	120,0	73,5	17,3	25,3	80,3	21,6
set.	8,3	7,4	120,4	57,7	25,4	30,6	102,7	118,0	69,4	16,8	25,2	79,8	18,7
ott.	16,8	14,7	120,4	57,5	25,0	31,2	102,0	118,7	71,2	17,1	25,9	80,2	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,0	108,4	98,1	98,9	89,8	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,1	105,9	108,1	114,9	109,3	101,9	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	107,9	104,4	108,1	118,6	107,6	105,7
2005	4,8	5,2	124,4	120,1	131,2	124,9	124,8	114,1	108,1	122,5	124,7	116,0	110,6
2005 2° trim.	4,7	6,2	122,9	119,4	128,3	124,4	122,1	112,5	107,0	122,8	122,8	112,1	107,0
3° trim.	6,9	5,9	127,5	121,6	138,4	127,4	127,5	116,2	109,7	126,8	127,3	119,0	115,2
4° trim.	5,6	5,4	127,8	123,6	133,7	127,3	128,4	117,5	109,1	131,9	127,8	121,8	111,7
2006 1° trim.	10,6	8,2	129,4	124,8	135,4	129,8	130,0	116,4	109,6	121,0	128,7	119,2	108,4
2° trim.	5,1	3,3	131,9	127,2	136,7	130,1	132,9	118,8	111,4	122,5	130,3	123,9	104,2
3° trim.	4,8	3,7	134,5	129,2	138,0	131,8	135,2	121,8	115,5	120,6	130,0	125,6	113,7
2006 mag.	9,3	7,3	131,8	127,4	136,1	132,1	133,3	119,0	113,6	123,2	131,6	123,2	110,1
giu.	4,8	4,5	132,4	127,8	137,8	130,8	133,8	119,4	112,1	124,8	131,4	126,1	102,6
lug.	4,3	4,6	129,9	125,6	131,5	128,0	130,8	120,1	112,7	118,1	128,4	124,4	108,3
ago.	4,5	3,7	133,6	127,9	136,1	133,6	135,1	122,9	119,3	122,8	130,6	126,6	121,6
set.	5,6	3,0	139,9	134,2	146,4	133,9	139,6	122,4	114,6	120,9	130,9	125,7	111,2
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	99,4
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	95,0	100,9	97,7	102,3	107,3	91,6	99,0	97,2	128,2
3° trim.	3,0	9,2	100,1	101,0	95,8	102,5	98,7	107,2	114,4	93,4	101,1	98,7	150,4
4° trim.	4,0	9,8	101,1	102,3	96,2	103,4	99,3	109,3	117,4	93,5	103,0	99,6	156,2
2006 1° trim.	4,7	13,0	102,5	103,6	97,1	104,5	100,3	112,7	121,8	95,0	104,1	101,3	167,9
2° trim.	4,0	10,5	102,6	103,6	96,8	104,9	100,2	113,1	124,0	92,8	103,5	101,0	176,3
3° trim.	2,8	6,2	102,9	104,7	96,5	104,7	100,6	113,8	124,6	91,7	104,9	102,1	171,5
2006 mag.	4,7	12,1	102,6	103,7	97,3	104,7	100,2	113,1	123,8	93,1	104,0	101,5	176,5
giu.	3,3	8,4	102,7	103,8	96,6	105,2	100,3	112,9	124,4	91,7	102,4	100,2	178,9
lug.	2,9	7,6	102,7	104,1	96,4	104,9	100,1	114,2	125,7	91,4	104,7	101,7	175,9
ago.	3,1	6,7	103,1	105,3	96,7	104,8	100,8	114,3	125,1	92,3	105,1	102,2	173,7
set.	2,5	4,3	102,9	104,7	96,4	104,5	100,8	112,8	123,0	91,4	104,7	102,3	164,8
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>															
2002	1.083,5	25,3	37,1	205,7	112,1	27,0	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,4	59,5	43,5	100,3
2003	1.060,2	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	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	128,1	35,3	66,1	31,8	173,7	40,3	33,2	149,8	63,8	40,6	113,0
2005	1.241,5	28,9	45,0	202,9	144,7	43,1	70,7	34,6	185,2	43,4	34,1	166,0	73,0	47,0	123,1
2005 2° trim.	304,2	7,2	11,1	49,8	34,7	10,5	17,1	8,2	45,3	10,0	8,5	40,6	17,2	11,4	32,6
3° trim.	320,1	7,4	11,4	51,3	36,7	11,3	17,9	9,1	47,3	11,4	8,5	44,1	19,4	12,2	32,3
4° trim.	324,1	7,6	11,4	51,6	39,1	11,4	18,0	9,5	48,8	11,8	8,6	42,4	19,2	12,3	32,3
2006 1° trim.	332,6	7,5	11,6	52,6	40,7	12,1	18,0	9,7	50,3	12,5	8,8	43,9	19,0	13,3	32,5
2° trim.	339,4	7,7	12,2	53,9	42,9	13,0	18,3	9,8	49,4	12,8	8,4	45,1	19,2	13,3	33,5
3° trim.	347,1	7,7	12,8	54,9	45,1	14,2	19,3	9,5	48,9	13,5	8,5	45,8	19,0	13,4	34,4
2006 mag.	113,1	2,6	4,1	17,9	14,1	4,3	6,1	3,3	16,6	4,2	2,8	14,6	6,3	4,4	11,8
giu.	113,6	2,6	4,2	18,2	14,3	4,5	6,1	3,3	16,2	4,4	2,8	15,2	6,5	4,5	10,8
lug.	111,5	2,6	4,3	17,8	14,6	4,5	6,4	3,0	16,1	4,3	2,8	14,8	6,2	4,3	9,9
ago.	115,2	2,6	4,3	19,0	14,9	4,6	6,4	3,2	16,4	4,5	2,8	14,7	6,2	4,5	11,0
set.	120,4	2,6	4,3	18,1	15,5	5,1	6,5	3,3	16,4	4,8	2,9	16,3	6,5	4,7	13,5
ott.	120,4	.	.	.	.	5,2	7,1	3,1	16,2	4,8	2,9	15,8	6,2	4,8	-
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2005	100,0	2,3	3,6	16,4	11,7	3,5	5,7	2,8	14,9	3,5	2,7	13,4	5,9	3,8	9,9
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>															
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	80,5
2003	990,4	23,7	37,0	138,9	102,1	47,4	50,6	19,3	110,3	74,5	52,2	141,8	68,9	39,8	84,0
2004	1.075,3	25,3	39,6	144,0	107,2	56,4	53,0	22,8	113,8	92,1	53,9	161,1	72,7	45,1	88,4
2005	1.224,7	26,3	42,2	152,4	118,1	75,9	57,9	24,9	120,2	118,1	53,0	190,0	96,0	53,5	96,2
2005 2° trim.	295,1	6,6	10,3	36,9	29,2	18,4	14,3	5,8	29,8	27,9	12,5	43,9	22,3	12,3	24,8
3° trim.	319,5	6,6	10,7	39,5	30,0	20,0	14,8	6,1	30,9	31,4	13,7	51,0	26,6	14,0	24,3
4° trim.	329,2	6,6	11,1	39,6	30,9	20,5	15,3	6,7	31,0	32,5	13,9	53,1	26,6	15,0	26,4
2006 1° trim.	336,3	6,7	11,3	40,8	32,2	23,8	15,1	6,7	31,8	33,4	13,9	51,3	26,9	15,7	26,8
2° trim.	344,3	6,7	11,4	43,1	34,2	24,9	15,4	7,5	31,8	34,6	14,0	53,3	27,1	15,9	24,5
3° trim.	355,2	7,0	12,2	41,6	36,2	24,1	15,9	7,2	32,0	35,6	14,1	55,5	27,6	16,5	29,8
2006 mag.	115,0	2,3	3,9	14,6	11,4	8,6	5,1	2,5	10,5	11,4	4,7	18,0	9,2	5,3	7,7
giu.	115,3	2,2	3,9	14,0	11,6	8,5	5,3	2,5	10,8	11,9	4,9	17,4	9,0	5,4	8,0
lug.	117,2	2,5	4,1	14,0	11,9	7,7	5,3	2,3	10,7	11,7	4,6	18,4	8,9	5,6	9,6
ago.	120,0	2,2	4,0	14,2	12,0	8,8	5,3	2,4	10,7	11,7	4,8	18,7	10,0	5,5	9,6
set.	118,0	2,3	4,1	13,4	12,4	7,7	5,3	2,4	10,6	12,2	4,6	18,4	8,6	5,4	10,7
ott.	118,7	.	.	.	.	7,4	5,1	2,3	10,7	12,6	4,6	18,3	9,1	5,7	-
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2005	100,0	2,2	3,4	12,5	9,7	6,2	4,7	2,0	9,8	9,6	4,3	15,5	7,8	4,4	7,8
<i>Saldo</i>															
2002	98,9	2,3	1,4	56,0	18,6	-15,1	12,0	3,7	58,4	-31,8	-19,6	-2,6	-8,3	4,1	19,7
2003	69,7	1,2	1,7	56,0	15,5	-18,2	12,7	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-6,3	-9,4	-2,0	17,2
2004	71,5	0,3	2,2	59,9	20,9	-21,1	13,1	8,9	59,9	-51,8	-20,7	-11,3	-8,9	-4,5	24,6
2005	16,8	2,6	2,8	50,5	26,6	-32,8	12,7	9,7	65,0	-74,7	-19,0	-24,0	-23,0	-6,6	26,9
2005 2° trim.	9,1	0,5	0,8	12,9	5,4	-7,8	2,8	2,3	15,5	-17,8	-4,1	-3,3	-5,0	-0,9	7,8
3° trim.	0,6	0,8	0,6	11,8	6,7	-8,7	3,1	2,9	16,4	-20,1	-5,1	-6,9	-7,2	-1,8	8,0
4° trim.	-5,1	0,9	0,4	12,0	8,2	-9,0	2,6	2,8	17,9	-20,8	-5,3	-10,6	-7,3	-2,7	5,9
2006 1° trim.	-3,7	0,8	0,3	11,9	8,4	-11,7	2,9	3,0	18,5	-21,0	-5,1	-7,3	-7,9	-2,4	5,7
2° trim.	-4,9	1,0	0,7	10,8	8,7	-12,0	2,9	2,3	17,7	-21,8	-5,7	-8,1	-7,9	-2,6	9,0
3° trim.	-8,1	0,7	0,6	13,3	8,9	-9,9	3,4	2,3	16,9	-22,1	-5,6	-9,7	-8,6	-3,1	4,6
2006 mag.	-1,9	0,3	0,2	3,3	2,7	-4,3	1,1	0,9	6,0	-7,2	-1,8	-3,4	-2,9	-0,9	4,2
giu.	-1,6	0,5	0,3	4,3	2,7	-4,1	0,9	0,8	5,4	-7,5	-2,1	-2,2	-2,5	-0,9	2,8
lug.	-5,7	0,1	0,2	3,8	2,8	-3,2	1,1	0,7	5,4	-7,4	-1,9	-3,5	-2,7	-1,3	0,3
ago.	-4,9	0,3	0,3	4,8	3,0	-4,1	1,1	0,8	5,7	-7,3	-2,0	-4,0	-3,8	-1,0	1,5
set.	2,4	0,3	0,2	4,7	3,2	-2,6	1,2	0,9	5,8	-7,4	-1,7	-2,2	-2,1	-0,8	2,8
ott.	1,7	.	.	.	.	-2,2	1,9	0,8	5,5	-7,8	-1,8	-2,5	-2,9	-0,9	-

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

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

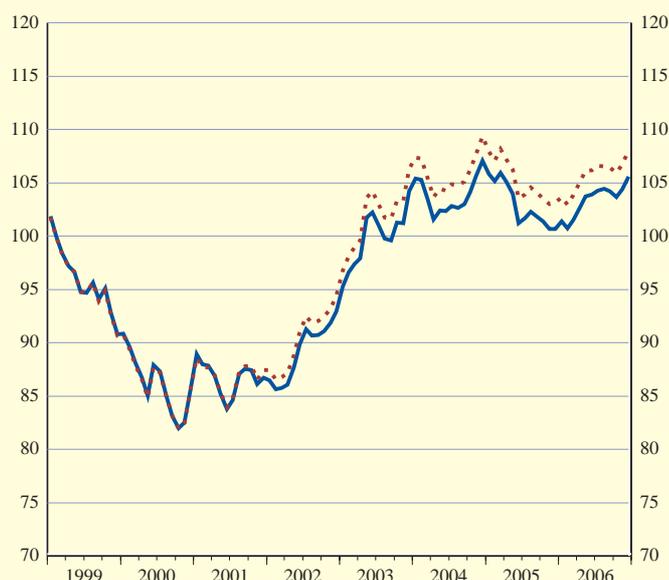
(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-23						TCE-42		
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2004	103,8	105,9	105,2	104,4	100,7	103,2	111,0	105,4	
2005	102,9	105,2	103,6	102,5	98,5	101,2	109,5	103,5	
2006	103,4	105,7	104,3	.	.	.	109,8	103,3	
2005 4° trim.	100,9	103,2	101,1	100,6	95,8	98,6	107,2	101,2	
2006 1° trim.	101,2	103,5	102,0	100,6	95,2	98,5	107,2	101,0	
2° trim.	103,5	105,8	104,3	102,7	96,5	100,3	109,9	103,5	
3° trim.	104,3	106,5	105,1	103,4	97,0	100,4	111,0	104,3	
4° trim.	104,5	106,9	105,7	.	.	.	111,1	104,3	
2005 dic.	100,7	103,1	101,0	-	-	-	106,9	101,0	
2006 gen.	101,4	103,7	101,9	-	-	-	107,5	101,3	
feb.	100,7	102,9	101,7	-	-	-	106,6	100,4	
mar.	101,5	103,9	102,5	-	-	-	107,4	101,3	
apr.	102,7	105,1	103,6	-	-	-	108,6	102,4	
mag.	103,8	106,2	104,6	-	-	-	110,3	103,9	
giu.	103,9	106,2	104,6	-	-	-	110,9	104,3	
lug.	104,3	106,6	105,2	-	-	-	111,0	104,5	
ago.	104,4	106,6	105,2	-	-	-	111,1	104,3	
set.	104,2	106,4	104,9	-	-	-	110,9	104,1	
ott.	103,7	105,9	104,9	-	-	-	110,2	103,5	
nov.	104,4	106,7	105,4	-	-	-	110,9	104,2	
dic.	105,6	108,0	106,6	-	-	-	112,1	105,2	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2006 dic.	1,2	1,2	1,1	-	-	-	1,0	1,0	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2006 dic.	4,8	4,7	5,6	-	-	-	4,9	4,2	

F35 Tassi di cambio effettivi

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

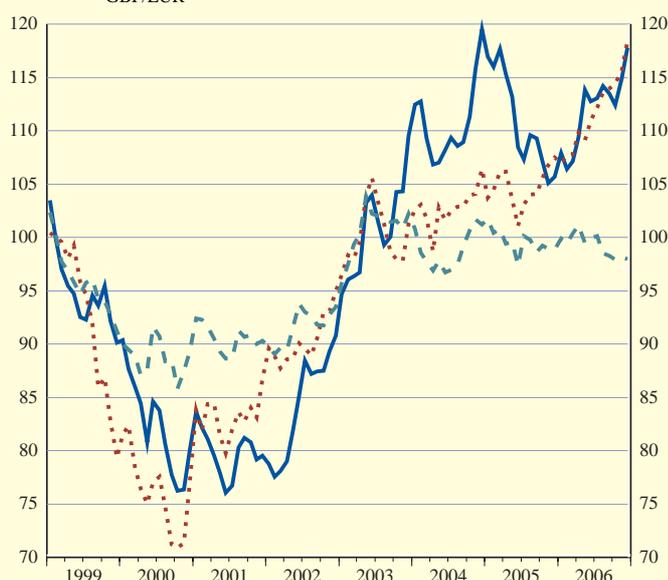
— TCE-23 nominale
 TCE-23 reale IPC



F36 Tassi di cambio bilaterali

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

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2006 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
4° trim.	7,4557	9,1350	0,67314	1,2887	151,72	1,5928	1.209,29	10,0269	2,0091	1,4669	8,2712	1,6740
2006 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
dic.	7,4549	9,0377	0,67286	1,3213	154,82	1,5969	1.222,34	10,2704	2,0354	1,5212	8,1575	1,6814
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2006 dic.	0,0	-0,7	-0,2	2,6	2,5	0,3	1,4	2,5	1,5	3,9	-1,1	0,8
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2006 dic.	0,0	-4,2	-0,9	11,4	10,1	3,2	0,8	11,7	2,5	10,4	2,3	5,2
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno ¹⁾
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
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	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	239,60	37,234	1,9558	3,5258
2006 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
4° trim.	28,044	15,6466	0,57748	0,6969	3,4528	260,25	0,4293	3,8478	239,63	35,929	1,9558	3,4791
2006 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
dic.	27,778	15,6466	0,57811	0,6976	3,4528	253,97	0,4293	3,8125	239,66	34,967	1,9558	3,4137
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2006 dic.	-0,9	0,0	0,1	0,1	0,0	-1,9	0,0	-0,3	0,0	-2,6	0,0	-2,3
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2006 dic.	-4,1	0,0	0,8	0,1	0,0	0,5	0,0	-1,0	0,1	-7,7	0,0	-6,7
	Yuan renminbi cinese ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandese	Rupia indonesiana ²⁾	Ringgit malese ²⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino ²⁾	Rublo russo ²⁾	Rand sud africano	Bath thailandese ²⁾	Nuova lira turca ³⁾	
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	
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	10,0096	7,3247	87,76	11.512,37	4,6044	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	1,8090	
2006 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	
4° trim.	10,1339	7,3657	88,94	11.771,01	4,6734	1,9143	64,108	34,2713	9,4458	47,109	1,8781	
2006 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	
dic.	10,3356	7,3564	91,59	12.003,18	4,6909	1,9094	65,274	34,7316	9,3092	47,224	1,8920	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2006 dic.	2,0	0,1	2,6	2,0	0,0	-0,9	1,7	1,4	-0,6	0,4	0,7	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2006 dic.	7,9	-0,4	21,5	2,8	4,7	11,8	2,9	1,7	23,4	-3,1	18,0	

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

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Romania	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
IACP														
2005	5,0	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	9,1	2,8	0,8	2,1
2006	.	2,1	1,9	4,4	2,2	.	3,8	.	.	.	.	.	.	.
2006 2° trim.	8,3	2,5	2,0	4,5	2,6	6,5	3,6	2,7	3,4	1,4	7,2	4,6	1,9	2,2
3° trim.	6,7	2,4	1,8	4,4	2,6	6,6	4,0	4,6	3,2	1,5	5,9	4,8	1,5	2,4
4° trim.	.	1,1	1,6	4,5	1,5	.	4,2	.	.	.	.	.	.	.
2006 ago.	6,8	2,6	1,9	5,0	2,7	6,8	4,3	4,7	3,0	1,7	6,1	5,0	1,6	2,5
set.	5,6	2,2	1,5	3,8	2,2	5,9	3,3	5,9	3,1	1,4	5,5	4,5	1,2	2,4
ott.	5,7	0,8	1,4	3,8	1,7	5,6	3,7	6,3	1,7	1,1	4,8	3,1	1,2	2,4
nov.	6,1	1,0	1,8	4,7	1,3	6,3	4,4	6,4	0,9	1,3	4,7	3,7	1,5	2,7
dic.	.	1,5	1,7	5,1	1,5	.	4,5	.	.	.	.	.	.	.
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL														
2003	0,3	-6,6	1,1	2,0	-6,3	-1,2	-1,3	-7,2	-10,0	-4,7	-1,5	-3,7	0,1	-3,3
2004	2,7	-2,9	2,7	2,3	-4,1	-0,9	-1,5	-6,5	-5,0	-3,9	-1,5	-3,0	1,8	-3,2
2005	2,4	-3,6	4,9	2,3	-2,3	0,1	-0,5	-7,8	-3,2	-2,5	-1,5	-3,1	3,0	-3,3
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL														
2003	46,0	30,1	44,4	5,7	69,1	14,4	21,2	58,0	70,2	43,9	21,5	42,7	51,8	38,9
2004	38,4	30,7	42,6	5,2	70,3	14,5	19,4	59,4	74,9	41,8	18,8	41,6	50,5	40,4
2005	29,8	30,4	35,9	4,5	69,2	12,1	18,7	61,7	74,2	42,0	15,9	34,5	50,4	42,4
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo														
2006 giu.	.	4,05	4,03	-	4,03	4,14	4,34	7,26	4,27	5,55	.	4,66	3,93	4,50
lug.	.	4,04	4,06	-	4,21	4,32	4,28	7,55	4,31	5,56	.	5,42	3,96	4,49
ago.	.	3,85	3,93	-	4,28	4,36	4,28	7,49	4,34	5,62	.	5,13	3,84	4,49
set.	.	3,90	3,79	-	4,28	4,38	4,28	7,58	4,34	5,48	.	4,79	3,70	4,44
ott.	.	3,89	3,88	-	4,26	4,55	4,28	7,47	4,34	5,40	.	4,42	3,73	4,51
nov.	.	3,78	3,78	-	4,26	4,95	4,28	7,01	4,34	5,20	.	4,25	3,62	4,45
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo														
2006 giu.	.	2,16	3,08	3,06	3,19	4,16	3,00	-	3,45	4,17	.	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	.	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	.	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	.	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	.	5,02	2,96	5,13
nov.	.	2,64	3,72	3,66	3,80	4,36	3,61	-	3,90	4,20	.	4,94	3,08	5,23
PIL a prezzi costanti														
2004	5,6	4,2	1,9	8,1	4,1	8,6	7,3	4,9	0,0	5,2	8,4	5,4	4,1	3,1
2005	5,5	6,1	3,0	10,5	3,8	10,2	7,6	4,2	2,2	3,4	4,1	6,0	2,9	1,8
2006 1° trim.	5,6	6,4	3,5	11,7	3,6	13,1	8,1	4,4	-1,8	4,8	6,9	6,7	4,4	2,4
2° trim.	6,6	6,0	3,9	11,8	4,1	11,1	8,5	4,1	5,5	5,4	7,8	6,7	5,0	2,7
3° trim.	6,7	5,8	3,8	11,0	3,6	11,8	7,1	4,2	.	5,6	8,3	9,8	4,7	2,9
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL														
2004	-5,8	-6,5	2,4	-11,7	-4,1	-11,9	-6,4	-8,1	-6,6	-3,8	-7,5	-3,3	6,9	-1,5
2005	-11,3	-1,9	3,9	-9,5	-5,1	-11,4	-5,9	-5,9	-6,4	-1,4	-7,9	-8,6	6,3	-2,1
2005 4° trim.	-20,2	-2,4	3,5	-7,9	-23,7	-14,3	-6,0	-4,5	-15,9	-1,7	-8,0	-14,9	5,7	-2,1
2006 1° trim.	-22,1	0,7	0,7	-11,3	-12,1	-13,0	-9,6	-7,9	-11,7	-1,6	-8,9	-6,4	5,7	-2,8
2° trim.	-12,2	-6,5	2,6	-10,6	-4,0	-16,5	-9,0	-6,2	-7,4	-1,5	-14,3	-9,5	6,0	-3,0
Costo del lavoro per unità di prodotto														
2004	5,9	1,8	1,0	4,4	1,6	6,6	3,0	5,6	1,1	-2,0	.	3,2	-1,0	2,0
2005	.	-0,5	1,2	2,7	-0,1	5,8	3,7	.	-0,1	-0,7	.	0,5	0,6	.
2006 1° trim.	-	0,6	1,4	3,7	-	-	3,6	-	0,3	-	-	1,9	-2,3	.
2° trim.	-	.	1,2	5,1	-	-	3,5	-	-0,1	-	-	3,7	-0,2	.
3° trim.	-	.	1,3	5,6	-	-	14,9	-	.	-	-	0,5	0,2	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,2	7,2	7,3	17,7	8,0	16,3	7,8	4,8
2006	.	7,2	.	.	4,9	.	5,9	7,5	.	.	.	.	.	.
2006 2° trim.	9,1	7,3	4,2	6,0	4,9	7,1	5,9	7,3	7,6	14,4	7,8	13,6	.	5,4
3° trim.	9,2	7,1	3,6	5,7	4,9	6,7	6,0	7,6	7,5	14,1	7,7	13,0	.	5,4
4° trim.	.	6,8	.	.	4,7	.	5,7	7,7	.	.	.	.	.	.
2006 ago.	9,2	7,1	3,7	5,7	4,9	6,7	6,0	7,6	7,5	14,1	7,7	13,0	.	5,4
set.	9,0	7,1	3,5	5,5	4,7	6,5	6,2	7,6	7,5	13,9	7,6	12,8	.	5,5
ott.	8,0	6,9	3,3	4,8	4,8	6,3	5,8	7,6	7,4	13,8	.	12,6	.	.
nov.	8,0	6,8	3,3	4,5	4,7	6,2	5,6	7,7	7,4	13,6	.	12,3	.	.
dic.	.	6,7	.	.	4,7	.	5,7	7,7	.	.	.	.	.	.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone

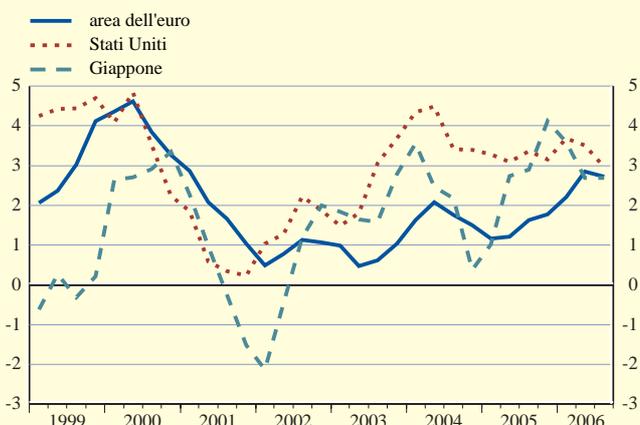
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2003	2,3	0,8	2,5	1,3	6,0	7,0	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	0,1	3,9	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	0,5	3,2	4,0	5,1	4,3	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	.	.	.	.	4,6	.	5,19	4,79	1,2556	.	.
2005 4° trim.	3,7	-0,9	3,1	4,6	5,0	4,0	4,34	4,48	1,1884	-3,4	49,2
2006 1° trim.	3,6	2,1	3,7	4,9	4,7	4,7	4,76	4,57	1,2023	-2,3	49,8
2° trim.	4,0	-0,2	3,5	5,5	4,6	4,8	5,21	5,07	1,2582	-2,0	48,6
3° trim.	3,3	-2,0	3,0	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	.	.
4° trim.	.	.	.	.	4,5	.	5,37	4,63	1,2887	.	.
2006 ago.	3,8	-	-	5,9	4,7	4,6	5,42	4,88	1,2811	-	-
set.	2,1	-	-	6,8	4,6	4,4	5,38	4,72	1,2727	-	-
ott.	1,3	-	-	4,5	4,4	4,8	5,37	4,73	1,2611	-	-
nov.	2,0	-	-	3,7	4,5	5,1	5,37	4,60	1,2881	-	-
dic.	.	-	-	.	4,5	.	5,36	4,57	1,3213	-	-
Giappone											
2003	-0,2	-3,8	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	-0,5	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	.	.
2006	.	.	.	.	.	.	0,30	1,74	146,02	.	.
2005 4° trim.	-0,7	-2,1	2,9	3,0	4,5	1,9	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 1° trim.	-0,1	-1,6	2,7	3,2	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
2° trim.	0,2	-2,4	2,2	4,2	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
3° trim.	0,6	-2,9	1,7	5,4	4,1	0,5	0,41	1,80	148,09	.	.
4° trim.	.	.	.	.	.	.	0,49	1,70	151,72	.	.
2006 ago.	0,9	-3,6	-	5,9	4,2	0,5	0,41	1,81	148,53	-	-
set.	0,6	-2,4	-	5,2	4,2	0,6	0,42	1,68	148,99	-	-
ott.	0,4	.	-	7,4	4,1	0,6	0,44	1,76	149,65	-	-
nov.	0,3	.	-	4,8	.	0,7	0,48	1,70	151,11	-	-
dic.	.	.	-	.	.	.	0,56	1,64	154,82	-	-

F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.

2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

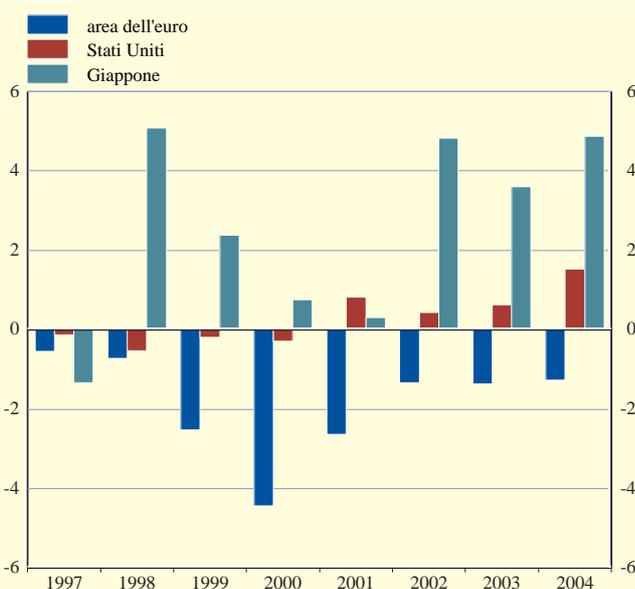
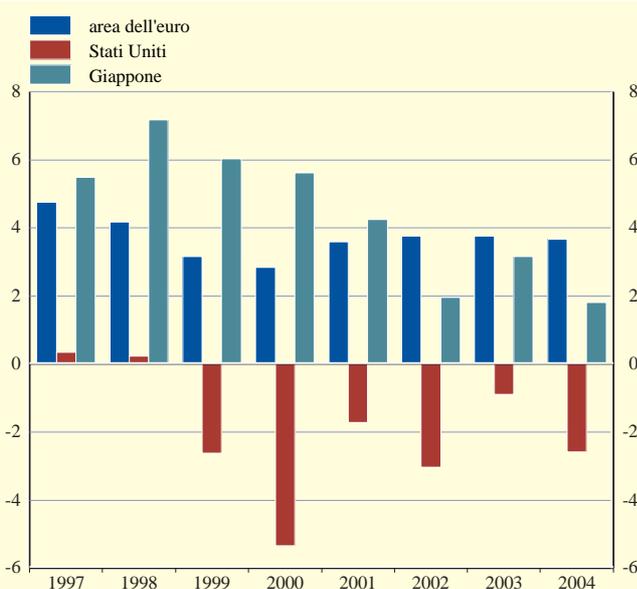
4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone
(in percentuale del PIL)

2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie ¹⁾				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Spesa in beni di investimento ²⁾	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo ³⁾	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	4,5	11,4	7,5
2003	13,3	18,5	-4,7	6,8	6,8	0,8	7,6	0,1	0,4	13,3	8,4	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	7,5	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 4° trim.	12,9	19,6	-6,1	7,2	6,8	7,5	6,7	6,4	0,8	13,6	7,7	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	5,6	10,0	8,4
2° trim.	12,7	19,5	-6,1	6,9	7,0	3,4	7,9	3,1	-0,4	14,0	4,3	9,4	10,4
3° trim.	13,2	19,5	-5,7	6,8	7,0	3,3	8,5	1,8	-1,2	13,9	5,4	10,0	10,3
4° trim.	12,7	20,2	-6,8	7,3	7,1	2,7	7,9	2,0	-1,2	13,6	3,4	9,1	9,7
2006 1° trim.	14,5	20,3	-6,3	7,5	7,2	3,1	8,4	1,9	-0,8	13,6	5,2	9,1	9,3
2° trim.	13,6	20,2	-6,4	7,6	7,3	3,2	8,1	2,4	-1,4	13,3	1,5	8,2	8,3
3° trim.	13,5	20,1	-6,6	7,7	7,4	3,8	8,3	2,6	-1,4	12,9	1,9	8,3	6,6
Giappone													
2002	25,2	23,2	2,8	12,8	13,2	-1,7	16,0	-7,5	-0,9	4,8	-0,2	7,7	-2,1
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	25,4	22,8	3,6	13,2	13,5	4,2	17,6	-0,5	1,0	4,7	3,1	6,5	-1,0
2005	.	23,3	.	.	.	4,4	.	-7,4	-5,0	.	2,9	.	0,8
2004 4° trim.	26,5	21,7	3,1	.	.	11,9	.	14,2	2,6	.	9,9	.	-0,6
2005 1° trim.	32,1	25,9	3,7	.	.	10,5	.	-3,5	-1,7	.	-12,3	.	3,0
2° trim.	.	24,2	.	.	.	-15,6	.	-14,0	2,3	.	9,1	.	-6,4
3° trim.	.	23,6	.	.	.	6,3	.	6,2	0,8	.	-2,4	.	2,8
4° trim.	.	24,2	.	.	.	16,2	.	-17,3	-20,1	.	15,9	.	3,7
2006 1° trim.	.	23,8	.	.	.	12,2	.	-2,6	-2,4	.	-5,6	.	5,6
2° trim.	.	23,4	.	.	.	-19,7	.	-16,6	1,3	.	9,5	.	-9,1
3° trim.	.	24,3	.	.	.	12,1	.	6,3	0,2	.	-1,3	.	2,9

F39 Saldo finanziario delle società non finanziarie
(in percentuale del PIL)

F40 Saldo finanziario delle famiglie¹⁾
(in percentuale del PIL)


Fonti: BCE, Federal Reserve Board, Banca del Giappone ed Economic and Social Research Institute.

1) Comprende le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

2) Investimenti fissi lordi in Giappone. La spesa in beni di investimento negli Stati Uniti comprende gli acquisti di beni di consumo durevoli.

3) Al risparmio lordo negli Stati Uniti si aggiunge la spesa per i beni di consumo durevoli.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F14	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S30
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S32
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S33
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S34
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S35
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S36
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S38
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S38
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S39
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S39
F25	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	S40
F26	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	S40
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S41
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S54
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S54
F30	Saldi di conto corrente	S55
F31	Investimenti diretti e di portafoglio	S55
F32	Conto dei beni	S56
F33	Conto dei servizi	S56
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S60
F35	Tassi di cambio effettivi	S67
F36	Tassi di cambio bilaterali	S67
F37	PIL a prezzi costanti	S70
F38	Indici dei prezzi al consumo	S70
F39	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S71
F40	Saldo finanziario delle famiglie	S71



NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t , cioè a_t , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

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

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

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

RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Definendo come T_t le transazioni nel trimestre t e come L_t le consistenze al termine del trimestre t , il tasso di crescita per il trimestre t viene calcolato come:

$$(j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina

nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

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

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

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

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLA TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. I dati sui crediti del conto dei beni sono preliminarmente sottoposti anche alla correzione per tener conto degli effetti della Pasqua. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Data services" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). I servizi disponibili all'interno della sezione "Statistics on-line" comprendono una interfaccia per il browser con strumenti di ricerca, l'abbonamento a diverse banche dati nonché la possibilità di scaricare file compressi in formato CSV (comma separated value). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.int.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 10 gennaio 2007.

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 13 (area dell'euro, Slovenia inclusa) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001 e per il 2007, calcolate rispettivamente su basi nel 2000 e nel 2006, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dovuto all'ingresso, nell'ordine, della Grecia e della Slovenia nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovenia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.int/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

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 monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: 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 comples-

so 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 armonizza-

ti 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 monetarie¹⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10²⁾.

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,

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

CONTI 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 società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria. Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile 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 termine³⁾. 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 2001⁴⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabbrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I 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 lavoro⁵⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003⁶⁾. 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.

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.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000⁷⁾, 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 2002⁸⁾ sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle Banche Centrali Nazionali.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)⁹⁾ e con la documentazione dell'Eurostat. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (novembre 2005) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmf.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/ Commissione (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics*

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.

(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.

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 5 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Al momento non è possibile, invece, ottenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area. Nelle tavole 6 e 7 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p.: le transazioni di b.d.p. che

riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati dalle statistiche bancarie e monetarie (colonna 12); per questi ultimi dati un segno positivo indica un incremento di attività o un decremento di passività. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e 6), le transazioni di b.d.p. includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta una scomposizione geografica della b.d.p. (tavole da 1 a 4) e della posizione patrimoniale verso l'estero (Tavola 5) dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione fra Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro e aree o paesi esterni all'Unione Europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le tavole da 1 a 4 contengono le transazioni cumulate di b.d.p. negli ultimi quattro trimestri; la tavola 5 presenta una scomposizione geografica della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine dell'anno scorso. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.4 sono redatte sulla base delle posizioni nei confronti dei non residenti nell'area, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio. La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella sezione 7.5, insieme ai corrispondenti dati per la BCE. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua

la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione geografica (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina continentale non comprende Hong Kong.

Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.3). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di part-

ner commerciali del TCE-23 è composto dai 13 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-23, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Bulgaria, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Romania, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, nel

numero di settembre 2004 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾



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 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.

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

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2004, 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, le pagine 229-230 del Rapporto Annuale 2003 della BCE e le pagine 227-228 del Rapporto Annuale 2004 della BCE.

di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

6 APRILE E 4 MAGGIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

8 GIUGNO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

6 LUGLIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

3 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti

base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

31 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

5 OTTOBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'11 ottobre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dall'11 ottobre 2006.

2 NOVEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

7 DICEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle opera-

zioni 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.

11 GENNAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.



DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2006



Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2006. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra ottobre e dicembre 2006. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica info@ecb.int.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2005, aprile 2006.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza maggio 2006.

Rapporto sulla convergenza dicembre 2006.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

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.

L'ampliamento dell'economia dell'UE e dell'area dell'euro, gennaio 2007.

Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro nell'area dell'euro nell'ultimo decennio, gennaio 2007.

L'espansione economica cinese nella giusta prospettiva, gennaio 2007.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 1 *The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments*, di K. M. Löber, febbraio 2006.
- 2 *The application of multilingualism in the European Union context*, di P. Athanasiou, marzo 2006.
- 3 *National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview*, di J. Garcia-Andrade e P. Athanassiou, ottobre 2006.

OCCASIONAL PAPERS SERIES

- 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

- 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.
- 699 *The behaviour of producer prices: some evidence from the French PPI micro-data*, di E. Gautier, dicembre 2006.
- 700 *Forecasting using a large number of predictors: is Bayesian regression a valid alternative to principal components?*, di C. De Mol, D. Giannone e L. Reichlin, dicembre 2006.
- 701 *Is there a single frontier in a single European banking market?*, di J. W. B. Bos e H. Schmiedel, dicembre 2006.
- 702 *Comparing financial systems: a structural analysis*, di S. Champonnois, dicembre 2006.
- 703 *Co-movements in volatility in the euro money market*, di N. Cassola e C. Morana, dicembre 2006.
- 704 *Are money and consumption additively separable in the euro area? A non-parametric approach*, di B. E. Jones e L. Stracca, dicembre 2006.
- 705 *What does a technology shock do? A VAR analysis with model-based sign restrictions*, di L. Dedola e S. Neri, dicembre 2006.
- 706 *What drives investors' behaviour in different FX market segments? A VAR-based return decomposition analysis*, di O. Castrén, C. Osbat e M. Sydow, dicembre 2006.

ALTRE PUBBLICAZIONI

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).

Financial Stability Review, dicembre 2006.

The European Central Bank - History, role and functions, seconda edizione rivista, dicembre 2006.

Assessment of accounting standards from a financial stability perspective, dicembre 2006 (solo online).

Research Bulletin No. 5, dicembre 2006.

Extension of the transmission period laid down in the ECB Banknote Recycling Framework for six euro area countries, dicembre 2006.

Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries - addendum incorporating 2005 data (Blue Book), dicembre 2006.

Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem Credit Assessment Framework, dicembre 2006 (solo online).

Correspondent central banking model (CCBM) - procedure for Eurosystem counterparties, dicembre 2006 (solo online).

OPUSCOLI INFORMATIVI

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).

Altri investimenti [*other investment*]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [*euro area*]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [*write-off*]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecoverabile.

Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conto capitale [capital account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [current account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conto finanziario [financial account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva fra residenti e non residenti.

Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli 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, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]: i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei più ampi conti finanziari annuali.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]: il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Deflazione [deflation]: calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

Eurosistema [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]: fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi BCE.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inflazione [*inflation*]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro (“investimenti diretti all'estero”) e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (“investimenti diretti nell'area dell'euro”).

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio che ci compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (*exchange rate mechanism II*)]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM BCE.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere da una BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight a fronte di attività idonee.

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (p.p.p.)*]: tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [gross domestic product (GDP)]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [labour productivity]: la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [industrial production]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit-debt adjustment (general government)]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche BCE.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt-to-GDP ratio (general government)]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit ratio (general government)]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato [compensation per employee]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati.

Riserva obbligatoria [reserve requirement]: ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

Riserve ufficiali [international reserves]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

Stabilità dei prezzi [price stability]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore

al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Svalutazione [*write-down*]: correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-24 (comprendente i 14 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e i 10 principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-44 (composto dal TCE-24 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati 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.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.