



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

BOLLETTINO MENSILE LUGLIO

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

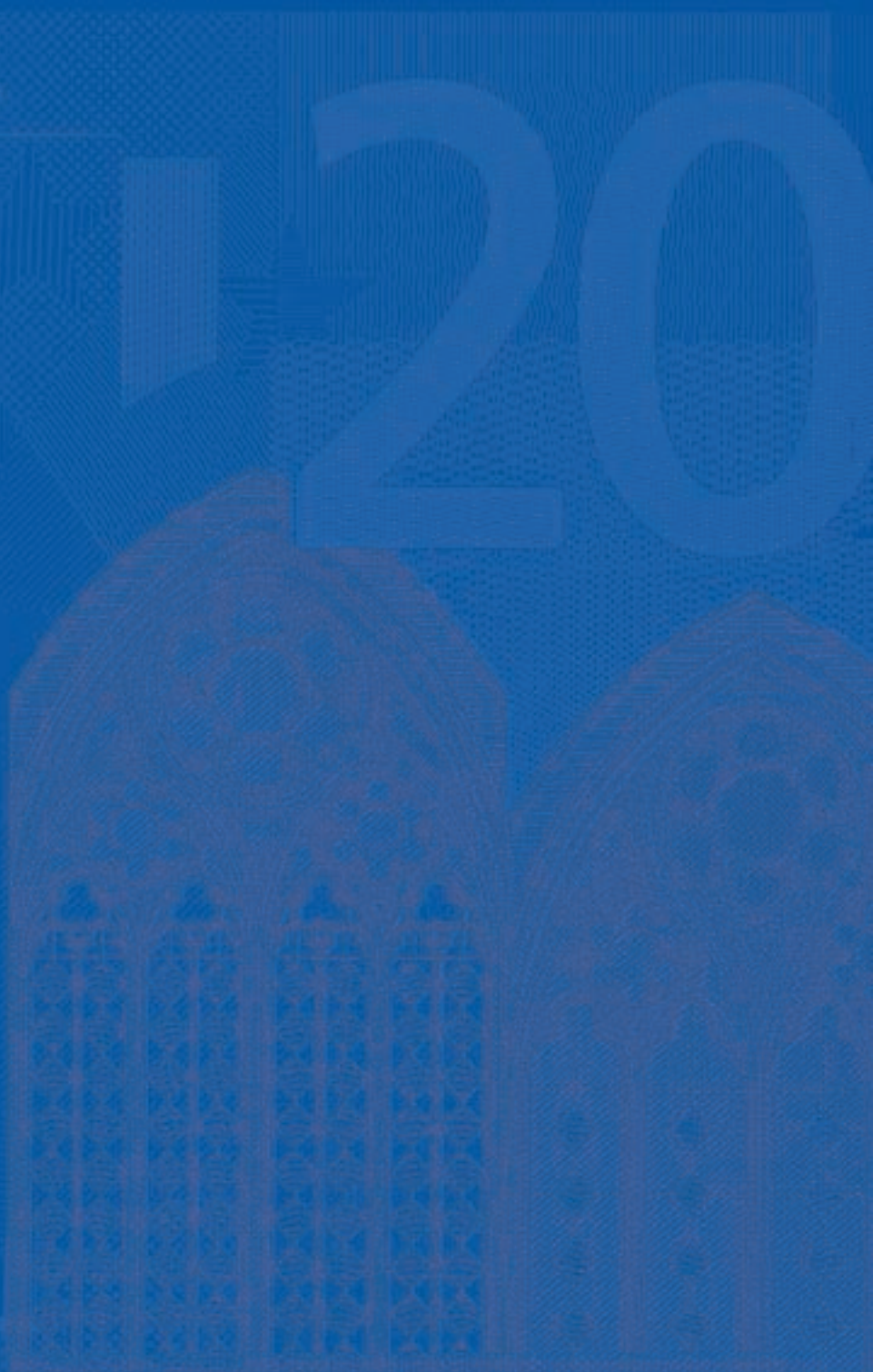
08 | 2007

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



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



BOLLETTINO MENSILE LUGLIO 2007

© 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 4 luglio 2007.*

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

*Stampato nel mese di luglio 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 35

La produzione, la domanda
e il mercato del lavoro 41

I tassi di cambio
e la bilancia dei pagamenti 46

Riquadri:

1 Evoluzione delle attività
e delle passività lorde delle IFM 18

2 Andamenti recenti nella trasmissione
dei tassi di interesse bancari
al dettaglio nell'area dell'euro 29

3 I saldi di conto corrente nei paesi
dell'area dell'euro in una prospettiva
di risparmio e investimento 50

ARTICOLI

L'interpretazione degli andamenti
monetari dalla metà del 2004 55

Caratteristiche strutturali salienti,
andamenti economici e reimpiego
dei proventi petroliferi nei paesi
esportatori di petrolio 81

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO SI

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica
monetaria dell'Eurosistema I

Documenti pubblicati dalla Banca
centrale europea dal 2006 V

Glossario XI

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
HWI	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1ª revisione)
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification (3ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

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

EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 5 luglio 2007, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Le informazioni rese disponibili dopo la decisione di innalzare i tassi di interesse, assunta dal Consiglio direttivo il 6 giugno, hanno ulteriormente avvalorato le motivazioni alla base di tale intervento; inoltre, hanno confermato che le prospettive di medio periodo per la stabilità dei prezzi rimangono soggette a rischi verso l'alto. Alla luce del contesto economico positivo nell'area dell'euro, la politica monetaria della BCE si connota tuttora come accomodante, considerando le condizioni di finanziamento nel complesso favorevoli, la forte espansione di moneta e credito e l'abbondante liquidità all'interno dell'area. In prospettiva, resta necessario intervenire con tempestività e fermezza per assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con attenzione tutti gli sviluppi per evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine e per far sì che le aspettative d'inflazione di medio-lungo periodo nell'area dell'euro restino saldamente ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Tale incoraggiamento costituisce un presupposto affinché la politica monetaria seguita contribuisca a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro nell'area.

Per quanto concerne innanzitutto l'analisi economica, i recenti dati e i risultati delle ultime indagini congiunturali permangono sostanzialmente positivi, confortando la valutazione secondo cui l'attività economica nell'area dell'euro ha continuato a crescere a ritmi sostenuti nel secondo trimestre del 2007, in linea con lo scenario di base assunto dal Consiglio direttivo.

Guardando al futuro, le prospettive di medio periodo per l'attività economica rimangono favorevoli. Vi sono i presupposti per il perdurare di una crescita robusta nell'area dell'euro. Quanto al contesto esterno, l'espansione dell'economia è divenuta più equilibrata tra le regioni del mondo e, pur mostrando una certa moderazione, resta vigorosa. Le condizioni esterne continua-

no, dunque, a sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. Anche la domanda interna dell'area dovrebbe mantenere uno slancio relativamente sostenuto. Gli investimenti dovrebbero rimanere dinamici, beneficiando di condizioni di finanziamento che permangono complessivamente favorevoli, utili societari che sono stati e restano elevati, ristrutturazione dei bilanci, nonché guadagni di efficienza delle imprese su un periodo prolungato. Nel contempo, i consumi sarebbero sostenuti dall'evoluzione del reddito disponibile reale, allorché la situazione nel mercato del lavoro seguita a migliorare.

I rischi per questo favorevole scenario di crescita sono sostanzialmente bilanciati a breve termine. Sul medio-lungo periodo restano nel complesso orientati verso il basso, soprattutto per effetto di fattori esterni riconducibili in particolare ai timori di un aumento delle pressioni protezionistiche, alla possibilità di ulteriori incrementi del prezzo del petrolio e alla preoccupazione circa un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri mondiali e a potenziali mutamenti delle valutazioni dei mercati finanziari.

Passando ai prezzi, come evidenzia la stima rapida dell'Eurostat, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è stato pari all'1,9 per cento a giugno, invariato rispetto ai mesi precedenti. In prospettiva, il profilo a breve termine dei tassi di inflazione continua a rispecchiare in ampia misura l'evoluzione corrente e passata dei prezzi dell'energia, poiché la variabilità di tale componente nello scorso anno induce significativi effetti base. Tenuto conto dell'attuale livello delle quotazioni del greggio e dei relativi contratti future, che mostrano un'inclinazione positiva, il tasso di inflazione sui dodici mesi dovrebbe diminuire solo lievemente nei mesi a venire, per poi tornare a registrare un sensibile incremento verso la fine dell'anno.

Nell'orizzonte di medio periodo rilevante ai fini della politica monetaria, le prospettive per la stabilità dei prezzi rimangono soggette a rischi al rialzo, connessi soprattutto a fattori interni. In particolare, con l'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro e il conti-



nuo miglioramento della situazione nei mercati del lavoro, si profilano vincoli che potrebbero indurre segnatamente una dinamica salariale più sostenuta delle attese. Inoltre, in tale contesto il potere delle imprese nel determinare i prezzi potrebbe aumentare in segmenti di mercato a bassa concorrenza. Questa evoluzione comporterebbe significativi rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. È pertanto cruciale che tutte le parti coinvolte mostrino senso di responsabilità. Gli accordi salariali, in specie, dovrebbero essere sufficientemente differenziati per tenere conto delle posizioni in termini di competitività di prezzo, del livello tuttora elevato della disoccupazione in molte economie, nonché degli andamenti della produttività per settore. Il Consiglio direttivo sottolinea l'importanza di evitare una dinamica salariale che finirebbe per generare pressioni inflazionistiche e ridurre il potere d'acquisto di tutti i cittadini dell'area dell'euro. Rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi derivano inoltre da incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette in aggiunta a quelli anticipati finora, dall'orientamento potenzialmente prociclico delle politiche di bilancio in alcuni paesi e, dal lato esterno, dalla possibilità di ulteriori inattesi rincari del petrolio.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. L'espansione monetaria di fondo resta vigorosa, in un contesto già caratterizzato da liquidità abbondante. Il protrarsi della forte crescita della moneta trova riscontro nella prosecuzione della dinamica vivace di M3, che a maggio ha registrato un tasso di incremento del 10,7 per cento sui dodici mesi, nonché nei ritmi di espansione del credito tuttora elevati. La sostenuta crescita di moneta e credito rispecchia in parte condizioni di finanziamento favorevoli e vigorosa espansione economica.

Nell'individuare e nel valutare le tendenze di fondo della crescita monetaria e creditizia, rilevanti ai fini della politica monetaria, è importante guardare oltre la variabilità di breve periodo, gli effetti delle variazioni dell'inclinazione della curva dei rendimenti e i fattori esterni di probabile carattere transitorio. In tale prospettiva vi

sono diverse indicazioni del fatto che l'aumento dei tassi di interesse a breve termine stia influenzando sulla dinamica monetaria, pur non avendo finora significativamente attenuato il vigore complessivo dell'espansione di fondo di moneta e credito. Gli incrementi dei tassi a breve termine hanno contribuito, ad esempio, a moderare l'espansione dell'aggregato monetario ristretto M1 negli ultimi trimestri. Allo stesso modo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato mostra segnali di stabilizzazione dalla metà del 2006, benché rimanga su valori a due cifre. Tale stabilizzazione sta divenendo più generalizzata e risulta evidente nell'indebitamento sia delle società non finanziarie sia delle famiglie. Nel secondo caso riflette anche una certa moderazione della dinamica dei prezzi delle abitazioni, che si mantiene nondimeno su livelli elevati nella media dell'area.

Tenuto conto della perdurante vigorosa crescita di moneta e credito, vi sono chiare indicazioni di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Dopo diversi anni di forte espansione della moneta la liquidità nell'area dell'euro permane abbondante. In tale contesto, gli andamenti monetari continuano a richiedere un'osservazione molto attenta, soprattutto alla luce della crescita dell'attività economica e della dinamica ancora vivace dei mercati immobiliari.

In sintesi, nel valutare le tendenze dei prezzi è importante guardare oltre la variabilità di breve termine dei tassi di inflazione. L'orizzonte temporale rilevante ai fini della politica monetaria è il medio periodo. Le prospettive per la stabilità dei prezzi su tale orizzonte restano soggette a rischi al rialzo, connessi soprattutto a fattori interni. Con l'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e il continuo miglioramento della situazione nei mercati del lavoro, si profilano vincoli che potrebbero indurre soprattutto una dinamica salariale e dei margini di profitto più sostenuta delle attese. Data la vigorosa espansione di moneta e credito in condizioni di liquidità già abbondante, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma la valutazione secondo cui

prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Il Consiglio direttivo seguirà pertanto con attenzione tutti gli sviluppi per evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine e per far sì che le aspettative d'inflazione di medio-lungo periodo nell'area dell'euro restino saldamente ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. In prospettiva, resta necessario intervenire con tempestività e fermezza per assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine.

Per quanto concerne le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo esprime preoccupazione riguardo alle pressioni esercitate in diversi paesi per allentare gli obiettivi di risanamento delle finanze pubbliche stabiliti in precedenza. Nell'attuale contesto economico complessivamente propizio, è indispensabile che tutti i governi rispettino le disposizioni del Patto di stabilità e crescita sul riequilibrio dei conti pubblici in periodi economici favorevoli, e che tutti i paesi interessati tengano fede agli impegni assunti alla riunione dell'Eurogruppo dello scorso 20 aprile a Berlino. Come convenuto nella capitale tedesca, traendo vantaggio dalle condizioni cicliche favorevoli la maggior parte dei paesi dell'area potrebbe raggiungere gli obiettivi di medio periodo nel 2008 o 2009, ed è necessario che tutti mirino a conseguire tali obiettivi al più tardi entro il 2010. Questi impegni devono riflettersi nei programmi di bilancio per il 2008 in modo da evitare che i governi manchino, nuovamente, di correggere i saldi dei conti pubblici in una fase economica favorevole. Nel contempo, il Consiglio direttivo accoglie con soddisfazione l'enfasi posta dal Consiglio Ecofin sulle misure intese ad accrescere la qualità e l'efficienza delle finanze pubbliche.

Per quanto attiene alle riforme strutturali, il Consiglio direttivo sostiene appieno tutti gli interventi volti a migliorare il funzionamento dei mercati finanziari, del lavoro e dei beni e ser-

vizi. Nel contesto degli Orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione, gli Stati membri dell'UE hanno rilevato che un mercato interno ben funzionante resta al centro del programma di Lisbona e che le sue quattro libertà rafforzeranno la competitività dell'Unione europea. Il completamento del mercato interno rappresenta dunque una priorità per gli Stati membri, in particolare per quanto riguarda l'ulteriore integrazione dei mercati finanziari, la realizzazione di un'effettiva concorrenza nel mercato dell'energia e l'applicazione della direttiva sui servizi. Maggiore concorrenza di mercato e minori barriere transfrontaliere rappresentano un beneficio per i consumatori, poiché inducono un abbassamento dei prezzi e un ampliamento della scelta di prodotti. Quanto alle imprese, questi fattori accrescono efficienza, dinamismo e capacità di far fronte agli shock economici e alle sfide e opportunità offerte dalla globalizzazione. Seguire il principio di "un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza" è fondamentale per promuovere l'espansione economica nel lungo periodo e la creazione di occupazione, rafforzare la tenuta dell'area dell'euro agli shock economici e agevolare il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area. Questo è stato confermato all'ultimo Consiglio europeo, in cui i capi di Stato o di governo degli Stati membri dell'UE hanno deciso di aggiungere un nuovo protocollo ai Trattati, nell'ambito della Conferenza intergovernativa. Il protocollo sottolinea che un mercato interno comprendente un sistema atto a preservare la concorrenza da distorsioni è di fatto indispensabile al buon funzionamento delle economie dell'UE.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo descrive e interpreta gli andamenti della moneta nell'area dell'euro dalla metà del 2004. Il secondo passa in rassegna le principali caratteristiche strutturali e la recente evoluzione economica nei maggiori paesi esportatori di petrolio.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'attività economica mondiale resta vivace, alimentata soprattutto da una crescita vigorosa nei mercati emergenti. Benché gli andamenti dei prezzi a livello internazionale continuino a risentire delle variazioni nelle quotazioni delle materie prime, l'inflazione al consumo è rimasta, nel complesso, relativamente stabile. I rischi per le prospettive economiche mondiali provengono dai timori di un incremento delle spinte protezionistiche e di un disordinato riassorbimento degli squilibri economici mondiali, da possibili ulteriori rincari petroliferi, nonché da possibili mutamenti nel clima di fiducia prevalente sui mercati finanziari.

1.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'attività economica mondiale rimane complessivamente vivace, alimentata soprattutto da una crescita vigorosa nei mercati emergenti. Nel primo trimestre del 2007 l'attività industriale, pur mostrando la tendenza a rallentare, ha continuato a espandersi a un ritmo relativamente sostenuto nei paesi dell'OCSE non appartenenti all'area dell'euro. Inoltre, gli indicatori recenti indicano una ripresa nei settori sia manifatturiero sia dei servizi, suggerendo un rinnovato vigore dell'economia mondiale nel secondo trimestre.

Benché gli andamenti dei prezzi a livello internazionale continuino a risentire delle variazioni dei prezzi delle materie prime, l'inflazione al consumo complessiva è rimasta relativamente stabile. In maggio nei paesi dell'OCSE essa si è stabilizzata al livello di aprile, mentre il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto su livelli relativamente moderati. I risultati delle indagini sui prezzi degli input suggeriscono, tuttavia, che le pressioni dal lato dei costi sono lievemente aumentate in giugno, di riflesso al vigore dei prezzi delle materie prime a livello internazionale.

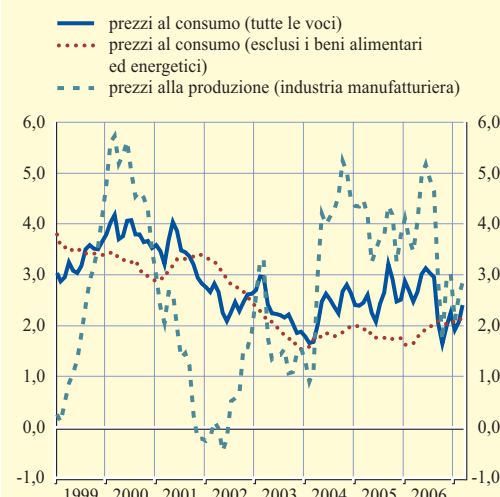
STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica ha nettamente rallentato durante il primo trimestre del 2007, mentre l'inflazione ha continuato a collocarsi su livelli piuttosto elevati. Secondo le stime definitive, la crescita del PIL in termini reali (calcolata sul periodo precedente in ragione d'anno) è scesa allo 0,7 per cento, dal 2,5 per cento del quarto trimestre del 2006. Questo marcato rallentamento del PIL in termini reali ha rispecchiato i contributi fortemente negativi delle esportazioni nette e delle scorte. Anche gli investimenti in edilizia residenziale hanno continuato a esercitare un notevole effetto frenante sulla crescita economica. L'espansione del prodotto è stata sostenuta dai consumi.

Per quanto concerne i prezzi, in maggio l'inflazione al consumo sui dodici mesi è rimasta piuttosto elevata, aumentando al 2,7 per cento soprattutto a causa dei prezzi dei prodotti energetici e alimentari. Tuttavia, le spinte inflazionistiche, misurate dal tasso di inflazione al consumo calcolato al netto

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

dei beni alimentari ed energetici, sono scese al 2,2 per cento. Un considerevole contributo alla moderazione di questo tasso è imputabile al rallentamento dei mercati degli immobili residenziali, in quanto nei mesi recenti è diminuita soprattutto l'inflazione dei fitti figurativi (*owners' equivalent rents*).

Il 28 giugno 2007 il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenere invariato al 5,25 per cento il tasso obiettivo sui *federal funds*.

GIAPPONE

In Giappone nel primo trimestre del 2007 la ripresa dell'attività economica è proseguita su ritmi costanti, mentre l'inflazione è rimasta contenuta. Stando alla seconda stima preliminare del Cabinet Office, il PIL in termini reali è aumentato sul periodo precedente a un tasso dello 0,8 per cento, in calo rispetto al trimestre precedente (1,3 per cento). La crescita del PIL ha beneficiato dell'accelerazione delle esportazioni nonché del rinnovato vigore della spesa per consumi, ma gli investimenti delle imprese hanno significativamente rallentato nel trimestre, aumentando dello 0,3 per cento dopo il 2,7 del quarto trimestre 2006.

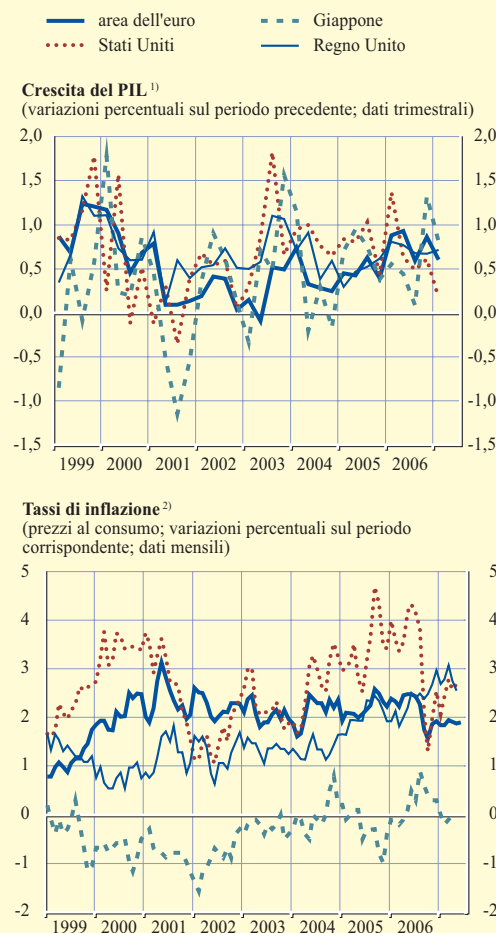
Con riferimento ai prezzi, l'inflazione è rimasta modesta. In maggio la variazione sui dodici mesi del tasso misurato sull'IPC complessivo è stata pari allo 0,0 per cento, come in aprile, mentre quello calcolato al netto degli alimentari freschi è calato sui dodici mesi (-0,1 per cento), come nel mese precedente. L'inflazione sul periodo corrispondente ha continuato a risentire dell'impatto frenante dei contributi negativi di svariate voci, in particolare dei beni durevoli nonché dell'edilizia residenziale privata e degli affitti imputati.

Nella riunione del 14 giugno 2007 la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,50 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita economica è rimasta robusta e relativamente stabile nel primo trimestre del 2007. Il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,7 per cento sul periodo precedente, tasso lievemente inferiore a quello del trimestre precedente. La crescita è stata sospinta principalmente dai consumi privati e dagli investimenti fissi lordi, mentre il contributo delle esportazioni nette è stato neutro. In maggio le vendite al dettaglio hanno indicato una vivace crescita della spesa delle fami-

Figura 2 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono destagionalizzati.

2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

glie, mentre le indagini hanno indicato un ulteriore rafforzamento delle intenzioni di investimento e una domanda estera sostenuta.

Quanto ai prezzi, in maggio il tasso di inflazione armonizzata sui dodici mesi è sceso al 2,5 per cento, dal 2,8 di aprile, per effetto principalmente dei prezzi dei servizi di pubblica utilità e dei prezzi degli alimentari. L'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e degli alimentari ha continuato a collocarsi all'1,9%.

Il 5 luglio il *Monetary Policy Committee* della Bank of England ha deciso di aumentare di 25 punti base al 5,75 per cento il tasso di riferimento principale.

ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'espansione del prodotto si è mantenuta robusta per effetto soprattutto di una domanda interna sostenuta. In maggio gli andamenti dell'inflazione sono stati diversi nei vari paesi.

In Danimarca il PIL in termini reali è aumentato dello 0,5 per cento nel primo trimestre sul periodo precedente, mentre in Svezia ha rallentato allo 0,6 per cento. In entrambi i casi l'attività economica è stata sospinta principalmente dalla domanda interna. L'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta contenuta in entrambi i paesi: in maggio il tasso di variazione sui dodici mesi è rimasto all'1,7 per cento in Danimarca, mentre in Svezia è sceso all'1,2 per cento. Il 6 giugno la Danmarks Nationalbank ha innalzato di 25 punti base al 4,0 per cento il tasso di interesse principale; mentre il 19 giugno la Sveriges Riksbank ha deciso di aumentare il proprio di 25 punti base al 3,5 per cento.

Nelle quattro economie principali dell'Europa centrale e orientale (Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Romania) l'espansione complessiva del prodotto è rimasta sostenuta nel primo trimestre, seppur continuando a ridursi lievemente in Ungheria. Nella Repubblica Ceca, in Polonia e in Romania la crescita del PIL in termini reali è stata sospinta dalla domanda interna, mentre in Ungheria principalmente dalle esportazioni nette. Quanto ai prezzi, in maggio l'inflazione armonizzata sui dodici mesi è lievemente diminuita nella Repubblica Ceca e in Ungheria, mentre è lievemente aumentata in Polonia e Romania. Continuano a sussistere differenze significative nel livello di inflazione fra i quattro paesi. Repubblica Ceca e Polonia hanno fatto registrare i tassi di inflazione più bassa (rispettivamente al 2,2 e 2,4 per cento), mentre in Romania il tasso di inflazione è stato pari al 3,7 per cento. Il tasso di inflazione più elevato si è registrato in Ungheria (8,2 per cento), di riflesso principalmente a un considerevole aumento delle imposte indirette incluso nel pacchetto di risanamento delle finanze pubbliche. Il 25 giugno la Magyar Nemzeti Bank e la Banca Națională a României hanno diminuito i tassi di riferimento principali di 25 punti base, rispettivamente al 7,75 e al 7,0 per cento. Entrambe le decisioni hanno rispecchiato un miglioramento delle prospettive di inflazione. Al contrario, il 27 giugno la Narodowy Bank Polski ha innalzato il tasso di interesse principale di 25 punti base, al 4,5 per cento, a seguito dei timori circa un graduale incremento delle pressioni inflazionistiche.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia, e in particolare in Cina e India, l'economia ha continuato a crescere a un ritmo sostenuto. Le spinte inflazionistiche sono ulteriormente aumentate in Cina ma si sono contenute in altre economie importanti della regione, fra cui Corea e India.

In particolare, in Cina l'attività economica ha continuato a essere sostenuta, con gli investimenti e l'interscambio commerciale netto che rimangono le principali determinanti della crescita in linea

con i profili recenti. In maggio la produzione industriale e gli investimenti fissi sono aumentati rispettivamente del 18,1 e del 27,5 per cento sui dodici mesi. A seguito sia di un incremento della crescita delle esportazioni sia di una moderazione della crescita delle importazioni, l'avanzo della bilancia commerciale ha continuato ad aumentare, portando l'avanzo cumulato da gennaio a maggio a 85,8 miliardi di dollari statunitensi, valore superiore dell'85 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Al vigore dell'attività economica si è accompagnata un'intensificazione delle spinte inflazionistiche. In maggio l'inflazione al consumo sui dodici mesi è aumentata al 3,4 per cento dal 3,0 di aprile, aumento riconducibile in larga misura a prezzi dei beni alimentari più elevati.

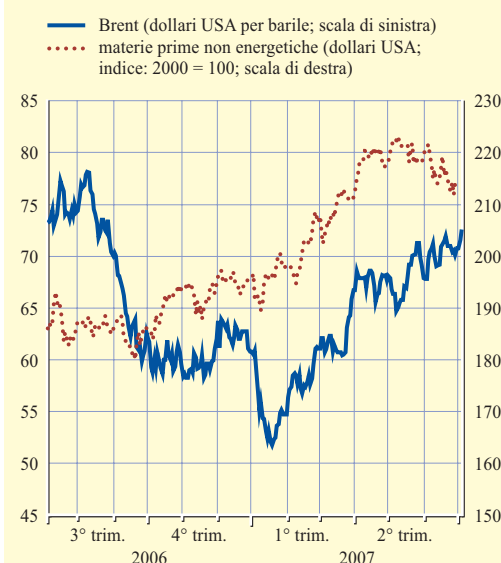
AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica è rimasta robusta, benché continui a prevalere un grado di eterogeneità nella crescita delle principali economie. In Brasile, il PIL in termini reali è cresciuto sul periodo corrispondente del 4,3 per cento nel primo trimestre, mentre in aprile la crescita della produzione industriale (sui dodici mesi) è aumentata al 6,0 per cento. In maggio l'inflazione si è collocata al 3,2 per cento. Il 6 giugno il Banco Central do Brasil ha ridotto il tasso di interesse principale di 50 punti base, al 12,0 per cento. In Argentina il PIL in termini reali è aumentato sul periodo corrispondente dell'8,0 per cento nel primo trimestre e la crescita della produzione industriale è aumentata in maggio a un tasso sui dodici mesi al 6,4 per cento. In questo stesso mese l'inflazione al consumo è rimasta elevata, all'8,8 per cento sul periodo corrispondente. In Messico la crescita della produzione industriale si è rafforzata a un tasso sui dodici mesi dell'1,6 per cento in aprile, dopo essere stata praticamente piatta nei due mesi precedenti, mentre in maggio l'inflazione sul periodo corrispondente è rimasta invariata al 4,0 per cento.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Il prezzo del greggio di qualità Brent ha continuato ad aumentare gradualmente in giugno, in un contesto di notevole volatilità, segnando una media di 70,3 dollari al barile. Dopo una certa moderazione verso la fine di giugno, agli inizi di luglio i prezzi del greggio hanno riguadagnato terreno, raggiungendo i livelli più elevati dalla scorsa estate. Il 4 luglio il Brent era quotato 72,6 dollari al barile, circa il 20 per cento in più rispetto ai livelli di inizio anno ma ancora il 7 per cento circa in meno rispetto al picco storico registrato in agosto 2006. La domanda crescente e i timori circa possibili turbative alla produzione sono stati le principali determinanti dei corsi petroliferi, causando significative oscillazioni a breve termine. I disordini in Nigeria, con la recente minaccia di uno sciopero nazionale che avrebbe interessato i sindacati del settore petrolifero, il perdurare dei vincoli di raffinazione negli Stati Uniti e l'acuirsi delle tensioni in Medio Oriente hanno contribuito agli accresciuti timori da parte del mercato di possibili interruzioni di

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

fornitura, sospingendo al rialzo i prezzi. Inoltre, nell'ultimo rapporto sui mercati petroliferi la International Energy Agency ha incrementato la stima di crescita della domanda mondiale di petrolio per il 2007, aumentando la domanda prevista di petrolio prodotto dai paesi dell'OPEC. Questi ultimi, tuttavia, non hanno pianificato nessun incremento dei livelli di produzione prima della riunione di settembre. In prospettiva, si prevede che la domanda mondiale in crescita e il basso livello di capacità inutilizzata mantengano i prezzi su livelli relativamente elevati e sensibili ai mutamenti del contesto esterno.

Dopo i forti incrementi osservati nei mesi recenti, in giugno i prezzi delle materie prime non energetiche sono lievemente diminuiti, seppur rimanendo su livelli molto elevati. Ciò è riconducibile principalmente a una flessione dei prezzi delle materie prime industriali, soprattutto metalli, controbilanciata in parte da un incremento dei prezzi dei prodotti alimentari. In termini aggregati, verso la fine di giugno l'indice dei prezzi delle materie prime non energetiche in dollari era superiore del 17 per cento circa rispetto a un anno prima.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno, e quindi per la domanda esterna di beni e servizi dell'area dell'euro, continuano a essere favorevoli. Sebbene il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito dell'OCSE in aprile abbia suggerito un'ulteriore moderazione dell'espansione economica dell'area dell'OCSE, i risultati di Stati Uniti, Canada e Regno Unito sono migliorati. Inoltre, gli ultimi dati per le principali economie non appartenenti all'OCSE indicano il protrarsi di una costante espansione in Cina, India e Brasile.

I rischi per le prospettive economiche mondiali derivano dai timori di un aumento delle spinte protezionistiche e di un disordinato riassorbimento degli squilibri economici mondiali, da possibili ulteriori rincari petroliferi, nonché da possibili mutamenti nelle valutazioni dei mercati finanziari.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In maggio l'espansione monetaria di fondo è rimasta vigorosa. Tale andamento si è rispecchiato sia nel perdurante vigore della dinamica di M3, che ha registrato un tasso di variazione sui dodici mesi pari al 10,7 per cento, sia nella sostenuta crescita del credito. È invece proseguita la moderazione della crescita di M1, a conferma dell'impatto esercitato dai rialzi dei tassi di interesse di riferimento della BCE sugli andamenti monetari negli ultimi mesi. Nel contempo, l'espansione dell'aggregato monetario ampio è stata stimolata dall'inclinazione ancora relativamente piatta della curva dei rendimenti nell'area dell'euro e dal vivo interesse per le attività finanziarie dell'area mostrato dai non residenti. In questo contesto, la vigorosa crescita di M3 va valutata con cautela. Nondimeno, data la liquidità abbondante, gli andamenti monetari di fondo segnalano rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo, soprattutto in presenza di un miglioramento dell'attività economica.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

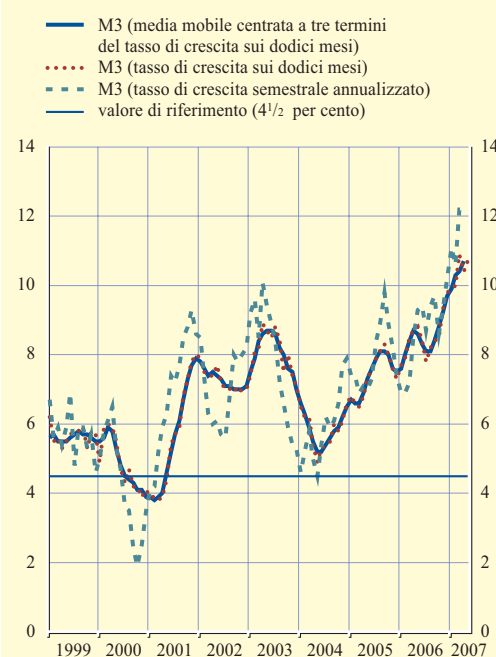
In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salito al 10,7 per cento, dal 10,4 del mese precedente. Questo andamento rispecchia il forte incremento del tasso di variazione sul mese precedente, salito in maggio all'1,0 per cento dopo un livello alquanto più modesto ad aprile (0,5 per cento) e un massimo storico in marzo (1,7 per cento); di fatto il dato elevato di maggio è analogo alla variazione media sul mese precedente registrata nel periodo dalla fine del 2006. Il recente vigore della crescita monetaria è evidenziato altresì dalla dinamica a breve termine, misurata dal tasso di variazione sui sei mesi di M3 espresso in ragione d'anno, che si è mantenuto ampiamente al di sopra di quello sui dodici mesi (cfr. figura 4).

I dati di maggio sulla moneta e sul credito confermano la valutazione, formulata lo scorso mese, secondo cui la progressiva rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria da dicembre del 2005 ha influito sugli andamenti monetari. Dal lato delle componenti, il rialzo dei tassi di interesse ha aumentato il costo opportunità di detenere depositi *overnight* frenando l'espansione di M1, la quale segna pertanto un tasso di variazione ampiamente inferiore a quello delle altre componenti principali di M3. Dal lato delle contropartite, l'impatto dei tassi di interesse più elevati è evidenziato dalla dinamica dei prestiti al settore privato dell'area dell'euro, che si è stabilizzata dall'autunno del 2006 pur continuando a registrare tassi a due cifre.

L'aumento dei tassi di interesse a breve termine ha inoltre stimolato la domanda di talune attività monetarie, in particolare dei depositi a termine a breve scadenza e degli strumenti negoziabili.

Figura 4 Crescita di M3 e valore di riferimento

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



Fonte: BCE.

Data l'inclinazione nulla della curva dei rendimenti, questi strumenti offrono attualmente una remunerazione sostanzialmente analoga a quella di attività con scadenze più lunghe non comprese in M3. Sebbene in aprile e in maggio l'inclinazione della curva dei rendimenti si sia accentuata, l'accresciuta domanda di strumenti ricompresi in M3 ma non in M1 non ha subito inversioni; è infatti probabile che gli investitori continuino a preferire le attività monetarie finché durerà la fase di correzione dei prezzi dei titoli a più lungo termine.

Adottando una prospettiva di medio-lungo periodo idonea alla valutazione delle tendenze di crescita della moneta e del credito ed esaminando la volatilità a breve termine e l'impatto dei cambiamenti della struttura dei rendimenti, si riscontra che i dati più recenti continuano a segnalare una sostenuta dinamica monetaria di fondo. Ciò implica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo, soprattutto in un contesto di liquidità abbondante e di miglioramento dell'attività economica.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il tasso di variazione sui dodici mesi di M1 è leggermente diminuito in maggio al 6,1 per cento, dal 6,3 di aprile, di riflesso a una moderazione sia del circolante che dei depositi *overnight* (cfr. tavola 1).

In maggio il tasso di crescita dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è salito al 13,7 per cento, dal 12,4 del mese precedente. L'incremento è riconducibile a un'accelerazione dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), mentre è aumentato ulteriormente il tasso di decremento dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi). I depositi a termine a breve scadenza restano relativamente interessanti poiché l'aumento della remunerazione offerta da questi strumenti si è accresciuta negli ultimi diciotto mesi, sostanzialmente in linea con l'aumento dei tassi di mercato a breve, ampliando così il differenziale di rendimento con i depositi *overnight* e i depositi a risparmio a breve.

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					
		2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 apr.	2007 mag.
M1	46,4	9,8	7,6	6,7	6,8	6,3	6,1
Banconote e monete in circolazione	7,4	11,9	11,4	11,1	10,5	10,5	9,6
Depositi <i>overnight</i>	39,1	9,5	7,0	5,9	6,1	5,5	5,4
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	38,6	8,5	9,5	11,1	11,9	12,4	13,7
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	19,7	15,3	19,7	25,2	29,5	31,2	34,8
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	18,9	3,8	2,4	1,1	-0,8	-2,0	-2,3
M2	85,0	9,2	8,4	8,6	9,0	9,0	9,4
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	15,0	5,6	6,4	11,2	16,3	19,2	18,8
M3	100,0	8,6	8,1	9,0	10,0	10,4	10,7
Credito a residenti nell'area dell'euro		9,5	9,2	8,8	7,9	7,5	8,2
Credito alle amministrazioni pubbliche		1,0	-0,9	-3,1	-4,5	-5,6	-3,1
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		0,2	-0,6	-0,4	-1,3	-1,5	-0,9
Credito al settore privato		11,8	11,9	11,9	11,0	10,7	10,9
Prestiti al settore privato		11,2	11,2	11,2	10,5	10,3	10,3
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		8,7	8,5	9,0	9,9	9,9	9,9

Fonte: BCE.

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

Più in generale, l'attuale vigore della domanda di strumenti compresi in M3, ma non in M1, rispecchia la loro attrattiva rispetto ad attività finanziarie a più lungo termine non incluse in M3. In particolare, data l'attuale curva dei rendimenti relativamente piatta nell'area dell'euro, questi strumenti offrono maggiore liquidità a un costo opportunità modesto in termini di rendimento. È peraltro possibile che il lieve aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti in aprile e maggio non abbia frenato la domanda di strumenti negoziabili compresi in M3, in quanto è improbabile che gli investitori tornino a interessarsi agli strumenti a più lungo termine non compresi in M3 finché perdura la fase di aggiustamento dei prezzi di questi ultimi.

Le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari potrebbero attualmente rivestire un particolare interesse per gli investitori istituzionali, dato che i fondi con i rendimenti più elevati risultano maggiormente remunerativi rispetto al corrispondente tasso di interesse di riferimento sul mercato monetario; inoltre il sostenuto ritmo di crescita dei titoli di debito a breve termine inclusi in M3, potrebbe essere dovuto al fatto che le emissioni sono per la maggior parte a tasso variabile e consentono quindi agli investitori di beneficiare degli aumenti dei tassi di interesse che si concretizzano prima della scadenza del titolo.

In maggio è aumentato il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine detenuti presso le IFM (i cosiddetti "depositi di M3", che rappresentano la più ampia aggregazione di componenti di M3 per la quale siano disponibili dati per settore detentore). Tale incremento è attribuibile soprattutto ai settori delle famiglie e degli altri intermediari finanziari non monetari (escluse le società di assicurazione e i fondi pensione). Il tasso di espansione dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie è invece rimasto invariato rispetto al mese precedente.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il più elevato ritmo di crescita sui dodici mesi di M3 a maggio rispecchia un'accelerazione del credito totale ai residenti dell'area dell'euro, ascrivibile principalmente alla forte domanda da parte delle IFM di titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche e dal settore privato, anziché a un incremento dell'attività di prestito. Da notare i consistenti acquisti di titoli di Stato da parte delle IFM dopo un periodo di vendite durato 13 mesi consecutivi.

Gran parte della sostenuta dinamica sui dodici mesi di M3 resta tuttavia ascrivibile all'espansione dei prestiti al settore privato. A seguito dell'aumento dei tassi di interesse, negli ultimi mesi il ritmo di crescita di questi prestiti si è stabilizzato, interrompendo la tendenza al rialzo osservata tra il 2004 e la metà del 2006. Il tasso di variazione registrato a maggio è rimasto tuttavia sostenuto, al 10,3 per cento.

La sostanziale stabilità della dinamica dei prestiti delle IFM al settore privato è il risultato di andamenti divergenti nei settori delle famiglie e delle società non finanziarie. Nel caso delle famiglie, il tasso di variazione dei prestiti è diminuito ulteriormente, al 7,4 per cento in maggio dal 7,6 di aprile (cfr. tavola 2). La graduale tendenza calante segnata dalla dinamica di indebitamento delle famiglie dalla primavera del 2006 è in linea con la moderazione sia dei prezzi delle abitazioni, sia dell'attività sul mercato immobiliare, nonché con il graduale aumento dei tassi bancari attivi. Il tasso di variazione del credito al consumo è sceso al 5,9 per cento in maggio dal 6,9 di aprile.

Nel contempo il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è salito al 12,6 per cento in maggio dal 12,2 di aprile. Il perdurare della forte domanda di prestiti da parte di queste società va considerato nell'attuale contesto di vigorosa attività economica e di condizioni di finanziamento ancora relativamente favorevoli, ma anche alla luce del fabbisogno di fondi connesso a operazioni finanziarie quali fusioni, acquisizioni e *leveraged buyout*.

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					
		2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 apr.	2007 mag.
Società non finanziarie	42,1	11,0	12,0	13,0	12,9	12,2	12,6
Fino a 1 anno	29,5	8,4	9,2	10,3	9,5	8,9	9,8
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	18,9	15,8	19,0	20,5	19,9	18,9	19,5
Oltre 5 anni	51,5	11,0	11,3	12,0	12,4	11,9	11,9
Famiglie ²⁾	48,5	9,7	9,3	8,6	8,1	7,6	7,4
Credito al consumo ³⁾	12,8	8,2	8,5	8,0	7,1	6,9	5,9
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	71,1	12,0	11,2	10,2	9,4	8,6	8,6
Altri prestiti	16,1	2,1	2,3	2,7	3,2	3,8	3,6
Società di assicurazione e fondi pensione	1,1	41,2	36,8	29,1	27,8	20,2	25,5
Altri intermediari finanziari non monetari	8,2	19,0	17,3	16,4	12,3	16,3	14,5

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.

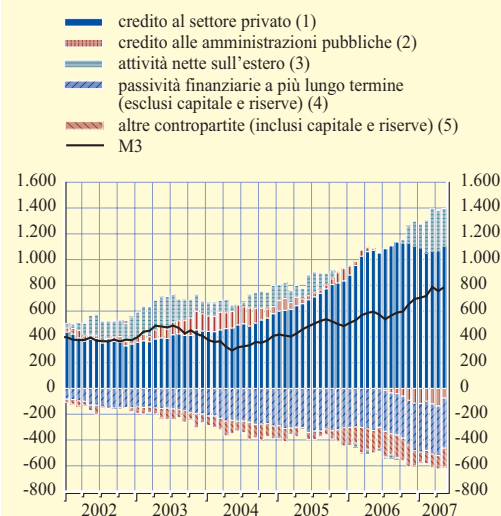
3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

Fra le altre contropartite di M3, la crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è rimasta robusta in maggio, con un tasso del 9,9 per cento invariato rispetto ad aprile. L'aumento vigoroso della domanda di depositi a più lungo termine è stato controbilanciato da una domanda lievemente più moderata di titoli di debito a più lungo termine delle IFM.

Tra la fine del 2006 e gli inizi del 2007 l'andamento della posizione netta sull'estero delle IFM aveva costituito la principale determinante del rafforzamento delle dinamiche monetarie. In marzo il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero ha totalizzato 335 miliardi di euro, un livello senza precedenti dall'avvio della Terza fase dell'UEM nel 1999. All'origine di questo andamento vi è stato il contestuale forte aumento sia delle attività che delle passività lorde (cfr. riquadro 1). Una lieve moderazione di questo consistente flusso sui dodici mesi è stata osservata in aprile e maggio, per effetto dei deflussi netti di capitale registrati in quel periodo (cfr. figura 5). Questi deflussi tuttavia non modificano l'opinione secondo cui un generale clima di fiducia favorevole agli investimenti finanziari nell'area dell'euro continui a prevalere tra gli investitori, in connessione con le prospettive economiche positive dell'area.

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.

Nel complesso, gli aumenti di tassi di interesse della BCE da dicembre del 2005 hanno influito sugli andamenti monetari, come risulta evidente sia dal contributo relativamente modesto di M1 alla crescita di M3, sia dalla stabilizzazione della crescita dei prestiti al settore privato. Al tempo stesso, le dinamiche monetarie di fondo sono rimaste vigorose, come segnalato dalla perdurante forte crescita di M3. Quest'ultima tuttavia va valutata con cautela, considerati gli andamenti nei mercati finanziari internazionali e la curva dei rendimenti ancora relativamente piatta nell'area dell'euro.

Riquadro I

EVOLUZIONE DELLE ATTIVITÀ E DELLE PASSIVITÀ LORDE DELLE IFM

I forti afflussi di capitale verso l'area dell'euro alla fine del 2006 e agli inizi del 2007 hanno innalzato molto rapidamente il flusso annuo di attività nette sull'estero del settore delle IFM, portandolo nel marzo 2007 al livello record di 335 miliardi di euro, dopo che aveva fatto registrare un lieve deflusso nel settembre 2006. Variazioni di questo tipo nella posizione netta sull'estero del settore delle IFM possono essere valutate da diversi punti di vista. Ad esempio, è possibile esaminare se gli afflussi di capitale provengano da non residenti che acquistano attività dell'area dell'euro oppure da residenti che vendono attività estere, o ancora se tali afflussi riflettano transazioni in titoli di debito, di capitale o altri tipi di investimento¹⁾. In questo riquadro vengono analizzati gli andamenti recenti delle attività nette sull'estero delle IFM dal punto di vista dell'evoluzione delle relative posizioni lorde attive e passive sull'estero.

Le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro comprendono i prestiti erogati a non residenti, i titoli (titoli di debito, azioni e altri titoli di capitale) emessi da non residenti e detenuti dalle IFM residenti, nonché alcune voci di importo minore come le valute estere e l'oro. Le passività sull'estero delle IFM comprendono invece i depositi collocati presso di esse da non residenti, così come le disponibilità di non residenti in quote di fondi del mercato monetario e in titoli di debito a breve termine delle IFM. Le attività e passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro includono altresì le variazioni riconducibili a operazioni dell'Eurosistema, che hanno avuto tuttavia un impatto relativamente limitato negli ultimi anni.

La figura A mostra che il principale contributo alla posizione lorda sull'estero delle IFM proviene tipicamente dai prestiti a non residenti dal lato dell'attivo, e dai depositi di non residenti dal lato del passivo. Queste serie spesso crescono contestualmente, poiché i prestiti ai non residenti hanno come contropartita i depositi che le IFM creano per i non residenti. Lo stesso può dirsi per un'altra forma di credito ai non residenti, ossia l'acquisto di titoli emessi da non residenti da parte delle IFM dell'area dell'euro, controbilanciato dalla creazione di depositi bancari. In entrambi i casi, a variare sono unicamente le posizioni attive e passive lorde del settore delle IFM, e non la posizione netta. Quest'ultima si modificherà qualora i non residenti utilizzino i loro depositi per acquistare attività dei settori detentori di moneta dell'area dell'euro, nel qual caso le passività sull'estero delle IFM subiranno un calo e le attività aumenteranno. Le attività nette sull'estero cresceranno anche nel caso in cui il settore delle IFM acquisti titoli esteri dal settore detentore di moneta dell'area dell'euro, piuttosto che da non residenti, dal momento che ciò produrrebbe un aumento delle attività sull'estero ma lascerebbe invariate le passività.

1) Cfr. ad esempio il riquadro "Gli andamenti recenti delle attività nette sull'estero delle IFM" contenuto nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino e l'articolo "L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà 2004" nel presente Bollettino.

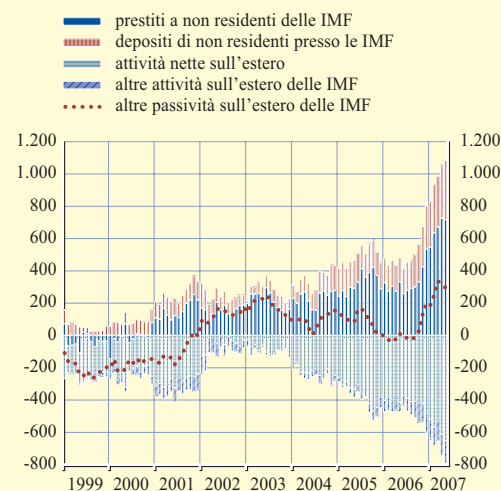
Al riguardo, l'andamento congiunto delle attività e delle passività lorde e nette sull'estero evidenziato nella figura A mette in luce diversi episodi nel periodo a partire dal 1999. Durante il *boom* della nuova economia degli ultimi anni novanta i forti deflussi di capitale dall'area dell'euro, dovuti principalmente alle operazioni di fusione e acquisizione effettuate negli Stati Uniti da residenti dell'area dell'euro, sono stati all'origine di un flusso annuo fortemente negativo nelle attività nette sull'estero, con un picco di oltre 200 miliardi di euro a metà 1999. In termini di posizioni lorde sottostanti, tale valore record rifletteva essenzialmente flussi nelle passività sull'estero, ossia nei depositi creati dalle IFM dell'area dell'euro a nome di non residenti in contropartita dei titoli venduti da questi ultimi a residenti, mentre i flussi dal lato dell'attivo sono stati nel complesso assai contenuti. Il periodo di accresciuta incertezza a livello mondiale fra il 2001 e metà 2003 ha invece prodotto una situazione opposta: il flusso annuo delle attività nette si è ancora portato a un livello record, ma questa volta positivo, di oltre 200 miliardi di euro a metà 2003, e ciò sostanzialmente per effetto dei vigorosi flussi nelle attività sull'estero, mentre quelli riguardanti le passività sono stati complessivamente esigui.

Il forte flusso positivo annuo delle attività nette sull'estero dalla fine del 2006 si differenzia totalmente dai precedenti due episodi: esso è il frutto di forti flussi dal lato sia dell'attivo sia del passivo delle IFM dell'area dell'euro. Questa espansione simultanea del credito concesso dalle IFM ai non residenti e dei depositi collocati da non residenti presso le IFM dell'area dell'euro ha avuto inizio a metà 2004. Oltre all'attività di credito a non residenti e all'investimento in titoli esteri da parte delle IFM, altri due fattori potrebbero aver concorso all'incremento congiunto delle attività e delle passività sull'estero delle IFM. Ci sono alcuni fondi del mercato monetario che operano unicamente per conto di case madri non residenti, ottenendo e investendo fondi nel mercato di origine della casa madre. Ciò implica che la loro attività figura unicamente nelle attività e passività sull'estero del bilancio consolidato del settore delle IFM dell'area dell'euro. Inoltre, l'integrazione finanziaria europea, che ha spinto molte IFM a riorganizzare parte della gestione delle attività e passività di entità affiliate operanti al di fuori dell'area dell'euro, potrebbe anch'essa aver contribuito all'aumento in parallelo delle posizioni lorde sull'estero del settore delle IFM.

Al fine di valutare l'entità dei recenti flussi annui di credito delle IFM a non residenti è utile effettuare un raffronto con i corrispondenti flussi di credito ai residenti (settore privato e amministrazioni pubbliche). La figura B mostra che agli inizi del 2007 i due flussi annui erano approssimativamente equivalenti, pari entrambi a circa 1.000 miliardi di euro²⁾. È la prima volta nel periodo in

Figura A Attività e passività sull'estero delle IFM

(flussi annui; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

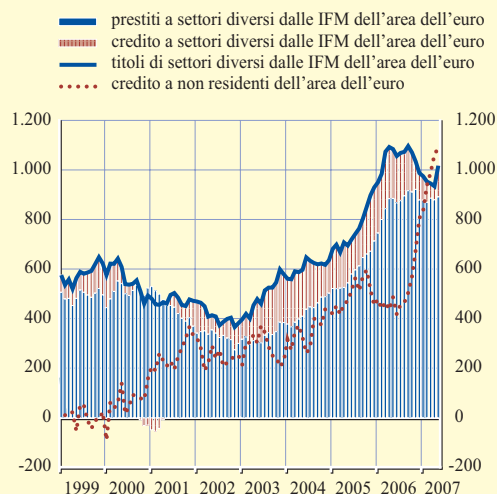
Nota: le passività delle IFM sono mostrate con il segno meno.

2) Ciò non dovrebbe far ritenere che l'attività di credito del settore delle IFM sia ugualmente ripartita fra attività interna e attività estera, poiché il credito sull'interno comprende anche i prestiti interbancari, che non figurano nel bilancio consolidato delle IFM. Il flusso annuo di prestiti interbancari nei mesi recenti ammontava a poco più di 400 miliardi di euro.

rassegna che ciò si verifica, essendo in genere il credito ai non residenti cresciuto più lentamente di quello ai settori interni. Due fattori potrebbero aver contribuito al ribilanciamento del portafoglio crediti delle IFM a partire dalla seconda metà del 2006. In primo luogo, i crescenti tassi di interesse all'interno dell'area dell'euro hanno contenuto la domanda di prestiti da parte del settore privato dell'area. In secondo luogo, le favorevoli prospettive economiche dell'area dell'euro hanno rafforzato la domanda di titoli di debito dell'area da parte di non residenti, e le IFM potrebbero aver assecondato l'investimento in questi titoli concedendo prestiti a non residenti. In tale contesto, le stesse IFM hanno ceduto importanti quantitativi di titoli di debito dell'area dell'euro a non residenti disfacciandosi di una quota considerevole dei titoli pubblici detenuti e contribuendo così a ridurre la crescita del credito delle IFM ai residenti, come mostra la figura B.

Figura B Attività di credito delle IFM a residenti e non residenti nell'area dell'euro

(flussi annui; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nel complesso, l'incremento del flusso annuo di attività nette sull'estero delle IFM ai livelli elevati osservati dalla fine del 2006 non ha precedenti dal 1999, nel senso che rispecchia aumenti vigorosi simultanei delle sottostanti posizioni attive e passive lorde. Questi aumenti comportano ovviamente la possibilità che vengano spostati rapidamente importi significativi di liquidità, provocando forse variazioni significative nell'entità e nella direzione dei flussi di attività nette. Tuttavia, in sede di valutazione delle implicazioni per l'analisi monetaria, occorre ricordare che le variazioni della posizione netta sull'estero delle IFM non producono necessariamente un impatto sull'aggregato monetario ampio M3 qualora, ad esempio, siano controbilanciate da variazioni del credito delle IFM ai residenti ovvero delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM³⁾.

3) Ad esempio, nel caso in cui una IFM dell'area dell'euro vendesse titoli di Stato dell'area a non residenti, diminuirebbero simultaneamente sia il credito delle IFM a residenti, sia le passività sull'estero. Di conseguenza, le attività nette sull'estero aumenterebbero, mentre lo stock di M3 rimarrebbe invariato.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

In aprile l'espansione dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è proseguita a un tasso vigoroso, leggermente superiore a quello del mese precedente. A tale andamento hanno contribuito tutti i settori emittenti ad eccezione delle società finanziarie non monetarie, che hanno registrato un tasso di incremento sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente. Nonostante un lieve aumento, le emissioni di azioni quotate si sono mantenute relativamente modeste.

TITOLI DI DEBITO

In aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è salito all'8,6 per cento, dall'8,4 di marzo (cfr. tavola 3). Per quanto riguarda la struttura per

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2007 apr.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 mar.	2007 apr.
Emissione di titoli di debito:	11.567	7,3	7,1	7,9	8,1	8,4	8,6
IFM	4.811	9,2	8,4	9,8	10,5	10,5	10,6
Società finanziarie non monetarie	1.254	26,1	26,1	28,3	26,6	28,4	28,2
Società non finanziarie	667	3,4	4,3	4,8	5,7	6,5	7,0
Amministrazioni pubbliche	4.835	3,0	2,8	2,8	2,4	2,6	2,9
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.526	2,5	2,3	2,4	2,1	2,4	2,6
Altre amministrazioni pubbliche	310	11,5	11,8	9,1	6,8	6,7	7,3
Emissione di azioni quotate:	6.654	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2
IFM	1.157	1,5	1,8	2,0	2,3	1,9	1,9
Società finanziarie non monetarie	672	2,2	1,5	1,1	1,0	1,4	1,5
Società non finanziarie	4.825	0,9	1,1	0,8	0,8	0,9	1,0

Fonte: BCE.

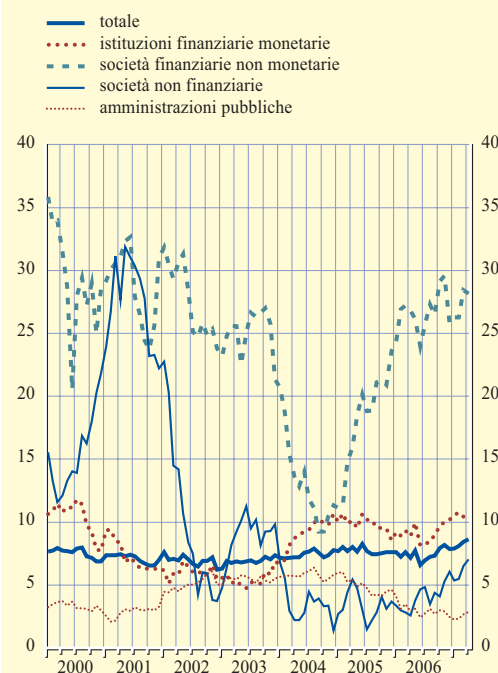
1) Per maggiori dettagli, cfr. le Note tecniche relative alle sezioni 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

scadenze, il tasso relativo alle emissioni di titoli a breve termine è aumentato significativamente, portandosi all'8,4 per cento in aprile dal 7,9 di marzo, mentre quello relativo alle emissioni di titoli a lungo termine si è mantenuto pressoché invariato, all'8,6 per cento. Con riferimento alle emissioni a lungo termine, i titoli a tasso variabile sono aumentati a un ritmo significativamente superiore rispetto a quelli a tasso fisso, con tassi di incremento pari rispettivamente al 16,6 e al 5,3 per cento. Sembrerebbe quindi che gli emittenti abbiano tratto vantaggio dalla curva dei rendimenti relativamente piatta e continuato a soddisfare la forte domanda di titoli a tasso variabile.

Il tasso di espansione dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è aumentato ulteriormente in aprile, al 7,0 per cento (cfr. figura 6), restando tuttavia su un livello inferiore rispetto ai tassi relativi alle emissioni delle IFM e delle istituzioni finanziarie non monetarie. Sebbene la crescita dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie continui ad essere più contenuta rispetto a quella dei prestiti erogati dalle IFM, la recente accelerazione potrebbe segnalare un rinnovato interesse da parte di queste società a finanziarsi sul mercato, dopo diversi anni di modesta attività di emissione. In termini di struttura per scadenze, il tasso di variazione dei titoli di debito a lungo termine è stato del 6,0 per cento in aprile, in lieve calo rispetto al 6,2 per cento di

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.

marzo, mentre il tasso relativo ai titoli a breve termine è aumentato ulteriormente.

In aprile il tasso di incremento dei titoli di debito emessi dalle IFM è aumentato lievemente, al 10,6 per cento. Ciò indica che le banche stanno continuando a raccogliere i fondi necessari a soddisfare la notevole domanda derivante dalla crescita vigorosa dei prestiti a società non finanziarie. L'espansione delle emissioni a lungo termine è proseguita in aprile, principalmente per effetto della robusta crescita dei titoli a tasso variabile, mentre il tasso di variazione dei titoli a breve termine è diminuito ulteriormente al 10,3 per cento dall'11 di marzo.

Il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle società finanziarie non monetarie è rimasto sostanzialmente invariato in aprile al 28,2 per cento, collocandosi pertanto su un livello significativamente superiore a quello degli altri settori. Gran parte dell'attività di emissione di questo settore va molto probabilmente ricondotta all'attività di cartolarizzazione delle banche e al finanziamento di fondi di *private equity*, che hanno segnato una forte espansione negli ultimi anni.

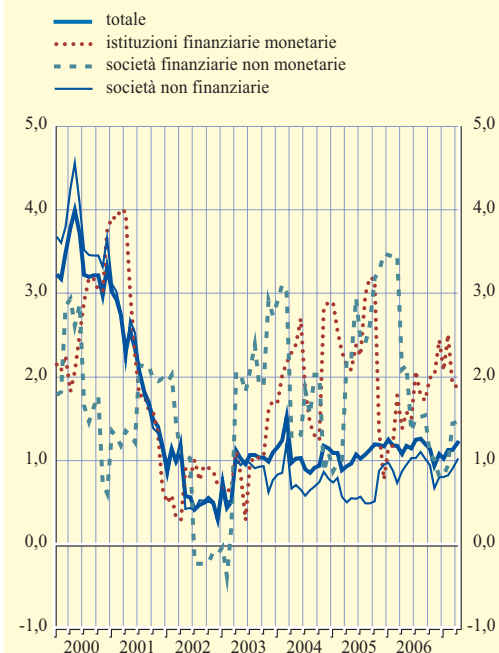
In aprile il tasso di incremento dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è salito al 2,9 per cento dal 2,6 di marzo. Le emissioni del settore delle amministrazioni centrali hanno continuato a crescere a un tasso relativamente modesto, pari al 2,6 per cento, mentre è rimasta significativamente più sostenuta la crescita dell'emissione nel settore delle altre amministrazioni pubbliche che, con un tasso pari al 7,3 per cento, si è riportata su un livello prossimo a quello di gennaio.

AZIONI QUOTATE

In aprile il tasso di espansione sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è stato pari all'1,2 per cento, in lieve aumento rispetto a marzo. I tassi relativi alle emissioni delle istituzioni finanziarie non monetarie e delle società non finanziarie si sono collocati all'1,5 e all'1,0 per cento rispettivamente (cfr. figura 7). La crescita moderata delle emissioni azionarie potrebbe essere stata dovuta anche alla sostenuta attività di riacquisto di azioni proprie, nonché alla redditività elevata delle imprese e alle numerose operazioni di privatizzazione (specie mediante *leveraged buyout*) connesse con il boom dell'attività di *private equity*. Il tasso di crescita delle azioni quotate emesse da società finanziarie non monetarie è salito all'1,5 per cento, mentre quello relativo agli investitori istituzionali come le società di assicurazione e i fondi pensione è rimasto invariato allo 0,7 per cento.

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.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Nel periodo compreso tra inizio giugno e inizio luglio i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati leggermente su tutte le scadenze con variazioni sostanzialmente analoghe. Di

conseguenza l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è rimasta essenzialmente invariata.

I tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati leggermente su tutte le scadenze fra il 1° giugno e il 4 luglio. Rispetto ai livelli degli inizi di giugno, i tassi di interesse con scadenza a uno, tre, sei e dodici mesi sono saliti rispettivamente di 7, 6, 6 e 7 punti base collocandosi il 4 luglio al 4,11, 4,18, 4,33 e 4,54 per cento. Di conseguenza, dopo un lieve appiattimento nel corso del mese, alla fine del periodo in esame l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è risultata analoga a quella di inizio giugno. Il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese è rimasto sostanzialmente invariato ai 44 punti base del 4 luglio (cfr. figura 8).

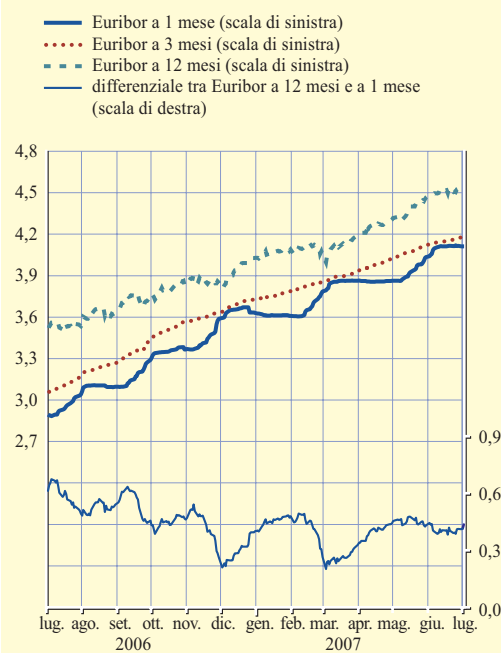
Il 4 luglio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in settembre e dicembre 2007 e marzo 2008 erano pari rispettivamente al 4,37, 4,57 e 4,68 per cento. Rispetto ai livelli di inizio giugno, ciò rappresenta un calo di 1 punto base per i contratti con scadenza in settembre e un incremento di 1 e 4 punti base per quelli con scadenza in dicembre 2007 e marzo 2008 rispettivamente.

Il 1° giugno l'Eonia si è collocato al 3,80 per cento, un livello leggermente inferiore rispetto al 3,83 per cento delle prime settimane del periodo di mantenimento delle riserve terminato il 12 giugno. Dopo un temporaneo rialzo il giorno successivo al 3,85 per cento, l'Eonia è sceso negli ultimi giorni del periodo di mantenimento in un contesto caratterizzato da abbondanti condizioni di liquidità. L'ultimo giorno del periodo la BCE ha portato a termine con successo un'operazione di regolazione puntuale per assorbire 6 miliardi di euro e ripristinare condizioni di liquidità neutrale. In tale giorno l'Eonia è sceso a un livello inferiore di 3 punti base rispetto al tasso minimo di offerta.

Il 6 giugno 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 4 per cento a partire dal 13 giugno. Il primo giorno del nuovo periodo di mantenimento delle riserve l'Eonia si è adeguato a tale nuovo livello, innalzandosi al 4,08 per cento, con un conseguente differenziale di 8 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta. Esso è poi calato leggermente nei giorni successivi al 4,06 per cento prima di risalire negli ultimi giorni di giugno per via del consueto effetto di fine semestre. Il 29 giugno, ossia l'ultimo giorno lavorativo del semestre, l'Eonia ha toccato la punta massima del 4,14 per cento, ma nei giorni successivi è sceso a livelli prossimi al tasso minimo di offerta, raggiungendo il 4,01 per cento il 4 luglio per via delle abbondanti condizioni di liquidità prevalenti (cfr. figura 9).

Figura 8 Tassi di interesse del mercato monetario

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



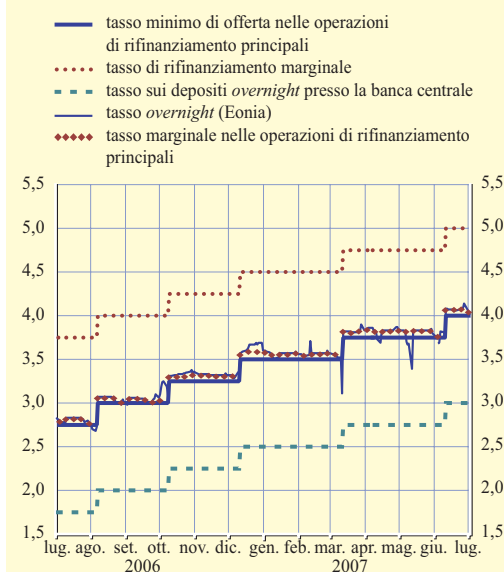
Fonti: BCE e Reuters.

Nelle prime due operazioni di rifinanziamento principali del periodo di mantenimento iniziato il 13 giugno, il tasso marginale e quello medio ponderato sono rimasti sostanzialmente stabili, rispettivamente al 4,06 e 4,07 per cento. Nell'asta settimanale condotta il 26 giugno entrambi tali tassi sono saliti di 1 punto base, rispecchiando l'effetto della fine del semestre. Essi sono poi calati rispettivamente al 4,03 e 4,05 per cento nella seguente e ultima operazione di rifinanziamento principale, in previsione del fatto che il periodo di mantenimento sarebbe terminato con condizioni di liquidità abbondanti.

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema condotta il 27 giugno il tasso marginale e quello medio ponderato si sono situati rispettivamente al 4,11 e 4,12 per cento, ossia su livelli inferiori di 5 e 4 punti base a quelli dell'Euribor a tre mesi prevalente a quella data, in linea con i recenti andamenti.

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Nel corso di giugno i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono saliti nei principali mercati obbligazionari. Sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti gli aumenti sono stati sospinti principalmente da movimenti analoghi dei rendimenti reali a lungo termine, suggerendo un miglioramento delle aspettative degli operatori di mercato riguardo alle prospettive di crescita per entrambe le economie. Per contro, le attese di inflazione e i relativi premi al rischio, riflessi nei tassi di inflazione di pareggio, sono rimasti sostanzialmente invariati nell'area dell'euro tra la fine di maggio e gli inizi di luglio.

Nel corso di giugno i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno continuato a salire nei principali mercati obbligazionari (cfr. figura 10). Agli inizi del mese i mercati obbligazionari globali hanno subito una forte ondata di vendite, partita dagli Stati Uniti. Tali turbolenze dei mercati obbligazionari si sono tuttavia rilevate di brevissima durata e possono essere considerate una temporanea accelerazione in una perdurante tendenza al rialzo dei tassi di interesse a lungo termine. Gli andamenti complessivi di giugno sono parsi rispecchiare in ampia misura la percezione degli operatori di una tenuta dell'attività economica statunitense leggermente superiore alle attese di alcune settimane prima, nonché una continuazione di un'evidente rivalutazione dei rischi dei mercati obbligazionari mondiali. Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono cresciuti complessivamente di circa 20 punti base tra la fine di maggio e il 4 luglio, collocandosi in tale data al 4,7 per cento. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno terminato il periodo in esame al 5,1 per cento circa, ossia circa 15 punti base al di sopra del valore di fine maggio. Di conseguenza, il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato decennali di Stati Uniti e area dell'euro si è ulteriormente ridotto, portandosi a circa 40 punti base il 4 luglio, un livello prossimo al minimo degli

ultimi tre anni. Anche in Giappone il rendimento del titolo decennale è cresciuto di circa 15 punti base, chiudendo il periodo all'1,9 per cento.

Le misure della volatilità implicita sono aumentate sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, a indicazione probabilmente che la recente ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali ha accresciuto l'incertezza degli operatori in merito alla severità nel breve periodo della rivalutazione in atto su scala mondiale dei rischi di tali mercati. Ciò nondimeno, la volatilità implicita dei mercati obbligazionari si è mantenuta su livelli storicamente bassi in entrambe le regioni.

Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati nel corso del periodo in rassegna, riflettendo probabilmente un miglioramento della percezione degli operatori riguardo alle prospettive di crescita dell'economia statunitense e una corrispondente rivalutazione delle aspettative circa i futuri tassi di interesse a breve termine. I rendimenti dei titoli di Stato indicizzati si sono mossi di pari passo con quelli nominali su tutte le scadenze, in linea con le revisioni al rialzo delle prospettive di crescita dell'economia statunitense. Per contro, i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in esame, pertanto il tasso di inflazione di pareggio calcolato per le obbligazioni con scadenza nel 2015 si è collocato a un livello di circa il 2,4 per cento il 4 luglio.

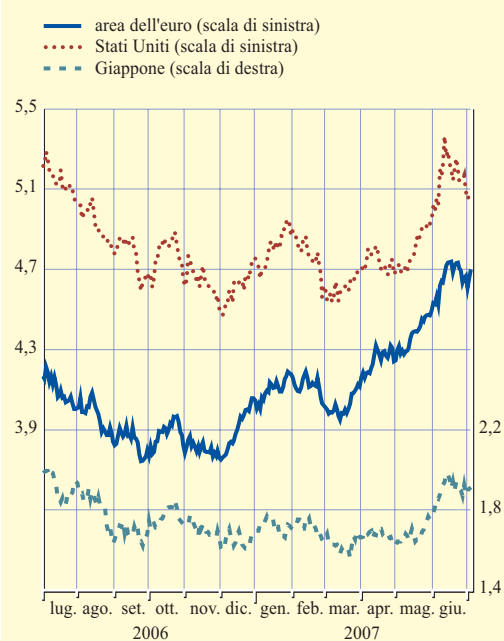
Nell'area dell'euro l'aumento dei tassi di interesse nominali a lungo termine è stato parimenti spinto principalmente da analoghi incrementi dei rendimenti reali a lungo termine. Il rendimento delle obbligazioni indicizzate con scadenza nel 2015 è cresciuto di 20 punti base, portandosi al 2,4 per cento il 4 luglio. Tali andamenti suggeriscono che gli operatori di mercato sono rimasti piuttosto ottimisti circa le prospettive di una protratta forte crescita nell'economia dell'area dell'euro, un'opinione che in generale trova riscontro nei recenti dati economici.

I tassi di inflazione di pareggio a lungo termine nell'area dell'euro sono invece rimasti sostanzialmente invariati durante il periodo in esame. L'inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale (una misura delle attese di inflazione a lungo termine e dei connessi premi al rischio) si è mantenuta attorno al 2,2 per cento il 4 luglio (cfr. figura 11). Inoltre, a inizio luglio i tassi di inflazione di pareggio calcolati a partire da obbligazioni a cedola zero a cinque e dieci anni si sono collocati su livelli molto vicini, suggerendo aspettative di inflazione e premi al rischio simili su tali orizzonti.

Nel periodo in esame la curva dei tassi *overnight* a termine dell'area dell'euro ha subito uno spostamento verso l'alto su quasi tutte le scadenze (cfr. figura 12). La decisione del Consiglio direttivo del 6 giugno di innalzare i tassi di riferimento della BCE di 25 punti base era stata ampiamente

Figura 10 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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

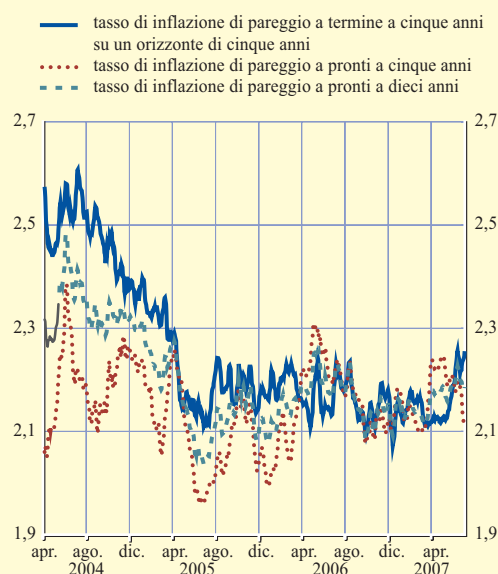


Fonti: Bloomberg e Reuters.

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

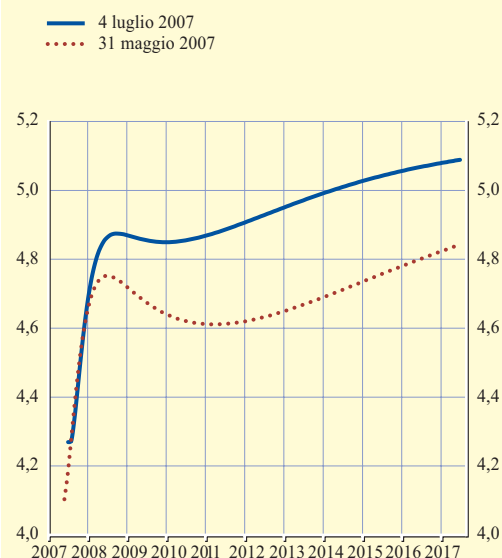
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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



Fonti: stime della BCE e Reuters.

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.

anticipata dai mercati e non ha pertanto determinato variazioni sostanziali nel segmento a breve della curva dei rendimenti. Lo spostamento verso l'alto delle scadenze a più lungo termine potrebbe in parte riflettere una revisione delle prospettive di crescita a lungo termine dell'economia dell'area dell'euro da parte degli investitori, parallelamente alla rivalutazione in atto dei rischi dei mercati obbligazionari.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In aprile i tassi di interesse delle IFM hanno mantenuto un andamento al rialzo. I tassi di interesse sui depositi a lungo termine sono saliti sia per le famiglie sia per le società non finanziarie. Su un orizzonte più lungo, la trasmissione dei tassi di interesse di mercato a quelli bancari è stata più pronunciata per quelli a breve rispetto a quelli a lungo termine.

In aprile i tassi di interesse delle IFM a breve termine su depositi e prestiti sono lievemente aumentati, in linea con i tassi di mercato (cfr. tavola 4 e figura 13). Fra marzo e aprile i tassi di interesse sui prestiti a breve termine alle famiglie a fini di consumo sono cresciuti di 15 punti base, mentre quelli sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono saliti di 5 punti base. Nel contempo, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono aumentati di 7 e 4 punti base rispettivamente

per i prestiti fino a un milione di euro e per quelli oltre tale importo. Inoltre, i tassi bancari sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie sono cresciuti di 8 punti base.

In un'ottica di più lungo periodo, la trasmissione degli aumenti dai tassi di interesse di mercato a quelli bancari, in ritardo dopo l'inizio del relativo ciclo di crescita alla fine del 2005, ha recuperato terreno negli ultimi mesi. Fra settembre 2005 e aprile 2007 il tasso di mercato monetario a tre mesi è aumentato di 184 punti base. Nel contempo i tassi di interesse delle IFM sui depositi delle famiglie con determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono saliti di circa 162 punti base. In aggiunta, i tassi di interesse bancari sui prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso pari a un anno sono cresciuti di circa 155 punti base per i prestiti alle società non finanziarie e di 151 punti base per i mutui per l'acquisto di abitazioni. Per contro, i tassi di interesse delle IFM sui

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 aprile 2007 ²⁾		
	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 mar.	2007 apr.	2006 set.	2006 dic.	2007 mar.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,36	2,56	2,87	3,27	3,51	3,59	72	32	8
con durata prestabilita oltre due anni	2,43	2,57	2,68	2,84	2,71	2,85	17	1	14
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	1,98	2,03	2,26	2,37	2,38	2,41	15	4	3
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,37	2,52	2,68	2,86	3,14	3,20	52	34	6
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie	1,15	1,23	1,36	1,53	1,72	1,75	39	22	3
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,48	2,70	2,98	3,47	3,67	3,75	77	28	8
con durata prestabilita oltre due anni	3,34	3,23	3,70	4,04	3,61	3,88	18	-16	27
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	6,72	7,08	7,79	7,60	7,69	7,84	5	24	15
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,74	4,02	4,31	4,54	4,77	4,82	51	28	5
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,23	4,51	4,63	4,55	4,69	4,72	9	17	3
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,30	5,46	5,69	5,80	6,06	6,12	43	32	6
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,23	4,47	4,74	5,08	5,29	5,36	62	28	7
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,19	4,40	4,59	4,67	4,83	4,84	25	17	1
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,50	3,74	4,03	4,50	4,67	4,71	68	21	4
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,22	4,26	4,48	4,63	4,86	4,87	39	24	1
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,72	2,99	3,34	3,68	3,89	3,98	64	30	9
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	3,22	3,47	3,62	3,79	3,94	4,11	49	32	17
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,47	3,78	3,70	3,83	3,95	4,15	45	32	20

Fonte: BCE.

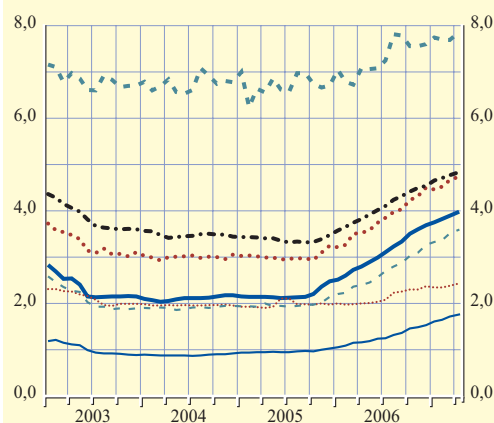
1) I tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di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

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

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

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

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



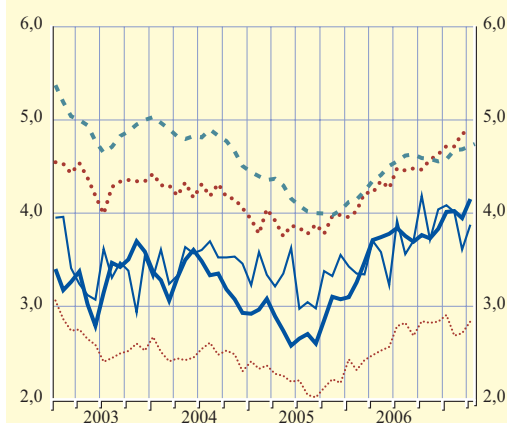
Fonte: BCE.

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

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

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

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



Fonte: BCE.

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

prestiti a breve termine alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo sono aumentati solo di 87 punti base.

In aprile i tassi di interesse delle IFM a lungo termine sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie sono aumentati rispettivamente di 14 e 27 punti base rispetto al mese precedente (cfr. tavola 4 e figura 14), sostanzialmente in linea con l'incremento di 17 punti base del rendimento dei titoli di Stato a due anni. Nello stesso periodo i tassi di interesse delle IFM a lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno registrato un lieve rialzo di 3 punti base, mentre quelli a lungo termine sui prestiti a società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. figura 14).

Nel caso dei tassi a lungo termine, la trasmissione degli aumenti dei tassi di interesse da settembre 2005 è ancora in ritardo. I rendimenti dei titoli di Stato a due e cinque anni nell'area dell'euro sono aumentati rispettivamente di 190 e 155 punti base fra settembre 2005 e aprile 2007. Nello stesso periodo i tassi sui depositi a lungo termine delle famiglie sono cresciuti solo di 83 punti base.

Quanto ai tassi sui prestiti, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con una determinazione iniziale del tasso compresa fra cinque e dieci anni sono aumentati solo di 72 punti base. Nel caso dei prestiti a società non finanziarie con determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni, i tassi di interesse delle IFM sono saliti di un valore compreso fra i 78 e i 99 punti base, a seconda dell'entità del prestito. L'accresciuta concorrenza da parte di altre banche nonché di operatori non bancari potrebbe avere favorito una riduzione dei margini bancari. La trasmissione piuttosto lenta ai tassi sui prestiti a lungo termine, tuttavia, è sostanzialmente in linea con l'esperienza storica. Per maggiori dettagli si veda il riquadro 2 *Andamenti recenti nella trasmissione dei tassi di interesse bancari al dettaglio nell'area dell'euro*.

Riquadro 2**ANDAMENTI RECENTI NELLA TRASMISSIONE DEI TASSI DI INTERESSE BANCARI AL DETTAGLIO NELL'AREA DELL'EURO**

Di norma le variazioni effettive e attese dei tassi ufficiali di riferimento della BCE trovano immediatamente riflesso nei tassi di interesse di mercato (come l'Euribor) e nei rendimenti obbligazionari a breve termine, e si trasmettono parimenti ad altri tassi di mercato lungo l'intera gamma di scadenze. A loro volta, i movimenti nei tassi di interesse di mercato dovrebbero influire sui tassi attivi e passivi applicati dalle IFM. È questo il cosiddetto processo di trasmissione dei tassi di interesse che, data la rilevanza del settore bancario all'interno del sistema finanziario dell'area dell'euro, risulta particolarmente importante per l'economia dell'area.

In questo riquadro vengono anzitutto presentati alcuni elementi analitici riguardo al processo di trasmissione dei tassi di interesse¹⁾. Si esaminano poi più da vicino gli incrementi dei tassi di interesse bancari al dettaglio intervenuti a partire dalla fine del 2005, un periodo caratterizzato dalla graduale rimozione dello stimolo di politica monetaria; tali incrementi sono raffrontati alle stime degli aggiustamenti operati in risposta alle variazioni dei tassi di interesse nel periodo 1994-2005, con particolare riferimento ai prestiti in favore delle società non finanziarie e a quelli concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

Elementi analitici riguardo alla trasmissione dei tassi di interesse nell'area dell'euro

Nella letteratura sulla trasmissione dei tassi di interesse un risultato empirico che si ottiene sotto diverse tecniche di stima è che prodotti bancari diversi reagiscono diversamente alle variazioni dei tassi di mercato²⁾. In generale, i tassi di interesse bancari sui prestiti alle società non finanziarie, sui prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e sui depositi a scadenza tendono a essere aggiustati più rapidamente e in misura maggiore che quelli sui prestiti al consumo (compresi gli scoperti bancari), sui depositi overnight e sui depositi di risparmio.

Il processo di trasmissione dei tassi di interesse è influenzato da vari fattori, fra cui i diversi premi al rischio, la concorrenza nel settore bancario e le caratteristiche specifiche delle singole banche, quali la

1) I risultati di studi analitici condotti sui tassi di interesse delle IFM in una prospettiva di politica monetaria sono stati presentati al *workshop* della BCE dal titolo "Interest rates in retail banking markets and monetary policy", tenuto il 5 febbraio 2007 a Francoforte sul Meno. La relativa documentazione è reperibile al link: <http://www.ecb.int/events/conferences/html/mir.en.html>.

2) Per una rassegna dei risultati più recenti ottenuti in base a vari tipi di metodologie di stima, cfr. ad esempio G. de Bondt, "Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area", *German Economic Review*, vol. 6 (1), febbraio 2005, pagg. 37-78, e C. Kok Sørensen e T. Werner, *Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross country comparison*, Working Paper della BCE n. 580, 2006, o R. Gropp, C. Kok Sørensen e J. Lichtenberger, *The dynamics of bank spreads and financial structure*, Working Paper della BCE n. 714, 2007.

dotazione patrimoniale, la liquidità e i costi di aggiustamento dei tassi. Inoltre, le banche potrebbero offrire ai loro mutuatari di lungo periodo un'“assicurazione implicita del tasso di interesse”, che tende a smussare le variazioni dei tassi applicati ai prestiti bancari nell'arco del ciclo economico, il che potrebbe spiegare una qualche lentezza nella trasmissione ai tassi sui prestiti³⁾. I modelli standard di comportamento delle banche indicano inoltre che quanto più bassa è l'elasticità della domanda di prestiti o dell'offerta di depositi, tanto più elevato è il premio che una banca sarà in grado di applicare avvalendosi del proprio potere di mercato⁴⁾. A sua volta, ciò fa ritenere che il margine di interesse, ossia la differenza fra i tassi bancari e quelli di mercato, risenta delle innovazioni finanziarie e dei cambiamenti nelle condizioni concorrenziali che caratterizzano il contesto di mercato in cui operano le banche.

Un aspetto attinente all'innovazione finanziaria è la misura in cui sono disponibili nei mercati finanziari prodotti succedanei di quelli bancari. È probabile che il margine di interesse sia influenzato dalla maggiore concorrenza di prodotti finanziari non bancari e di intermediari che offrono un ventaglio più ampio di possibilità di finanziamento e investimento. Ad esempio, sembrerebbe che l'esistenza di un mercato relativamente ampio di obbligazioni private, in cui le società non finanziarie possono mutuare fondi direttamente tramite l'emissione di titoli di debito, spinga le banche a ridurre i margini applicati alle attività di prestito. Analogamente, l'esistenza di prestatori non bancari tende ad ampliare l'effetto di trasmissione ai tassi di interesse sui prestiti alle famiglie. Nel caso dei depositi, un accesso più agevole (specie da parte delle famiglie) all'investimento diretto in titoli o a quello indiretto effettuato tramite fondi del mercato monetario o fondi di investimento induce tendenzialmente le banche ad adottare politiche di tasso più aggressive sui depositi.

L'effetto di trasmissione risente altresì di innovazioni finanziarie di altro tipo, quali i progressi realizzati nella gestione del rischio, nella riduzione dei costi di agenzia e delle asimmetrie informative e nella minimizzazione dei costi di transazione o di ricerca. Pertanto, l'innovazione finanziaria e il passaggio dell'attività bancaria a strumenti maggiormente orientati al mercato potrebbero teoricamente modificare i meccanismi di fissazione del prezzo dei tradizionali prestiti e depositi bancari (come illustrato nello studio di Gropp et al.). Ad esempio, vi sono indicazioni del fatto che i tassi sui prestiti a lungo termine concessi alle società non finanziarie e sui mutui ipotecari tendano ad aggiustarsi più rapidamente e più completamente qualora siano relativamente sostenute le contrattazioni di strumenti derivati sui tassi di interesse. Inoltre, il ricorso alla cartolarizzazione accrescerebbe l'effetto di trasmissione dei tassi di mercato sia ai tassi di interesse a lungo termine applicati ai prestiti alle società non finanziarie sia ai tassi ipotecari.

Trasmissione ai tassi di interesse bancari al dettaglio a partire dalla fine del 2005

Allo scopo di verificare se nel periodo attuale il processo di aggiustamento dei tassi di interesse da parte delle banche differisca da quello dei precedenti periodi di variazione dei tassi, sono state effettuate previsioni fuori campione a un mese per il periodo dicembre 2005-marzo 2007 utilizzando un modello univariato di correzione dell'errore basato sui dati aggregati dei tassi di interesse bancari al dettaglio nell'area dell'euro nel periodo gennaio 1994-novembre 2005⁵⁾.

3) Cfr. A.N. Berger e G.F. Udell, “Some evidence on the empirical significance of credit rationing”, *The Journal of Political Economy*, vol. 100, n. 5, Ottobre 1992, pp. 1047-1077.

4) Si vedano i modelli di Monti-Klein e Ho-Saunders descritti, per esempio, in X. Freixas e J.-C. Rochet, *Microeconomics of Banking*, MIT Press, 1997; oppure R. Gropp, C. Kok Sørensen e J. Lichtenberger (op. cit.) e i riferimenti ivi contenuti.

5) L'approccio di modellizzazione si rifà a G. de Bondt (op. cit.). Si tratta di un approccio standard nella letteratura in materia di trasmissione ai tassi di interesse bancari, che permette di individuare sia le dinamiche di breve periodo sia la relazione di lungo periodo fra i tassi di interesse bancari al dettaglio e i corrispondenti tassi di mercato.

Si è optato per previsioni fuori campione a un mese ipotizzando che le banche tengano conto delle modifiche precedentemente apportate ai propri tassi attivi e passivi nella loro risposta alle variazioni dei tassi di mercato.

Al fine di ricavare serie temporali sufficientemente estese dei tassi di interesse bancari si sono “concatenate” le statistiche non armonizzate sui tassi bancari al dettaglio alle corrispondenti statistiche delle IFM⁶⁾. Per alcune tipologie di prodotti le differenze metodologiche fra le serie dei tassi di interesse al dettaglio e quelle dei tassi delle IFM sono relativamente limitate, il che consente di effettuare semplicemente un aggiustamento di livello in corrispondenza del gennaio 2003, mese di transizione alle statistiche delle IFM. Ciò è vero, ad esempio, per i tassi sui prestiti a breve termine alle imprese. Per altri prodotti, al contrario, il collegamento fra le serie è meno semplice. È questo ad esempio il caso dei prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni, per i quali il tasso aggregato dell’area dell’euro ottenuto a partire dalle serie dei tassi di interesse al dettaglio non tiene conto della lunghezza dei periodi di fissazione del tasso. Per tale motivo, nel caso dei prestiti ipotecari è stata utilizzata nella stima del modello una serie pregressa di dati aggregati per l’area dell’euro costruita sulla base di prestiti corrispondenti “con periodo iniziale di fissazione del tasso fino a un anno” e “con periodo iniziale di fissazione del tasso da cinque a dieci anni”.

I risultati indicano che il processo di trasmissione ai tassi di interesse bancari a partire dalla fine del 2005 – ossia mentre la BCE innalzava progressivamente i tassi ufficiali di riferimento – non ha differito sostanzialmente rispetto a quanto osservato nei precedenti episodi di rialzo dei tassi ufficiali (cfr. i diagrammi (i)-(iv) nella figura di seguito). Pertanto, la trasmissione della politica monetaria attraverso il canale dei tassi di interesse bancari sembra in genere funzionare come in passato.

Nondimeno, è possibile rilevare alcune lievi differenze. Le banche hanno generalmente aggiustato i tassi a breve termine, sia sui prestiti alle società non finanziarie (diagramma (i)), sia sui prestiti ipotecari (diagramma (iii)) in modo leggermente più rapido di quanto ci si sarebbe potuti attendere secondo il modello basato sui comportamenti pregressi. Questo potrebbe riflettere in parte una domanda relativamente sostenuta di questi prestiti nell’ultimo periodo e in parte un processo più efficiente di trasmissione, forse dovuto alle recenti innovazioni finanziarie, quali gli avanzamenti nell’attribuzione di un prezzo al rischio. Per contro, la trasmissione dei tassi di mercato a lungo termine a quelli ipotecari corrispondenti (diagramma (iv)) appare un poco più lenta che in passato, soprattutto per quanto riguarda la reazione d’impatto. Ciò si deve forse alle attuali forti pressioni concorrenziali in questo segmento del mercato⁷⁾: sebbene la concorrenza garantisca in generale l’efficienza del processo di formazione dei prezzi, essa potrebbe parimenti indurre le banche a ridurre i loro margini in presenza di un rialzo dei tassi di interesse. Un altro possibile motivo potrebbero essere le incertezze delle banche riguardo alla direzione attesa dei tassi di mercato a lungo termine nel periodo considerato⁸⁾.

6) Questo stratagemma implica che i risultati della stima vadano interpretati con cautela.

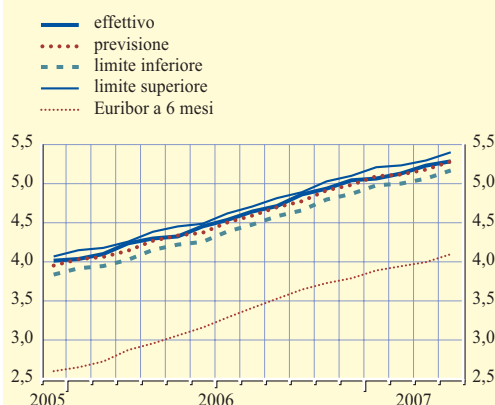
7) Ciò potrebbe essere collegato all’applicazione dei principi di Basilea 2, dal momento che il credito ipotecario rappresenta una delle aree che beneficia maggiormente del nuovo schema di regolamentazione in termini di alleggerimento dei requisiti patrimoniali (cfr. F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher e K.G. Spitzer, *The new Basel Capital Framework and its implementation in the European Union*, Occasional Paper della BCE n. 42, dicembre 2005).

8) In presenza di costi collegati all’aggiustamento dei tassi di interesse bancari, le banche potrebbero essere restie a modificare i rispettivi tassi laddove nutrano incertezze riguardo alla direzione e all’entità dei movimenti futuri dei corrispondenti tassi di mercato; cfr. ad esempio P. Mizen e B. Hofmann, *Base rate pass-through: evidence from banks’ and building societies’ retail rates*, Bank of England Working Paper n. 170, 2002.

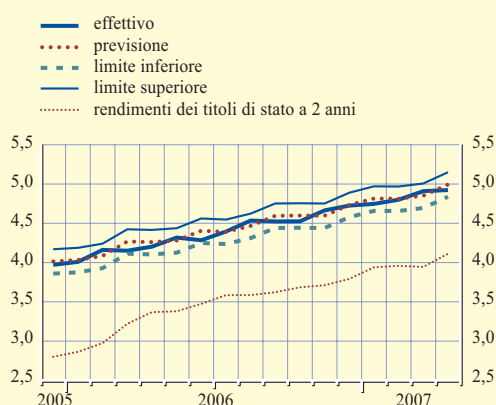
Previsioni a un mese della trasmissione dei tassi bancari al dettaglio alle variazioni dei tassi di mercato corrispondenti per il periodo da dicembre 2005 ad aprile 2007

(valori percentuali in ragione d'anno)

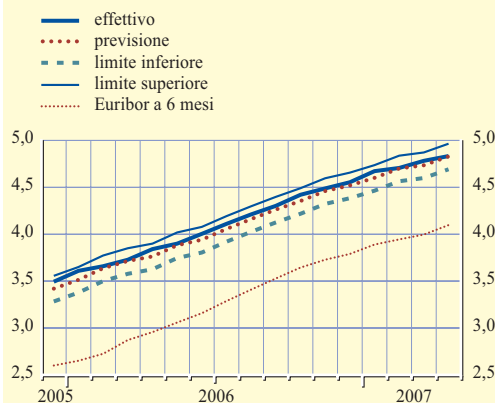
a) Tassi di interesse su prestiti a società non finanziarie fino a un anno



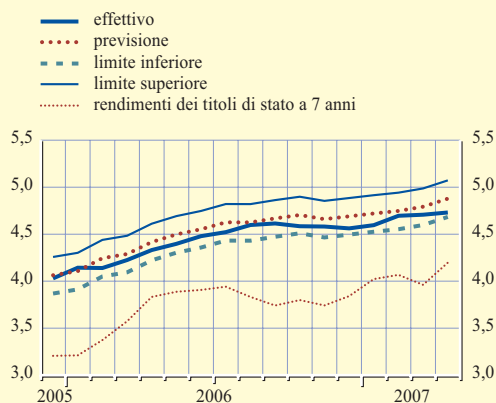
b) Tassi di interesse su prestiti a società non finanziarie oltre un anno



c) Su prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno



d) Su prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni



Fonti: BCE, G. de Bondt (op. cit. per la descrizione del modello a correzione dell'errore), Reuters e stime BCE.

Note: le previsioni sono basate sulla stima dell'aggiustamento dei tassi bancari alle variazioni dei tassi di mercato delle corrispondenti determinazioni del tasso nel periodo da gennaio 1994 a novembre 2005. Le linee continue denotano le previsioni a un mese basate sul campione (linea rossa) e i valori effettivi (linea blu) per lo stesso periodo; le linee tratteggiate forniscono gli intervalli di confidenza al 95%.

2.6 MERCATI AZIONARI

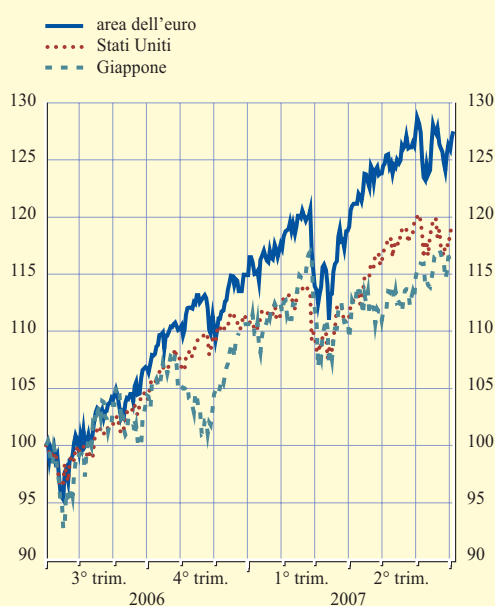
Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono rimaste sostanzialmente invariate tra la fine di maggio e gli inizi di luglio. La turbolenza dei mercati obbligazionari all'inizio di giugno ha provocato brusche perdite nei principali mercati azionari, poi recuperate quasi completamente nella restante parte del periodo in esame. I livelli attesi della redditività delle imprese hanno continuato a essere piuttosto sostenuti, il che sembra essere a sua volta in linea con le notizie generalmente favorevoli sull'attività economica nell'area dell'euro. L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata nei principali mercati, ma è comunque rimasta relativamente contenuta.

Gli indici azionari ampi dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, rispettivamente il Dow Jones Euro Stoxx e lo Standard & Poor's 500, sono rimasti su livelli sostanzialmente invariati tra la fine di maggio e il 4 luglio con forti oscillazioni nel corso del periodo (cfr. figura 15). Tali andamenti hanno generalmente rispecchiato gli effetti contrapposti delle perduranti condizioni di redditività favorevoli e gli impatti avversi dei rialzi dei rendimenti obbligazionari, che tendono a deprimere le valutazioni azionarie riducendo il valore corrente dei futuri utili e dividendi societari attesi. Un impatto particolarmente pronunciato è stato esercitato dalla turbolenza sui mercati obbligazionari mondiali agli inizi di giugno, che ha determinato alcune forti perdite nelle principali piazze azionarie, poi recuperate nelle settimane successive. L'incertezza prevalente sui mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni, è aumentata a seguito della turbolenza dei mercati finanziari di inizio giugno (cfr. figura 16).

Negli Stati Uniti i mercati azionari hanno risentito negativamente dell'ondata di vendite subita agli inizi di giugno dai mercati obbligazionari. Le revisioni verso l'alto delle prospettive di crescita a inizio giugno hanno determinato sia innalzamenti dei tassi di interesse su tutte le scadenze sia pronunciati cali delle quotazioni azionarie, interrompendo così diversi mesi di continui rialzi dell'indice Standard & Poor's 500. Ciò nondimeno, le quotazioni statunitensi hanno continuato a essere sostenute dalla solidità della redditività delle imprese. Nonostante la lieve diminuzione in giugno dell'incremento sul periodo corrispondente degli utili per azione effettivi, in base ai dati dell'Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S), la crescita annualizzata degli utili delle so-

Figura 15 Indici dei corsi azionari

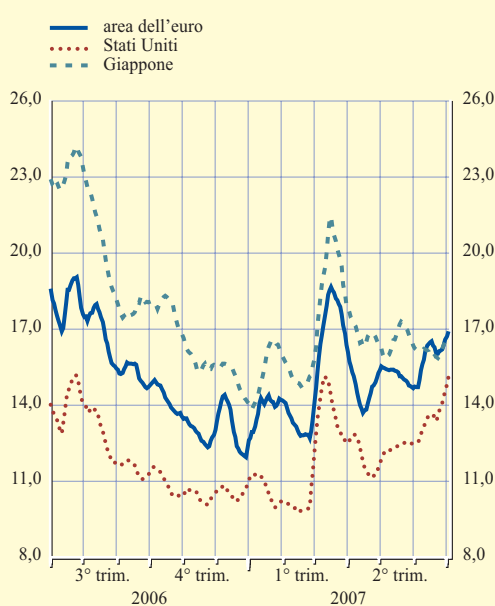
(indice: 1° luglio 2006 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.
Nota: indice Dow Jones Euro Stoxx 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 dei prezzi delle azioni per un periodo fino a tre mesi, come implicito nei prezzi delle opzioni su indici azionari. Gli indici azionari a cui si riferiscono le volatilità implicite sono il Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro, lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.

cietà statunitensi attesa sia nei prossimi 12 mesi sia sul più lungo periodo è aumentata in giugno, mantenendosi piuttosto sostenuta e attorno a livelli a doppia cifra.

Le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, hanno anch'esse subito bruschi cali durante l'ondata di vendite sui mercati obbligazionari agli inizi di giugno, tuttavia le perdite sono state successivamente recuperate nel corso del mese e nei primi giorni di luglio. Analogamente a quanto osservato nel mercato statunitense, gli effetti negativi della maggiore inclinazione della curva dei rendimenti sono parsi controbilanciare l'impatto complessivamente positivo delle notizie favorevoli sull'attività economica nell'area dell'euro e sulle prospettive di utili delle società quotate. A tale riguardo, le variabili fondamentali dei mercati azionari sembrano rimanere piuttosto solide. Secondo i dati dell'I/B/E/S, le previsioni degli analisti sulla crescita degli utili per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx si sono collocate rispettivamente al 10 per cento su base annua nei prossimi dodici mesi e all'8 per cento circa nel prossimo periodo di tre-cinque anni, ossia a livelli leggermente più elevati rispetto al mese precedente. Inoltre, sebbene le attese di rialzo dei tassi di interesse sembrano avere in parte attenuato la propensione al rischio degli investitori, l'indagine *Global Fund Manager Survey* di giugno realizzata da Merrill Lynch ha indicato che i gestori patrimoniali continuano a prediligere le azioni quale classe di attività, in particolare quelle dell'area dell'euro.

Sulla scia dell'incremento della volatilità effettiva, anche la volatilità implicita è aumentata nei mercati azionari dell'area dell'euro in giugno, a indicazione di una maggiore incertezza degli operatori circa l'evoluzione dei corsi azionari nel breve termine. Ciò nondimeno, agli inizi di luglio l'incertezza prevalente nei mercati azionari dell'area è rimasta su livelli relativamente bassi rispetto ai valori storici (cfr. figura 16).

3 PREZZI E COSTI

Si stima che in giugno l'inflazione misurata sullo IAPC sia rimasta invariata all'1,9 per cento per il quarto mese consecutivo. I dati più dettagliati sullo IAPC, disponibili solo fino a maggio, confermano la valutazione secondo cui le pressioni sui prezzi interni sono lievemente aumentate, in particolare nei servizi. Sebbene tale andamento sia stato determinato in parte dall'incremento dell'IVA in Germania, le informazioni attualmente disponibili sui prezzi alla produzione nell'industria e quelle desunte dalle indagini congiunturali segnalano il persistere di pressioni inflazionistiche dovute sia ai costi degli input diversi dal lavoro sia all'accresciuto potere delle imprese nel determinare i prezzi. Per contro, la crescita del costo del lavoro è rimasta moderata fino ai primi mesi del 2007. Guardando al futuro, tuttavia, prevalgono i rischi verso l'alto, riconducibili principalmente ai rincari petroliferi, all'elevato livello di utilizzo della capacità produttiva e a una dinamica salariale più vigorosa rispetto alle attese, in un contesto caratterizzato dal miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro. Rischi al rialzo derivano inoltre da aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette in aggiunta a quelli anticipati finora, e dall'orientamento di politica fiscale potenzialmente prociclico in alcuni paesi.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER MAGGIO 2007

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in giugno l'inflazione armonizzata si è collocata all'1,9 per cento (cfr. tavola 5), invariata per il quarto mese consecutivo. Sebbene non siano ancora disponibili i dati disaggregati per le componenti dello IAPC, le informazioni a livello nazionale indicherebbero andamenti lievemente differenziati nelle componenti più variabili dello IAPC, i prezzi dei beni energetici e quelli degli alimentari freschi, con un incremento dei primi compensato da una flessione dei secondi.

INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A MAGGIO 2007

In maggio, l'ultimo mese per cui sono disponibili i dati disaggregati per le componenti dell'indice, l'inflazione armonizzata si è collocata all'1,9 per cento. Per il nono mese consecutivo l'inflazione è rimasta al di sotto del 2 per cento, anche grazie al contributo relativamente modesto della dinamica dei prezzi dei beni energetici nello stesso periodo (cfr. figura 17). In maggio anche la crescita

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2005	2006	2007 gen.	2007 feb.	2007 mar.	2007 apr.	2007 mag.	2007 giu.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,2	2,2	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
Beni energetici	10,1	7,7	0,9	0,8	1,8	0,4	0,3	.
Alimentari non trasformati	0,8	2,8	3,7	2,8	2,9	3,9	3,1	.
Alimentari trasformati	2,0	2,1	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	.
Beni industriali non energetici	0,3	0,6	0,9	1,1	1,2	1,1	1,0	.
Servizi	2,3	2,0	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	4,1	5,1	3,1	2,9	2,8	2,4	2,3	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	52,9	42,2	44,9	47,3	50,2	50,3	52,6
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,4	24,8	15,6	13,9	17,6	15,3	11,9	14,2

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

1) Il dato sullo IAPC di giugno 2007 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

sui dodici mesi dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici è rimasta invariata all'1,9 per cento, pur mostrando, a differenza dell'inflazione complessiva, un andamento caratterizzato da incrementi gradualissimi, in particolare dall'inizio dell'anno, dopo l'aumento dell'IVA in Germania.

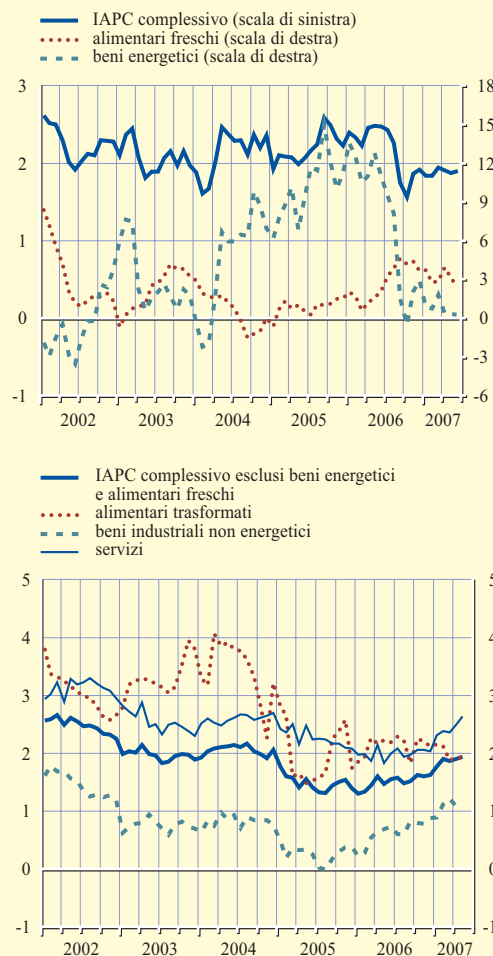
Benché negli ultimi nove mesi la dinamica dei prezzi delle componenti energetiche dell'indice sia rimasta relativamente contenuta, di recente questi prezzi sono aumentati, con un rialzo del 4 per cento tra marzo e maggio di quest'anno per effetto dei rincari petroliferi. In particolare, i prezzi all'ingrosso delle benzine sono aumentati da gennaio a causa sia dei rincari del greggio sia dell'ampliamento dei margini di raffinazione. Tuttavia, queste recenti spinte sui prezzi al consumo non hanno determinato variazioni evidenti dei tassi di crescita, a causa di effetti base derivanti dai forti incrementi osservati nel 2006. La crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi, la componente principale più variabile dopo i prezzi dei beni energetici, è calata in maggio dopo il picco raggiunto in aprile. Le oscillazioni relativamente marcate registrate da marzo rispecchierebbero gli effetti delle insolite condizioni meteorologiche di caldo e siccità in gran parte dell'Europa all'inizio dell'anno.

Per quanto attiene alle componenti meno variabili dello IAPC, le dinamiche dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi hanno avuto andamenti di segno opposto, mentre la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli

alimentari trasformati è rimasta invariata all'1,9 per cento. Quanto a quest'ultima componente, non vi sarebbero finora effetti significativi dovuti ai rincari di alcune materie prime alimentari a livello mondiale. Pertanto, anche se negli ultimi mesi i prezzi di alcune componenti, come pane e cereali, hanno accelerato, quelli di altre, come oli e grassi, hanno rallentato in modo rilevante. In maggio la dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici è calata lievemente, per il secondo mese consecutivo, all'1,0 per cento. Questa flessione ha interessato le principali componenti del settore, ovvero i beni di consumo durevoli, semidurevoli e non durevoli. Nonostante ciò, i dati disponibili sui prezzi alla produzione e i risultati delle indagini congiunturali indicano il persistere di pressioni inflazionistiche derivanti dai costi degli input diversi dal lavoro. A differenza della dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici, quella dei prezzi al consumo dei servizi è aumentata ulteriormente in maggio, al 2,6 per cento, continuando il movimento verso l'alto osservato dalla fine dello scorso anno. Sebbene questa accelerazione sia riconducibile in gran parte all'aumento dell'IVA in Germania, c'è stata anche un'accelerazione più generale dei prezzi

Figura 17 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

dei servizi dalla seconda metà del 2006, che ha segnato la fine dell'andamento sostanzialmente flettente osservato dall'inizio del 2002.

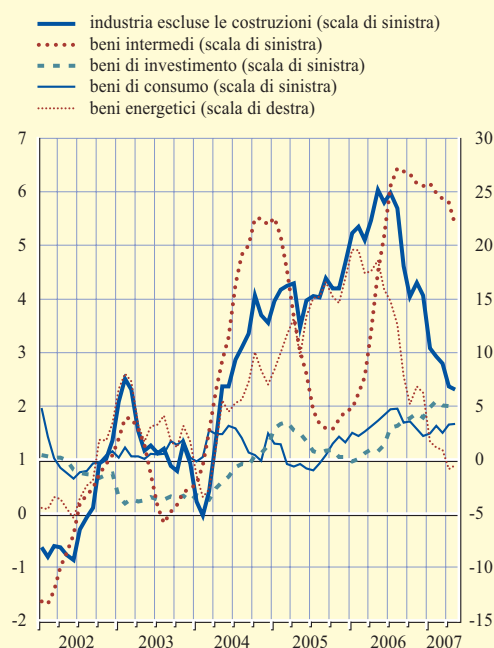
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In maggio l'incremento sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è sceso ulteriormente al 2,3 per cento, dal 2,4 in aprile. Allo stesso modo, anche l'inflazione alla produzione, al netto di beni energetici e costruzioni, è calata lievemente. Nonostante questo andamento flettente, tuttavia, la valutazione complessiva è che permangono forti spinte inflazionistiche a livello della produzione.

Questa valutazione è confermata dall'analisi dell'andamento delle principali componenti dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione. In primo luogo, sebbene in maggio i prezzi dei beni industriali energetici siano calati sul periodo corrispondente (cfr. figura 18), i livelli dei prezzi sono aumentati. Analogamente a quanto accaduto nei quattro mesi precedenti, questa dinamica è stata determinata dall'andamento dei corsi petroliferi. Parimenti, nonostante una lieve flessione in maggio, la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi è rimasta su un livello elevato, al 5,4 per cento. Inoltre, questi prezzi hanno continuato ad aumentare per effetto degli ulteriori rincari delle materie prime industriali osservati nei primi cinque mesi di quest'anno. La crescita dei prezzi alla produzione dei beni di investimento è rimasta invariata rispetto al mese precedente, a un tasso elevato – per questa componente – del 2,0 per cento. L'incremento dei tassi

Figura 18 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

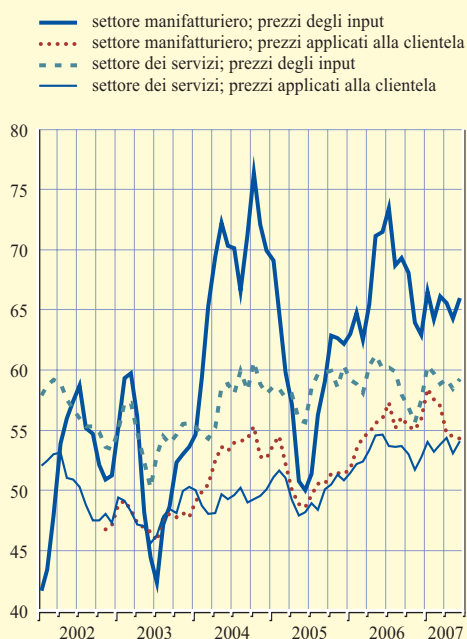
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 19 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: NTC Economics.

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

di variazione, rispetto alle medie storiche, ha interessato gran parte delle componenti dei beni di investimento, ad eccezione dei mezzi di trasporto a motore, dove, nonostante i costi crescenti degli input per i metalli in particolare, la forte concorrenza e la moderazione della domanda hanno contenuto i rincari. Agli stadi successivi della catena produttiva, l'incremento dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è rimasto invariato in maggio, all'1,7 per cento, con tassi sostanzialmente simili per le componenti dei beni non durevoli e durevoli.

Gli ultimi risultati delle indagini congiunturali relativi al mese di giugno sul processo di fissazione dei prezzi indicano il protrarsi di pressioni al rialzo sull'inflazione (cfr. figura 19). Tutti gli indicatori rimangono su livelli relativamente elevati, a indicare la prosecuzione delle spinte sui prezzi. Nel settore manifatturiero l'indice dei prezzi degli input è aumentato, secondo NTC Economics, a causa della perdurante scarsità delle materie prime. Anche l'indice dei prezzi dell'output, pur essendo calato rispetto ai picchi registrati all'inizio dell'anno, rimane su un livello relativamente elevato. Secondo gli intervistati, nel settore dei servizi l'aumento dei costi degli input è stato determinato dalle crescenti pressioni salariali, dai rincari del carburante e dall'incremento dei tassi di interesse. Gli intervistati, inoltre, hanno dichiarato che l'accresciuta capacità di fissazione dei prezzi ha consentito loro di aumentare i prezzi applicati alla clientela.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Nel complesso, le informazioni disponibili desunte dagli indicatori del costo del lavoro suggeriscono che all'inizio del 2007 la crescita salariale si è mantenuta su livelli contenuti. Stando ai dati pubblicati a metà giugno, nel primo trimestre l'incremento sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro è rimasto invariato al 2,2 per cento nell'area dell'euro (cfr. tavola 6). Questo andamento è il risultato di una lieve flessione della dinamica salariale, compensata in gran parte da un incremento della componente non salariale, ovvero i contributi previdenziali versati dai datori di lavoro (per dati più dettagliati cfr. la tavola 5.1.3 nell'allegato statistico). Come indicato in precedenza, all'inizio dell'anno la dinamica delle retribuzioni contrattuali è rimasta contenuta e il calo all'1,9 per cento nel primo trimestre (cfr. figura 20) ha rispecchiato principalmente gli effetti di accordi salariali e pagamenti *una tantum* in settori specifici di alcuni paesi.

I dati sui redditi per occupato nel primo trimestre non sono ancora disponibili. Tuttavia, le informazioni esistenti a livello nazionale suggeriscono una ripresa della dinamica sul periodo corrispondente, dopo la flessione nell'ultimo trimestre del 2006, riconducibile ad andamenti temporanei nel settore pubblico in Italia. Queste informazioni, associate alla lieve attenuazione della dinamica

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2005	2006	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,1	2,2	2,1	2,4	2,0	2,4	1,9
Costo orario complessivo del lavoro	2,4	2,4	2,4	2,6	2,4	2,2	2,2
Redditi per occupato	1,7	2,2	2,2	2,5	2,4	1,8	.
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,8	1,4	1,3	1,4	1,3	1,8	1,6
Costo del lavoro per unità di prodotto	0,9	0,8	0,9	1,1	1,1	0,0	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

della produttività del lavoro, indicano che nel primo trimestre c'è stata un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, anche se il tasso di crescita complessivo dovrebbe rimanere su un livello moderato.

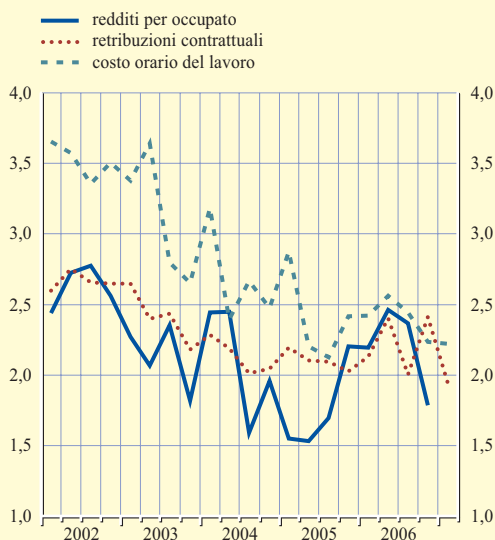
A livello settoriale, i tassi di incremento del costo del lavoro, in termini sia di redditi per occupato sia di costo orario del lavoro nei settori manifatturiero e dei servizi di mercato, dopo essere stati lievemente divergenti per gran parte del 2006, si sono collocati su livelli sostanzialmente simili, poco al di sopra del 2 per cento, nell'ultimo trimestre del 2006 e nel primo del 2007 (cfr. figura 21).

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Le prospettive per l'inflazione a breve termine rimarranno fortemente influenzate dalla dinamica dei prezzi dei beni energetici. Nei prossimi mesi effetti base derivanti dall'andamento dei corsi petroliferi nel 2006 dovrebbero continuare a esercitare una spinta al ribasso, per poi determinare un rialzo nei mesi successivi. Nel complesso, tenuto conto dell'attuale livello delle quotazioni del greggio e dei relativi contratti *future*, nei prossimi mesi il tasso di inflazione dovrebbe calare solo lievemente prima di aumentare ancora in modo significativo verso la fine dell'anno.

Figura 20 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



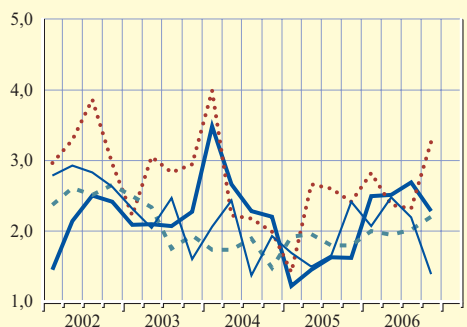
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 21 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

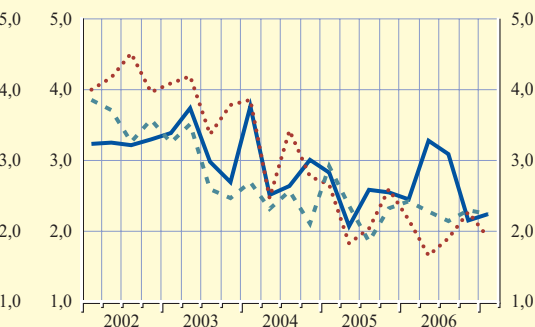
Redditi per occupato

- industria escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato
- servizi



Indice del costo orario del lavoro

- industria escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nell'orizzonte di medio periodo rilevante ai fini della politica monetaria, le prospettive per l'inflazione restano soggette a rischi verso l'alto, legati in particolare all'accentuazione delle spinte su prezzi e costi interni, che potrebbero concretizzarsi in un contesto caratterizzato da crescenti vincoli di capacità e dalla perdurante espansione dell'attività economica. I rischi sono connessi a una dinamica salariale superiore alle attese e all'accresciuta capacità di fissazione dei prezzi nei segmenti di mercato dove minore è il grado di concorrenza. Inoltre, i rischi al rialzo sono riconducibili ad aumenti di prezzi amministrati e imposte dirette maggiori di quanto anticipato finora, dall'orientamento di politica fiscale potenzialmente prociclico in alcuni paesi e, dal lato esterno, alla possibilità di ulteriori rincari del greggio.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Dopo la vigorosa crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2007, gli ultimi dati pubblicati suggeriscono una robusta espansione dell'economia anche nel secondo trimestre, sostenuta da condizioni propizie per la domanda sia interna sia estera. I dati delle indagini segnalano il protrarsi di una solida crescita nei settori dell'industria e dei servizi, mentre vi sono indicazioni di un ulteriore miglioramento nel mercato del lavoro. In prospettiva, ci si attende che l'andamento sottostante della crescita rimanga dinamico. I rischi per questo scenario favorevole restano sostanzialmente bilanciati nel breve periodo e al ribasso nel più lungo termine e sono riconducibili soprattutto a fattori esterni.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

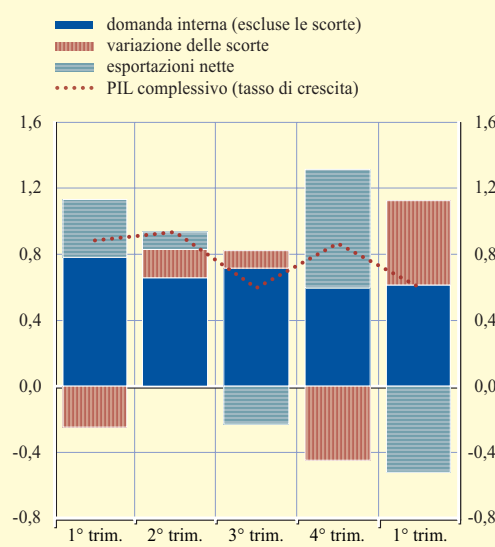
La prima stima dei dati di contabilità nazionale per il primo trimestre dell'anno, riportata nel numero di giugno 2007 di questo Bollettino, ha confermato la valutazione di un'espansione sostenuta dell'economia. Nel primo trimestre il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha mostrato un tasso di incremento dello 0,6 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,9 per cento del quarto trimestre del 2006 (cfr. figura 22). Il contributo fornito alla crescita dalla domanda interna complessiva è stato molto consistente, nonostante la lieve diminuzione (0,1 per cento sul trimestre precedente) dei consumi privati, influenzata dall'impatto dell'aumento dell'IVA in Germania in gennaio. L'andamento degli investimenti è stato molto positivo, evidenziando un nuovo incremento del 2,5 per cento sul trimestre precedente. Tale dinamismo è in linea con l'attuale elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e con l'indagine semestrale della Commissione europea sugli investimenti, condotta nella primavera del 2007 e recentemente pubblicata. L'apporto delle esportazioni nette è stato negativo nel primo trimestre, in parte per effetto di un netto calo della crescita delle esportazioni allo 0,3 per cento sul periodo precedente. Tuttavia, tale calo ha rispecchiato principalmente una distorsione statistica in Germania, per cui alcune delle esportazioni corrispondenti al terzo trimestre del 2006 sono state di fatto attribuite all'ultimo trimestre dell'anno. Infine, il contributo delle scorte è divenuto positivo, in conseguenza sia della distorsione tedesca delle esportazioni (che ha influito sul calcolo delle scorte un trimestre prima) sia di oscillazioni di breve periodo connesse all'impatto dell'aumento dell'IVA in Germania.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

La scomposizione settoriale della crescita del valore aggiunto conferma che l'espansione dell'economia è stata generalizzata nel primo trimestre del 2007. L'industria e le costruzioni sono stati i comparti più dinamici. Anche il valore aggiunto nei servizi ha segnato un marcato incremento, sospinto dalla rapida espansione in atto nei sottosettori dei servizi finanziari e alle imprese.

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.

Più recentemente, la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è aumentata in aprile 2007 dello 0,6 per cento in termini di media mobile a tre mesi, dallo 0,8 per cento nel complesso del primo trimestre (cfr. figura 23). La componente della produzione di beni di investimento ha continuato a mostrare la crescita più rapida, nonostante una decelerazione. Anche la produzione di beni intermedi e di beni di consumo non durevoli è aumentata sulla base della media mobile a tre mesi. Per contro, quella di beni di consumo durevoli e di energia è calata ulteriormente. In aprile i nuovi ordini industriali hanno evidenziato un tasso di incremento dell'1,7 per cento considerando la media mobile a tre mesi, leggermente inferiore a quello di un mese prima. Essi risultano accresciuti anche se si esclude la componente volatile degli "altri mezzi di trasporto". Inoltre, sempre in aprile la produzione nel settore delle costruzioni è aumentata dell'1,7 per cento in termini di media mobile a tre mesi, registrando il ritmo più contenuto dallo scorso ottobre.

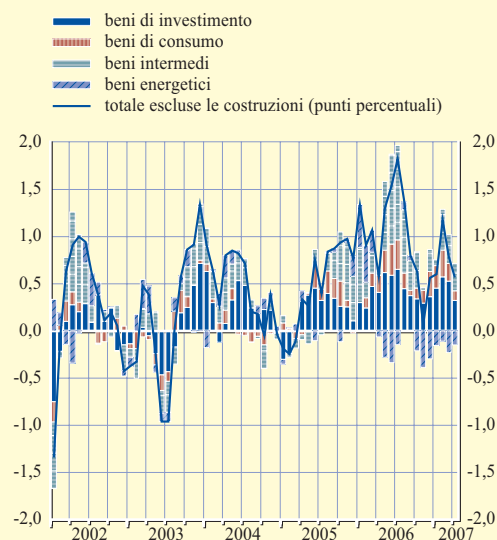
RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI INDUSTRIALE E DEI SERVIZI

Gli ultimi dati delle indagini disponibili fino a giugno continuano a segnalare una vigorosa espansione nel secondo trimestre del 2007 sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi.

L'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea è aumentato nel secondo trimestre, raggiungendo il valore trimestrale medio più elevato dal 1985, anno di inizio dell'indagine. Il recente miglioramento è stato spinto dalla componente relativa alle industrie produttrici di beni intermedi e di investimento, mentre la fiducia nel settore dei beni di consumo è rimasta stabile. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero si è mantenuto, in media, pressoché invariato nel secondo trimestre, suggerendo il persistere di una crescita positiva (cfr. figu-

Figura 23 Crescita della produzione industriale e contributi

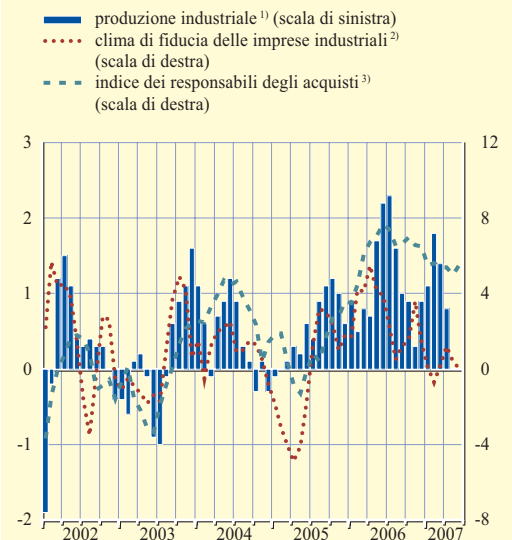
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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.

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

(dati mensili destagionalizzati)



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

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

ra 24). Per quanto riguarda i servizi, l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea ha evidenziato un ulteriore incremento nell'insieme del secondo trimestre, collocandosi sul livello medio trimestrale più alto degli ultimi sei anni. Il PMI per il settore dei servizi è aumentato nuovamente nel secondo trimestre; in particolare, l'ultimo dato mensile (relativo a giugno) rappresenta il valore più elevato in dodici mesi.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Gli ultimi dati pubblicati sulla spesa delle famiglie mostrano una ripresa dei consumi privati nell'area dell'euro dalla flessione connessa all'aumento dell'IVA osservata nel primo trimestre del 2007. In tale periodo i consumi privati sono scesi dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo un incremento dello 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2006. In maggio le vendite al dettaglio sono cresciute dello 0,4 per cento in termini di media mobile a tre mesi, dopo essere rimaste stabili nel primo trimestre (cfr. figura 25). Nello stesso mese le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite dell'1,9 per cento sulla base della media mobile a tre mesi, una riduzione moderata rispetto al calo del 3,6 per cento del primo trimestre.

Complessivamente, le prospettive per i consumi privati restano favorevoli. Nel secondo trimestre del 2007, in media la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro è aumentata ulteriormente (cfr. figura 25), approssimandosi ai livelli più elevati registrati nel 2000. Nello stesso periodo, secondo l'indagine della Commissione europea il clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio è in media migliorato, mentre il corrispondente PMI è rimasto invariato. Inoltre, la spesa delle famiglie dovrebbe beneficiare del miglioramento in atto nel mercato del lavoro.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

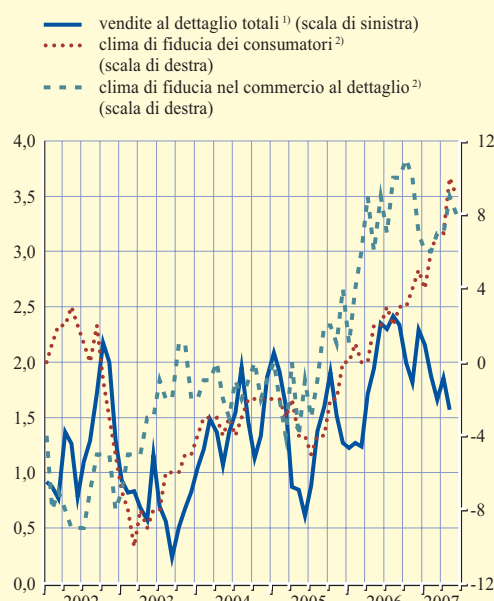
Le ultime informazioni confermano il protrarsi del rafforzamento del mercato del lavoro. La crescita dell'occupazione è stata vigorosa nel primo trimestre del 2007, mentre il tasso di disoccupazione è calato ulteriormente all'inizio del secondo. Le attese di occupazione si mantengono su livelli elevati, indicando prospettive favorevoli per le condizioni del mercato del lavoro.

DISOCCUPAZIONE

Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è sceso al 7,0 per cento in maggio (cfr. figura 26), un livello storicamente basso. Più precisamente, se si considerano altre fonti di informazione (in particolare l'indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea) per estendere la serie ufficiale fino al periodo anteriore al 1993, suo anno di inizio, l'attuale tasso di disoccupazione appare il più

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

(dati mensili)



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

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

basso dal 1980. In termini assoluti, nel periodo aprile-maggio il numero di disoccupati ha mostrato una diminuzione media mensile di circa 96.000 unità, inferiore a quella di 190.000 unità osservata nei primi tre mesi dell'anno.

OCCUPAZIONE

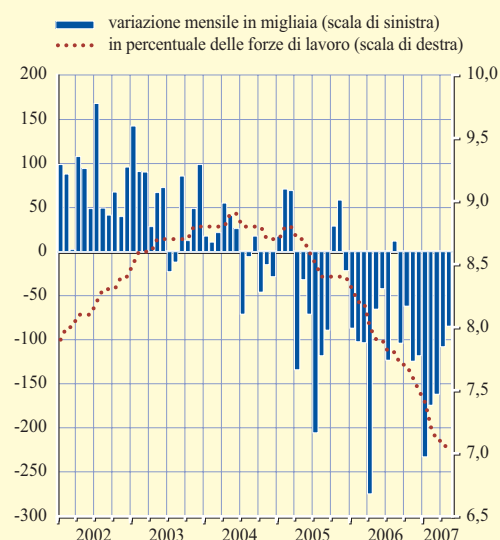
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'occupazione nell'area dell'euro è aumentata dello 0,4 per cento nel primo trimestre del 2007, rispetto allo 0,3 per cento del trimestre precedente. Sebbene la scomposizione settoriale dell'occupazione totale per il primo trimestre non sia ancora disponibile, non vi sono indicazioni di una variazione delle tendenze precedenti. Nel quarto trimestre del 2006 l'espansione dell'occupazione nell'area è stata sostenuta dall'andamento dei settori dei servizi e delle costruzioni, mentre l'occupazione nell'agricoltura e nell'industria al netto delle costruzioni si è ridotta (cfr. tavola 7).

Nel primo trimestre del 2007 la produttività del lavoro ha mostrato un incremento sul periodo corrispondente dell'1,6 per cento, lievemente inferiore a quello registrato nel trimestre precedente (1,8 per cento). Nonostante ciò, il ritmo della crescita del primo trimestre è stato più rapido rispetto a quello relativo all'insieme del 2006 (1,4 per cento) e, in una prospettiva di più lungo periodo, a quello mostrato in media nell'ultimo decennio (0,9 per cento). Sebbene il PMI composito per la produttività sia calato ulteriormente nel periodo aprile-maggio 2007, esso si è mantenuto al di sopra del valore soglia di 50 (che indica assenza di variazioni), segnalando pertanto una crescita positiva anche nel secondo trimestre.

Secondo le indagini della Commissione europea, nell'insieme del secondo trimestre del 2007 le attese di occupazione hanno evidenziato un nuovo incremento nei settori manifatturiero e dei servizi.

Figura 26 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2005	2006	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.
Totale economia	0,8	1,4	0,5	0,5	0,2	0,3	0,4
di cui:							
Agricoltura e pesca	-1,4	-0,4	0,1	0,7	-2,0	-0,5	.
Industria	-0,1	0,7	0,1	0,3	0,2	0,4	.
Escluse le costruzioni	-1,3	-0,2	-0,1	0,2	0,0	-0,1	.
Costruzioni	2,7	2,8	0,6	0,7	0,9	1,7	.
Servizi	1,3	1,8	0,7	0,5	0,4	0,3	.
Commercio e trasporti	0,6	1,2	0,6	0,5	0,0	0,3	.
Finanziari e alle imprese	2,1	3,5	0,9	0,9	1,0	0,8	.
Amministrazione pubblica ¹⁾	1,4	1,4	0,7	0,3	0,3	0,0	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

Anche le aspettative di occupazione desunte dal PMI sono aumentate in entrambi questi settori. Nel complesso, gli ultimi indicatori economici segnalano ulteriori innalzamenti dell'occupazione nel secondo trimestre dell'anno.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Le prospettive per l'economia dell'area dell'euro permangono positive, rispecchiando un contesto propizio per la domanda interna ed estera. Ci si attende che l'attività di investimento rimanga dinamica, sospinta da condizioni di finanziamento favorevoli, dalla elevata redditività delle imprese e dal rafforzamento della loro efficienza. Si ritiene che il miglioramento in atto nel mercato del lavoro sia favorevole a una ripresa della crescita dei consumi privati. Le condizioni esterne dovrebbero fornire un solido sostegno all'espansione delle esportazioni dell'area dell'euro. I rischi per questo scenario sono sostanzialmente bilanciati nel breve periodo. Su un orizzonte temporale di più lungo termine i rischi rimangono al ribasso, soprattutto a causa della possibilità di shock avversi sotto forma di un aumento delle pressioni protezionistiche, di ulteriori incrementi dei corsi petroliferi, di una correzione disordinata degli squilibri mondiali e di possibili mutamenti delle valutazioni dei mercati finanziari.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Negli ultimi tre mesi l'euro si è lievemente apprezzato in termini effettivi di riflesso, in parte, al compensarsi di variazioni di segno opposto nei confronti di alcune divise.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

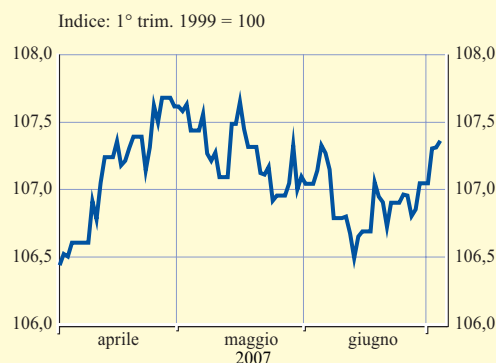
Il 4 luglio il tasso di cambio effettivo nominale – misurato rispetto alle divise di 24 importanti partner commerciali dell'area – era superiore dell'1 per cento circa al livello di fine marzo e del 3,6 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 27). Questo apprezzamento ha riflesso variazioni dei tassi bilaterali che si sono in parte compensate, con l'euro che si è rafforzato, fra l'altro, su yen giapponese, dollaro statunitense e franco svizzero, mentre si è deprezzato considerevolmente nei confronti dei dollari canadese e australiano.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Negli ultimi tre mesi l'euro si è rafforzato complessivamente sul dollaro statunitense, nonostante una certa volatilità. Dalla fine di marzo il comportamento del tasso di cambio della moneta unica europea rispetto al dollaro è stato influenzato dalle periodiche revisioni da parte degli operatori di mercato delle valutazioni sulle prospettive cicliche relative nelle due aree economiche. In aprile l'euro si è apprezzato, forse in relazione a una valutazione più favorevole da parte degli operatori di mercato circa le prospettive relative, mentre successivamente, si è lievemente indebolito nel corso di maggio e nella prima metà di giugno, dal momento che i dati economici hanno indotto gli operatori di mercato a rivedere al rialzo le loro valutazioni sulle prospettive per la crescita economica statunitense. Più di recente, un'ulteriore inversione nella valutazione degli operatori di mercato, di riflesso alla pubblicazione di dati contrastanti sull'inflazione e la crescita negli Stati Uniti, ha contribuito a un nuovo apprezzamento dell'euro nella parte restante di giugno e nei primi giorni di luglio. Come nei mesi precedenti, le variazioni nelle percezioni delle differenze cicliche fra le due aree economiche si sono riflesse nelle variazioni dei differenziali di tasso di interesse fra Stati Uniti e area dell'euro. Benché in precedenza i prezzi dei derivati valutari abbiano seguito un andamento coerente con crescenti attese del mercato di un apprezzamento dell'eu-

Figura 27 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti ¹⁾

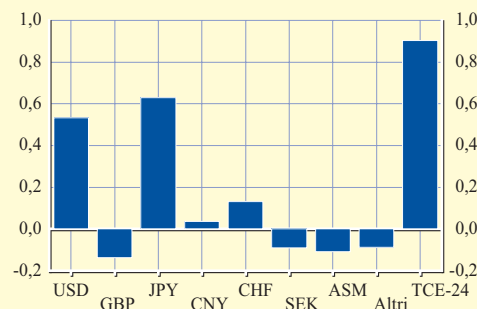
(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale ²⁾

Dal 30 marzo al 4 luglio 2007

(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.

ro nel breve termine, a partire da maggio essi si sono mossi verso valori in linea con la stabilità sostanziale del tasso di cambio bilaterale euro/dollaro. La volatilità implicita del tasso euro/dollaro ha continuato a scendere, raggiungendo valori inferiori al 5 per cento nella seconda metà di giugno per poi tornare su livelli lievemente superiori nei primi giorni di luglio. Nello stesso periodo è aumentata, invece, l'incertezza degli operatori di mercato circa l'andamento futuro del tasso di cambio dell'euro nei confronti della valuta nipponica. Il 4 luglio l'euro era scambiato a 1,36 dollari, un livello superiore del 2,3 per cento a quello di fine marzo e dell'8,5 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 28).

YEN GIAPPONESE/EURO

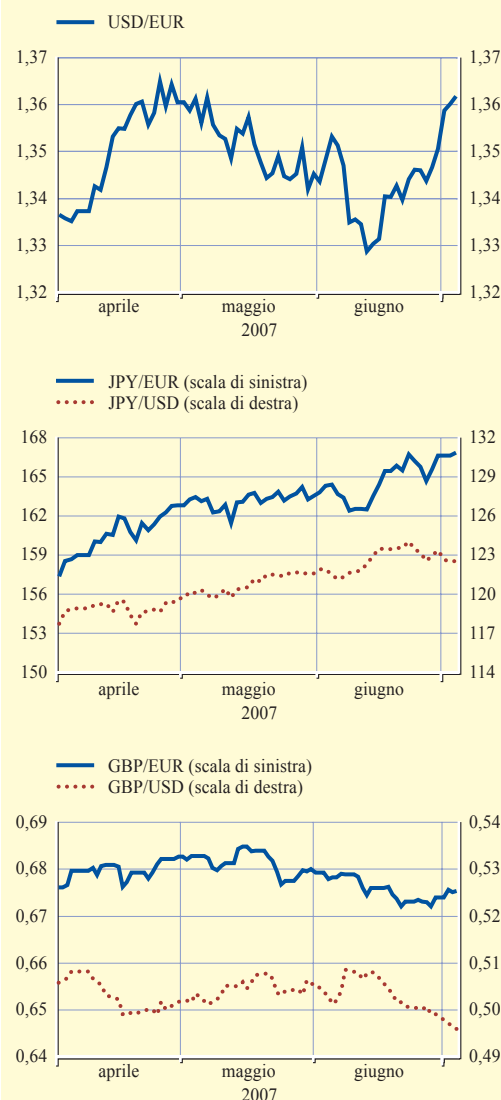
Negli ultimi tre mesi l'euro ha continuato a rafforzarsi sullo yen giapponese e il 4 luglio ha raggiunto un massimo storico. Gli operatori di mercato riconducono tale apprezzamento soprattutto a un'attitudine del mercato favorevole al rischio che, congiuntamente a un contesto in cui la volatilità rimane su livelli storicamente bassi, ha favorito il perdurare di volumi elevati di *carry trade* (operazioni in cui monete a basso rendimento, come lo yen, vengono spesso utilizzate come strumenti di finanziamento). La volatilità implicita nel tasso di cambio yen/euro si è ridotta sensibilmente rispetto al picco di marzo sebbene in giugno abbia teso a un nuovo lieve aumento. Gli andamenti dei prezzi delle opzioni valutarie segnalano dagli inizi del 2007 attese perduranti di un lieve rafforzamento, nel breve termine, della moneta nipponica rispetto a quella unica europea. Il 4 luglio l'euro era quotato a 166,87 yen, un valore superiore del 6,1 per cento a quello di fine marzo e del 14,2 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 28).

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Dalla fine di marzo le valute all'interno degli AEC II, ad eccezione della corona slovacca e del lat lettone, si sono mantenute stabili e hanno continuato a essere scambiate a tassi prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 29). Dopo essersi apprezzata in marzo, la corona slovacca in aprile ha iniziato a indebolirsi. Il 4 luglio la valuta slovacca era scambiata a un valore superiore del 5,5 per cento alla parità centrale. Nello stesso periodo, il lat lettone si è apprezzato di circa il 2 per cento: tale apprezzamento si è verificato quasi interamente in aprile, mentre nei due mesi successivi il tasso di cambio sull'euro è rimasto sostanzialmente invariato. Il 4 luglio il lat lettone era scambiato a un valore superiore di quasi l'1 per cento alla parità centrale prevista dagli AEC II.

Figura 28 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Per ciò che riguarda le valute degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, fra la fine di marzo e il 4 luglio l'euro si è indebolito di circa mezzo punto percentuale rispetto alla sterlina britannica e del 2 per cento circa rispetto alla corona svedese. Nel contempo si è deprezzato sullo zloty polacco (del 2,8 per cento) e sul leu romeno (del 6,6 per cento), mentre si è apprezzato sulla corona ceca (del 2,5 per cento).

ALTRE VALUTE

Negli ultimi tre mesi l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro di Singapore (del 2,5 per cento), del dollaro di Hong Kong (del 2,2 per cento) e del franco svizzero (dell'1,9 per cento). Si è invece deprezzato del 3,7 per cento sul dollaro australiano e del 6,2 per cento su quello canadese.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

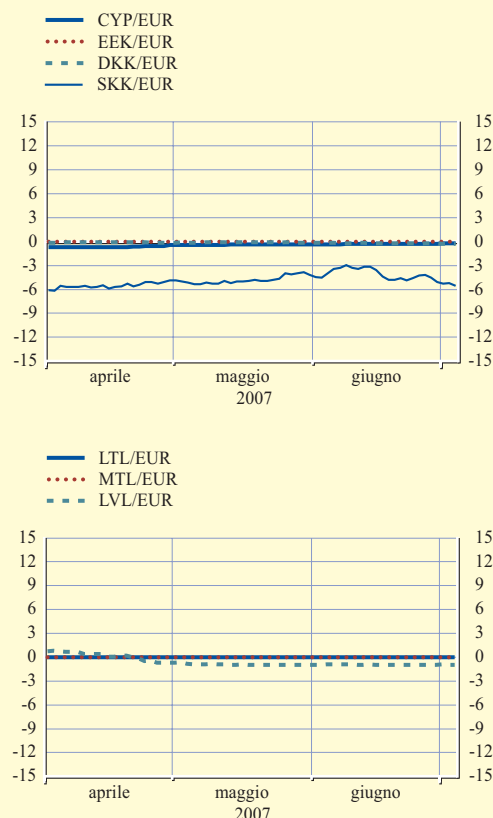
Nei tre mesi fino ad aprile il tasso di crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro è diminuito, a fronte di una lieve accelerazione delle importazioni. Tuttavia, l'avanzo dei beni cumulato su dodici mesi ha continuato ad aumentare rispetto al livello registrato un anno prima, determinando un avanzo di conto corrente pari allo 0,1 per cento del PIL nei dodici mesi fino ad aprile contro il disavanzo dell'anno precedente. Al ritorno all'avanzo di conto corrente ha contribuito anche una flessione del disavanzo cumulato dei redditi nello stesso periodo. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino ad aprile gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 227,7 miliardi di euro, contro i deflussi netti per 28,2 miliardi di un anno prima. Questo mutamento di direzione rispecchia principalmente i maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Nei tre mesi fino ad aprile il tasso di crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro è diminuito, a fronte di una lieve accelerazione delle importazioni. Il valore delle esportazioni di beni e servizi è aumentato dell'1,3 per cento, rispetto al 3,0 dei tre mesi precedenti fino a gennaio. Nel contempo il tasso di crescita delle importazioni di beni e servizi è salito all'1,6 per cento dallo 0,9 per cento del periodo precedente (cfr. tavola 8). Mentre l'accelerazione delle importazioni ha interessato sia i beni sia i servizi, il rallentamento delle esportazioni è stato più pronunciato nell'interscambio commerciale di beni. Le esportazioni di servizi sono aumentate vigorosamente al tasso del 3,0 per cento nei tre mesi fino ad aprile.

Figura 29 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di 3 mesi dati a fine				Dati cumulati sui 12 mesi a fine	
	2007 mar.	2007 apr.	2006 lug.	2006 ott.	2007 gen.	2007 apr.	2006 apr.	2007 apr.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente	6,7	-4,0	-1,7	0,9	3,7	-0,3	-20,0	7,7
Beni (saldo)	7,9	3,5	0,6	3,3	5,9	5,0	26,8	44,6
Esportazioni	123,7	122,6	113,6	118,9	122,4	123,3	1.280,3	1.434,7
Importazioni	115,9	119,1	113,0	115,6	116,5	118,3	1.253,5	1.390,1
Servizi (saldo)	4,7	2,2	2,9	2,6	3,2	3,7	36,9	37,3
Esportazioni	38,6	37,9	35,9	35,7	36,8	37,9	414,3	439,1
Importazioni	33,9	35,7	33,0	33,1	33,6	34,3	377,4	401,8
Redditi (saldo)	-0,6	-0,8	0,0	1,5	0,0	-2,1	-12,7	-2,0
Trasferimenti correnti (saldo)	-5,3	-8,8	-5,3	-6,4	-5,4	-6,9	-70,9	-72,2
Conto finanziario ¹⁾	-39,2	18,2	11,7	17,2	1,5	-10,1	111,9	60,9
Investimenti diretti e di portafoglio	63,0	-8,0	26,1	2,3	24,5	22,9	-28,2	227,7
Investimenti diretti	-8,4	-24,4	-10,9	-15,3	-18,9	-15,0	-192,2	-180,7
Investimenti di portafoglio	71,4	16,3	37,1	17,7	43,4	38,0	164,0	408,3
Azioni	42,8	-8,2	33,2	2,3	26,5	17,6	188,5	238,7
Strumenti di debito	28,6	24,6	3,9	15,4	16,9	20,4	-24,5	169,6
Obbligazioni e notes	42,5	10,3	17,0	12,9	25,1	19,6	-20,1	224,0
Strumenti del mercato monetario	-13,9	14,3	-13,1	2,5	-8,3	0,8	-4,4	-54,3
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	0,9	-1,1	1,1	3,5	3,0	1,3	11,4	10,6
Importazioni	-2,1	3,4	2,1	1,9	0,9	1,6	16,0	9,9
Beni								
Esportazioni	0,2	-0,9	1,0	4,7	2,9	0,7	11,8	12,1
Importazioni	-3,3	2,8	1,9	2,4	0,7	1,5	17,7	10,9
Servizi								
Esportazioni	3,5	-2,0	1,5	-0,5	3,1	3,0	10,4	6,0
Importazioni	2,2	5,4	2,8	0,4	1,5	1,9	10,6	6,5

Fonte: BCE.

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

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

La scomposizione dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro in volumi e prezzi, disponibile anch'essa fino ad aprile, indica che i volumi delle esportazioni sono il principale fattore alla base della diminuzione della crescita dei beni esportati in termini di valore. Cresciuti vigorosamente nella seconda metà del 2006, i volumi delle esportazioni hanno marcatamente rallentato agli inizi del 2007, registrando una crescita quasi nulla nei tre mesi fino ad aprile. Benché ciò possa essere in parte interpretato come una correzione dopo la crescita delle esportazioni di beni eccezionalmente vigorosa nei mesi precedenti, al recente rallentamento potrebbe aver altresì contribuito una domanda esterna lievemente più debole, ancorché tuttora robusta. Nel contempo i prezzi dei beni all'esportazione sono aumentati dello 0,8 per cento nei tre mesi fino ad aprile rispetto ai tre mesi precedenti.

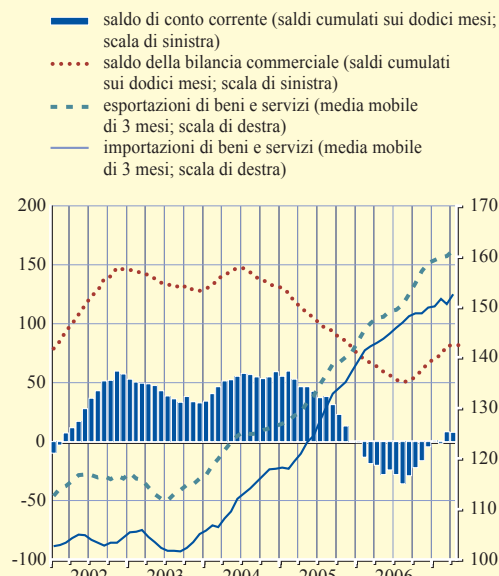
Dal lato delle importazioni, la scomposizione suggerisce che la lieve crescita del valore delle importazioni è attribuibile in parte all'aumento dei prezzi. I rincari dei beni all'importazione riflette

in parte il recente aumento dei corsi petroliferi mondiali, sebbene questi ultimi siano stati compensati in parte dall'apprezzamento dell'euro a partire dall'inizio dell'anno.

In un'ottica di più lungo periodo, ad aprile il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un avanzo di 7,7 miliardi di euro (circa lo 0,1 per cento del PIL) a fronte di un disavanzo per 20 miliardi registrato un anno prima (cfr. figura 30). Il passaggio da disavanzo ad avanzo di conto corrente è principalmente riconducibile a un aumento dell'avanzo dei beni di circa 17,8 miliardi di euro, che mantiene l'andamento al rialzo iniziato a settembre per effetto soprattutto della flessione dei prezzi delle importazioni petrolifere. Inoltre, il disavanzo dei redditi è diminuito di circa 10,7 miliardi di euro, per effetto dei maggiori introiti solo in parte controbilanciati da un aumento degli esborsi. Il riquadro 3 passa in rassegna l'andamento dei saldi di conto corrente nei paesi dell'area dell'euro dal 1998 al 2006, soprattutto in una prospettiva di risparmio e investimento.

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

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Riquadro 3

I SALDI DI CONTO CORRENTE NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO IN UNA PROSPETTIVA DI RISPARMIO E INVESTIMENTO

Il saldo di conto corrente dell'area dell'euro è stato prossimo allo zero dall'avvio della Terza fase dell'UEM nel 1999. Tuttavia, in molti paesi dell'area esso ha avuto andamenti divergenti nel periodo (cfr. la figura, riquadro a). Fra il 1998 e il 2006, in Spagna e Grecia i disavanzi di conto corrente in rapporto al PIL hanno registrato un aumento significativo. Nel 2006, questi due paesi insieme al Portogallo hanno registrato, in percentuale del PIL, i disavanzi di conto corrente più elevati dei paesi dell'area. Nello stesso periodo, il disavanzo di conto corrente tedesco è diventato un avanzo e nei Paesi Bassi l'avanzo di conto corrente è ulteriormente aumentato. Questi due paesi insieme a Lussemburgo e Finlandia hanno registrato gli avanzi di conto corrente più elevati nel 2006. Le variazioni dei saldi di conto corrente degli altri paesi dell'area sono state più contenute. Nel presente riquadro le variazioni rilevanti dei saldi di conto corrente nel periodo compreso fra il 1998 e il 2006 sono valutate soprattutto in una prospettiva di risparmio e investimento. Tale prospettiva fornisce un'indicazione di come gli andamenti dei saldi di conto corrente siano correlati all'evoluzione delle attività di risparmio e investimento.

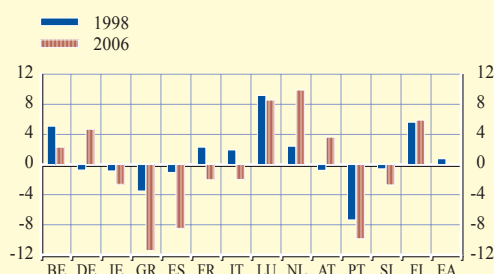
In termini contabili, si può definire il conto corrente come la differenza fra il risparmio nazionale lordo e gli investimenti fissi lordi ¹⁾. In molti paesi dell'area dell'euro, l'andamento dei saldi

1) Per l'origine di questa definizione, cfr. ad esempio, *Balance of Payments Manual* dell'FMI, (1993), p. 13.

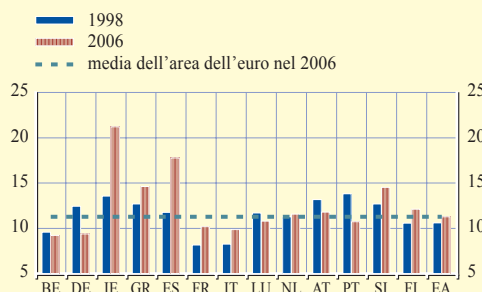
di conto corrente è collegato a una serie di variazioni di queste due componenti (cfr. la figura, riquadro b). Tuttavia, il netto peggioramento dei saldi di conto corrente in Spagna e Grecia dal 1998 è stato principalmente associato a un incremento degli investimenti fissi lordi, soprattutto nel settore privato. Una scomposizione settoriale degli investimenti fissi lordi in costruzioni, attrezzature e altri investimenti mostra che l'aumento del deficit di conto corrente della Spagna

Saldi di conto corrente, risparmi e investimenti e costi del lavoro per unità di prodotto

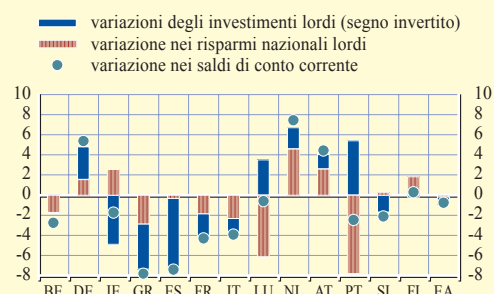
a) Saldi di conto corrente
(in percentuale del PIL)



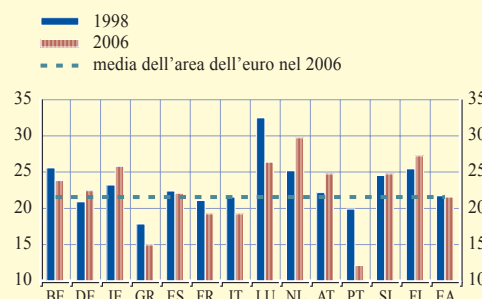
d) Investimenti lordi in costruzioni
(in percentuale del PIL)



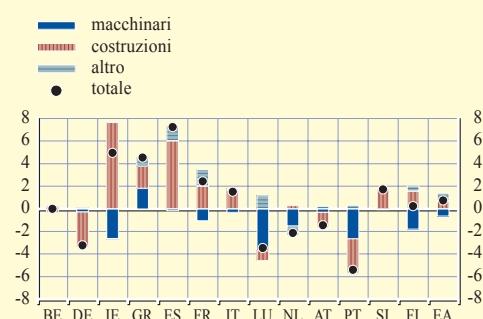
b) Variazioni nei saldi di conto corrente e nelle loro componenti
nel periodo 1998-2006
(punti percentuali)¹⁾



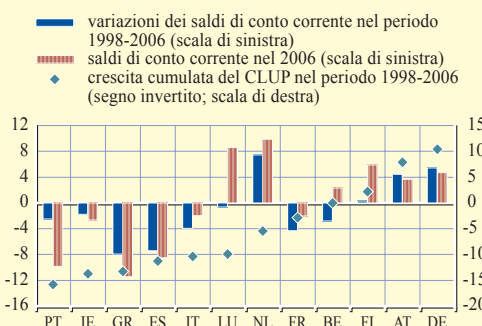
e) Risparmi nazionali lordi
(in percentuale del PIL)



c) Variazioni negli investimenti lordi nel periodo 1998-2006
(punti percentuali)



f) Saldi di conto corrente e CLUP cumulati²⁾
(punti percentuali; percentuali del PIL; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE su dati della Commissione europea.

Note: le cifre relative all'area dell'euro non comprendono la Slovenia. I saldi di conto corrente dei singoli paesi dell'area dell'euro si riferiscono al saldo delle transazioni correnti con il resto del mondo, inclusi gli altri paesi dell'area.

1) Nella figura B una barra positiva (negativa) di colore blu chiaro indica una diminuzione (un aumento) degli investimenti lordi, che causa un miglioramento (peggioramento) del saldo di conto corrente. Una barra positiva (negativa) di colore blu scuro indica un aumento (una diminuzione) nei risparmi lordi, che causa un miglioramento (peggioramento) del saldo di conto corrente. La discrepanza statistica fra il saldo effettivo di conto corrente e la differenza fra risparmi e investimenti nella figura B è dovuta principalmente a trasferimenti netti di capitale ed errori di misura.

2) Nella figura F un segno negativo dei CLUP cumulati indica una diminuzione rispetto alla media dell'area dell'euro, cioè un deterioramento della competitività di costo. I paesi sono ordinati secondo le variazioni, in termini relativi alla media dell'area, nei saldi cumulati.

a partire dal 1998 è stato principalmente connesso a crescenti investimenti in costruzioni in rapporto al PIL (cfr. la figura, riquadro c). Come riporta il riquadro d della figura, in Spagna negli ultimi anni la dimensione del settore delle costruzioni in relazione al PIL è cresciuto significativamente e attualmente è il secondo più grande dell'area dell'euro dopo quello dell'Irlanda. Quanto al risparmio, in Spagna un incremento del risparmio pubblico lordo ha neutralizzato in larga misura l'effetto del calo di quello privato lordo. In Grecia, l'espansione del disavanzo di conto corrente è stata associata a un incremento degli investimenti sia in attrezzature sia in costruzioni rispetto al PIL. Inoltre, il rapporto fra il risparmio nazionale lordo e il PIL è diminuito a partire dal 1998 e ha raggiunto nel 2006 il livello più basso dell'area dell'euro dopo il Portogallo (cfr. figura a, riquadro e).

Per quanto riguarda i paesi che hanno osservato un miglioramento significativo dei saldi di conto corrente fra il 1998 e il 2006, in Germania e nei Paesi Bassi il miglioramento è stato in parte associato a un calo degli investimenti fissi lordi. In particolare, in Germania il calo degli investimenti in costruzioni in rapporto al PIL ha contribuito al miglioramento del saldo di conto corrente. Ciò ha riflesso una sostenuta correzione del settore delle costruzioni, dopo il *boom* conseguente alla riunificazione.

Alcune differenze nei saldi di conto corrente nazionali fra paesi e regioni sono una caratteristica ordinaria di un'unione monetaria, in quanto i flussi di capitale riflettono decisioni di risparmio e investimento che favoriscono gli Stati membri e le regioni che hanno migliori prospettive di crescita e tassi di rendimento attesi superiori, ad esempio, in relazione a processi di convergenza e a riforme strutturali riuscite. Nel contesto dell'area dell'euro il mercato unico ha migliorato la libera circolazione di beni, servizi e capitali, mentre l'introduzione dell'euro, insieme alla liberalizzazione dei mercati finanziari, ha comportato una riduzione dei costi di finanziamento e un maggiore accesso ai finanziamenti in alcuni paesi. Questi fattori potrebbero aver contribuito a determinare andamenti divergenti dei saldi di conto corrente fra i paesi dell'area dell'euro. Inoltre, tali tipi di andamento possono essere il naturale risultato di shock asimmetrici.

Tuttavia, è anche possibile che disavanzi di conto corrente consistenti riflettano squilibri macroeconomici o rigidità strutturali come una carenza di flessibilità dei prezzi e dei salari. Ad esempio, notevoli disavanzi di conto corrente che riflettono scarso risparmio accompagnato a un forte indebitamento potrebbero indicare un andamento sfavorevole della competitività o attese eccessivamente ottimistiche circa la crescita dei redditi e i rendimenti degli investimenti futuri. Ciò, a sua volta, potrebbe anche determinare un'accresciuta vulnerabilità di alcune economie in relazione a un eccesso di investimenti. Nella pratica, non è facile distinguere questi diversi fattori e determinare il percorso di equilibrio di un saldo di conto corrente.

Come illustrato dal riquadro f della figura, vi sono alcuni riscontri di una generale correlazione tra i saldi di conto corrente e l'andamento della competitività di prezzo e di costo: ad esempio, i paesi con consistenti disavanzi di conto corrente o saldi di conto corrente in peggioramento mostrano spesso perdite cumulate di competitività e vice versa²⁾. Andamenti divergenti della competitività di prezzo e di costo potrebbero riflettere risposte normali e addirittura auspicabili ai processi di convergenza e a shock specifici per paese. Tuttavia, potrebbero anche indicare un'evoluzione del costo del lavoro non giustificabile dal punto di vista economico nonché in-

2) Per un'analisi dei saldi di conto corrente e degli indicatori di competitività cfr. il Bollettino mensile della Deutsche Bundesbank (2007), *Current account balances and price competitiveness in the euro area*, volume 59, n. 6, giugno 2007.

dicativa di una scarsa flessibilità dei prezzi e dei salari o di attese eccessivamente ottimistiche riguardo alla futura crescita dei redditi in alcuni paesi. Per questa ragione, l'interpretazione di andamenti divergenti degli indicatori di competitività di prezzo e di costo è complessa e l'evoluzione deve essere tenuta sotto attenta osservazione.

Dal momento che le politiche monetarie e del cambio non sono più manovrabili al livello nazionale all'interno dell'area dell'euro, è importante assicurarsi che i restanti meccanismi di adeguamento agli shock operino in maniera adeguata. Il funzionamento regolare ed efficiente dei meccanismi di riequilibrio economico all'interno dell'area dell'euro richiede la rimozione delle barriere istituzionali che si frappongono al raggiungimento di meccanismi flessibili di fissazione di prezzi e salari, nonché la piena realizzazione del Mercato Unico con maggiore concorrenza transfrontaliera.

CONTO FINANZIARIO

Nel conto finanziario gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme considerevoli afflussi netti cumulati pari a 227,7 miliardi di euro nei dodici mesi fino ad aprile contro deflussi netti per 28,2 miliardi di un anno prima. Questo cambio di direzione è riconducibile prevalentemente ai maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio, soprattutto in titoli azionari e più di recente in strumenti di debito a lungo termine (cfr. figura 31).

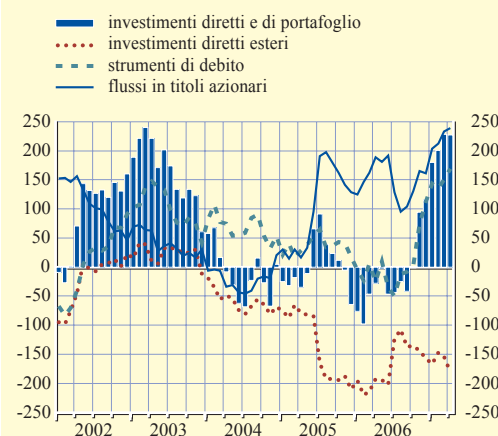
Per quanto riguarda gli investimenti di portafoglio, l'area dell'euro ha continuato a registrare afflussi netti relativamente cospicui per investimenti di portafoglio in titoli azionari, sospinti dalle aspettative favorevoli di crescita degli utili delle imprese dell'area dell'euro rispetto alle rispettive controparti statunitensi. Il recente aumento degli afflussi netti cumulati su dodici mesi per titoli azionari rispetto all'anno precedente ha rispecchiato principalmente acquisti netti inferiori di titoli azionari esteri da parte di residenti nell'area.

Più di recente, l'incremento degli afflussi netti per investimenti di portafoglio è stato attribuibile soprattutto all'aumento degli afflussi netti in obbligazioni e *notes*, dovuto quasi interamente a maggiori acquisti netti di obbligazioni e *notes* dell'area dell'euro da parte di non residenti, per un importo cumulato nei dodici mesi fino ad aprile pari a 525 miliardi di euro rispetto ai 254 miliardi di un anno prima. In genere, questi andamenti indicano una possibile ricomposizione dei portafogli su scala mondiale a favore di strumenti a reddito fisso in un contesto di aumenti a livello mondiale dei tassi di interesse.

I crescenti deflussi netti per investimenti diretti esteri (IDE) riflettono in larga misura un aumento degli IDE verso l'esterno da parte di società dell'area dell'euro, soprattutto sotto forma di capitale di rischio e di utili reinvestiti. Ciò potrebbe essere riconducibile in parte alle prospettive economiche positive per le imprese multinazionali dell'area che sembrano incoraggiare un'ulteriore espansione all'estero.

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

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



Fonte: BCE.

L'INTERPRETAZIONE DEGLI ANDAMENTI MONETARI DALLA METÀ DEL 2004



L'analisi monetaria costituisce uno dei pilastri della strategia di politica monetaria della BCE. Un'approfondita disamina degli andamenti monetari contribuisce a individuare in una fase iniziale spostamenti della dinamica di fondo dell'inflazione e fornisce quindi informazioni rilevanti per le decisioni di politica monetaria mirate al mantenimento della stabilità dei prezzi. Nell'interpretare gli andamenti monetari, è importante distinguere i fenomeni di "disturbo" a breve termine nei dati monetari dal "segnale" rilevante ai fini della politica monetaria racchiuso negli andamenti monetari persistenti. Per far fronte a questa sfida, lo schema analitico alla base dell'analisi monetaria della BCE è stato ampliato e approfondito. Tale schema si estende ben oltre il raffronto del tasso di crescita di M3 sui dodici mesi con il valore di riferimento della BCE per la crescita monetaria, comprendendo un'analisi delle componenti, delle contropartite e della composizione per settore di M3, nonché degli andamenti di altri aggregati monetari e creditizi. Il presente articolo fornisce indicazioni su alcuni strumenti e schemi in uso presso la BCE per condurre l'analisi monetaria. Esso non affronta la questione di come il segnale rilevante a fine delle decisioni di politica monetaria derivante da questa analisi interagisce con quello dall'analisi economica nel contesto della strategia di politica monetaria della BCE.

A partire dalla metà del 2004, il ritmo di espansione monetaria di fondo nell'area dell'euro ha mostrato una tendenza verso l'alto. Ciò si è riflesso nel tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3, che è aumentato dal 5 per cento circa agli inizi del 2004 a oltre il 10 per cento nel primo trimestre del 2007. Sebbene sia necessaria un'attenta interpretazione dei dati, anche altri indicatori segnalano una rapida espansione monetaria e creditizia in questo periodo: il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è considerevolmente aumentato dagli inizi del 2004 fino a raggiungere valori a due cifre, mentre la crescita sui dodici mesi di M1 è rimasta prossima al 10 per cento durante il 2004 e il 2005, per poi mostrare segni di moderazione nel 2006¹⁾.

A differenza del precedente episodio di crescita vigorosa di M3 nell'area dell'euro fra il 2001 e il 2003 (che è stato considerato piuttosto favorevole in termini di prospettive di inflazione), il ritmo crescente dell'espansione monetaria dalla metà del 2004 è stato interpretato come un segnale di rischi al rialzo progressivamente crescenti per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine. In linea con la strategia di politica monetaria della BCE, dal momento che tale valutazione si è consolidata nel corso del 2005, gli andamenti monetari hanno contribuito alla decisione del Consiglio direttivo del dicembre 2005 di cominciare a rimuovere l'orientamento accomodante della politica monetaria innalzando i tassi di interesse di riferimento della BCE. Nonostante l'aumento dei tassi di interesse a breve termine dalla fine del 2005, la crescita sui dodici mesi di M3 si è rafforzata negli ultimi diciotto mesi, in larga misura per effetto della vigorosa domanda di strumenti negoziabili a più breve termine compresi in M3, che a sua volta è stata stimolata da tassi di interesse a breve termine più elevati e dalla conseguente curva dei rendimenti più piatta. Tuttavia, altri indicatori monetari (in particolare i tassi di incremento di M1 e dell'indebitamento delle famiglie) sono diminuiti via via che si è manifestato l'impatto dei tassi di interesse più elevati.

Il presente articolo passa in rassegna le caratteristiche principali degli andamenti monetari nell'area dell'euro dalla metà del 2004, ne presenta varie spiegazioni (concentrandosi sull'impatto del livello storicamente basso dei tassi di interesse nominali osservato in questo periodo) e descrive come la valutazione delle loro implicazioni per le prospettive degli andamenti dei prezzi sia stata effettuata in tempo reale dagli esperti della BCE.

1) L'osservazione più recente per i dati monetari del presente articolo è il primo trimestre del 2007 e per le variabili reali il quarto trimestre del 2006.

I INTRODUZIONE

Dalla metà del 2004 il tasso di espansione monetaria nell'area dell'euro è aumentato significativamente, come illustrato dagli andamenti del tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3, aumentato da un valore lievemente inferiore al 5 per cento nel marzo 2004 a uno superiore al 10 per cento nel marzo 2007. In linea generale, altri indicatori monetari (come la crescita dei prestiti delle IFM al settore privato e la dinamica di M1) sono coerenti con il quadro di una vigorosa espansione monetaria per la maggior parte di questo periodo.

In linea con la strategia di politica monetaria della BCE, questi andamenti monetari sono stati attentamente analizzati per ricavare le informazioni in essi contenute circa le prospettive degli andamenti dei prezzi nel medio e più lungo periodo. Tali informazioni sono rilevanti per definire e attuare una politica monetaria mirata al mantenimento della stabilità dei prezzi. Sulla base dell'analisi monetaria, dalla fine del 2004 il Consiglio direttivo ha identificato crescenti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Poiché questa interpretazione si è consolidata nel corso del 2005 in un contesto di tassi di espansione monetaria sostenuti e in aumento, gli andamenti monetari hanno contribuito in ultima istanza alla decisione del Consiglio direttivo del dicembre 2005 di cominciare a rimuovere l'orientamento accomodante della politica monetaria innalzando i tassi di interesse di riferimento della BCE.

Più specificatamente, l'analisi monetaria concorre a individuare gli andamenti a più lungo termine dell'inflazione che sono utilizzati per una verifica incrociata della valutazione dei rischi a breve e medio termine per la stabilità dei prezzi ottenuti dall'analisi economica della BCE. Tale approccio si basa sull'assodata relazione empirica fra gli andamenti

di fondo della crescita monetaria e l'inflazione, che si è riscontrato essere robusta nel tempo, tra paesi e regimi di politica monetaria diversi. Il riquadro 1 descrive alcuni aspetti delle modalità con cui questa importante relazione empirica viene utilizzata in pratica nell'analisi monetaria condotta periodicamente dagli esperti della BCE.

In questo contesto, la sezione 2 descrive approfonditamente i recenti andamenti monetari, mettendo in risalto come tassi di crescita apparentemente analoghi dell'aggregato monetario ampio M3 possono essere associati a un'espansione monetaria di natura significativamente diversa. La sezione 3 offre una spiegazione degli andamenti monetari fra la metà del 2004 e la fine del 2005, concentrandosi sull'impatto del livello storicamente basso dei tassi di interesse osservato in questo periodo. La sezione 4 discute come questa analisi di fondo sia stata utilizzata per sviluppare le conclusioni rilevanti ai fini della politica monetaria. In conclusione, la sezione 5 descrive e spiega l'evoluzione degli andamenti monetari dagli inizi del 2006, esaminando l'impatto degli aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE in tale periodo.

Nell'affrontare queste questioni, l'articolo è funzionale a due scopi. In primo luogo offre l'opportunità di illustrare l'estensione e l'accuratezza degli strumenti e degli schemi utilizzati dagli esperti della BCE nell'effettuare l'analisi monetaria in tempo reale, perseguendo così l'obiettivo della trasparenza. In particolare, esso dimostra come gli strumenti esistenti si siano evoluti e ne siano stati sviluppati di nuovi per affrontare le sfide pratiche dell'analisi monetaria negli ultimi anni. In secondo luogo, l'articolo offre l'opportunità di aggiornare la descrizione e l'analisi degli andamenti monetari presentate precedentemente nell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, pubblicata nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

Riquadro 1

CAUSALITÀ A BREVE E LUNGO TERMINE DI M3 RISPETTO ALL'INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

È opinione largamente condivisa che la crescita monetaria e l'inflazione siano collegate nel lungo periodo. Nella letteratura recente, tale legame è stato espresso come una relazione fra la "com-

ponente a bassa frequenza” della crescita monetaria e quella dell’inflazione¹⁾. In tale contesto, la componente a bassa frequenza andrebbe intesa come l’evoluzione più persistente o tendenziale nelle serie temporali che rimane una volta filtrata via la volatilità a breve termine. Un modo semplice di smussare le serie e recuperare queste componenti a bassa frequenza è considerare la media mobile su diversi trimestri. Resta la questione se questa relazione possa essere funzionale alla politica monetaria. Un aspetto della questione è se gli andamenti monetari anticipano o causano l’inflazione, nel senso che la componente a bassa frequenza della moneta contribuisce a prevedere l’inflazione futura fornendo informazioni aggiuntive rispetto a quelle già contenute nell’inflazione ritardata (ovvero prevedibilità relativa). Se così è, sorgono numerosi interrogativi corollari: su quale orizzonte gli andamenti monetari offrono maggiori informazioni circa l’inflazione? Quanto è necessario “smussare” le serie temporali (cioè per quale arco temporale si deve considerare la media mobile) per costruire le serie tendenziali? Si tratta di questioni empiriche che possono essere affrontate solo studiando i dati.

Reichlin e Lenza²⁾ (2007) affrontano tali questioni empiriche utilizzando un semplice modello bivariato che spiega la media mobile dell’inflazione sulla base dei suoi ritardi trimestrali e di quelli della crescita sul trimestre precedente di M3. Questo modello comprende quelli utilizzati dagli esperti della BCE nel costruire gli indicatori di inflazione basati sulla moneta. La prevedibilità relativa di M3 rispetto all’inflazione è valutata paragonando l’adeguatezza di questo modello (dentro e fuori il campione) con quella ottenuta modellando l’inflazione esclusivamente sui valori ritardati di se stessa (ovvero un modello autoregressivo di riferimento). Se il modello bivariato modella l’inflazione meglio di quello autoregressivo, allora si dice che M3 causa nel senso di Granger l’inflazione nel campione. L’analisi empirica si basa su dati trimestrali dell’area dell’euro relativi a M3 e sull’inflazione misurata sullo IAPC dal 1971 al 2005.

Sono effettuati due esercizi di previsione all’interno del campione. Inizialmente viene misurato isolatamente l’effetto di diversi orizzonti di previsione e gradi di smussamento dell’inflazione sulla relazione di causalità tra M3 e l’inflazione; successivamente, l’orizzonte di previsione e la lunghezza delle medie mobili dell’inflazione da prevedere sono posti uguali e l’evoluzione della causalità di M3 per l’inflazione è valutata quando entrambi variano contemporaneamente.

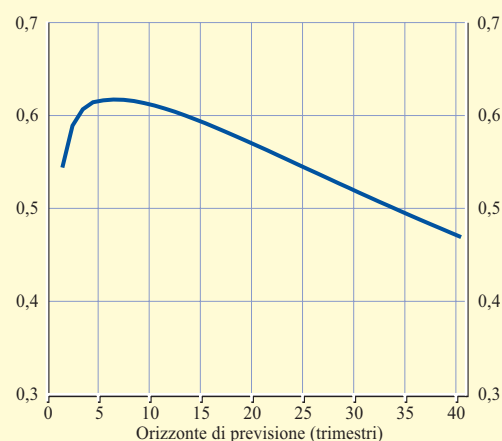
La prima serie di esercizi mostra che: (i) tanto più lungo è l’orizzonte di previsione, tanto meno M3 concorre a prevedere l’inflazione al di là di un modello autoregressivo; e (ii) tanto più lunga è la media mobile dell’inflazione oggetto di previsione (ossia tanto maggiore è la misura in cui l’inflazione è smussata), tanto più la M3 fornisce informazioni circa l’inflazione futura al di là di un modello autoregressivo.

La seconda serie di esercizi mostra che la prevedibilità relativa della crescita di M3 per l’inflazione smussata mostra una forma a U rovesciata (con un picco fra i quattro e i dieci trimestri) (cfr. figura A). Sugli orizzonti più brevi ovvero quanto minore è la lunghezza della media mobile, il vantaggio di aumentare il grado di smussamento dell’inflazione prevale sul costo di aumentare l’orizzonte di previsione. Tuttavia, all’allungarsi dell’orizzonte quest’ultimo alla fine supera i benefici derivati dall’incremento del grado di smussamento, creando quindi la forma a U rovesciata.

1) Cfr., ad esempio, Assenmacher-Wesche, K., Gerlach, S. (2006), *Interpreting Euro area inflation at high and low frequencies*, Working paper della BRI.

2) Reichlin, L., Lenza, M. (2007), *On short-term and long-term causality of money to inflation: understanding the problem and clarifying some conceptual issues*, disponibile sul sito Internet www.ecare.ulb.ac.be/ecare/people/members/reichlin/reichlin.html.

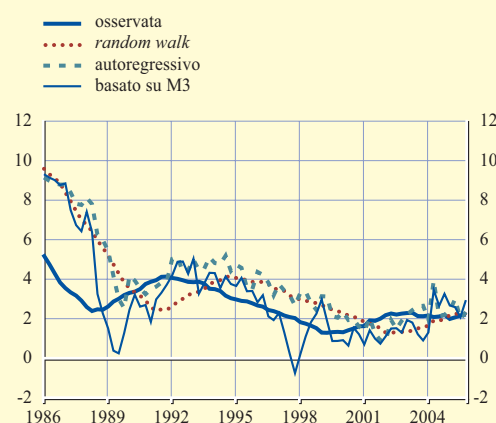
Figura A Una misura della prevedibilità relativa nel campione di M3 per l'inflazione



Fonte: stime BCE.

Nota: L'asse verticale mostra i valori della misura di causalità nel senso di Granger della crescita monetaria per l'inflazione, ovvero una misura della prevedibilità relativa. Valori più elevati indicano un maggiore guadagno derivante dall'introduzione della crescita monetaria in un modello per l'inflazione.

Figura B Previsioni fuori del campione della media mobile su dodici trimestri dell'inflazione, 12 trimestri in avanti



Fonte: stime BCE.

La prevedibilità relativa è (approssimativamente) massima per gli orizzonti di previsione e la durata delle medie mobili scelte dalla BCE nel contesto dell'analisi monetaria.

L'evidenza sopra presentata è basata su previsioni nel campione. Tuttavia, ai fini della politica monetaria è preferibile che gli indicatori dell'inflazione futura basati su M3 forniscano un segnale attendibile al di fuori del campione dal momento che gli analisti, in tempo reale, non possono avvalersi delle informazioni dall'intero campione. Reichlin e Lenza (2007) compiono una valutazione fuori del campione degli indicatori basati su M3 su un orizzonte di dodici trimestri per la media mobile a dodici trimestri dell'inflazione. Per ciascun periodo, tali indicatori sono derivati utilizzando solo quella parte del campione disponibile al momento in cui è stato prodotto l'indicatore ed estendono il campione di valutazione che va dal primo trimestre del 1986 al quarto del 2005³⁾. La figura B riporta l'inflazione osservata (linea blu in grassetto), l'indicatore di inflazione bivariato basato su M3 (linea blu sottile), una previsione di inflazione basata solamente sui ritardi di inflazione (linea tratteggiata verde) e, infine, la previsione di inflazione *random walk* (linea punteggiata rossa) che prevede che l'inflazione nei dodici trimestri successivi sia pari alla media mobile dell'inflazione degli ultimi dodici trimestri osservata nel campione. Quest'ultima è un riferimento di non-prevedibilità (relativa): se essa risulta fornire risultati migliori di tutti gli indicatori basati su modelli più sofisticati, si può concludere che è arduo formulare previsioni di inflazione.

La figura B rivela che M3 fornisce informazioni aggiuntive rispetto ai ritardi dell'inflazione, dal momento che gli indicatori di inflazione basati su M3 sono in genere più prossimi all'inflazione osservata di quanto non lo siano le previsioni basate esclusivamente sui ritardi dell'inflazione. Inoltre, in media, gli indicatori di inflazione basati su M3 seguono meglio l'inflazione osservata rispetto al modello *random walk*. Gli indicatori di inflazione basati su M3 sono caratterizzati da

3) Va notato, tuttavia, che i dati sono rivisti al quarto trimestre del 2005, pertanto l'esercizio è fuori del campione solo in modo fittizio.

episodi di volatilità persistenti, ancorché occasionali. La riduzione di questa volatilità, ottenuta filtrando la serie di M3 sulla base di informazioni esterne al modello e desunte da un'analisi dettagliata dei dati monetari, è un elemento essenziale dell'analisi monetaria in tempo reale nella pratica e determina migliori risultati dell'indicatore basato sulla moneta⁴⁾. Negli ultimi anni gli indicatori basati su M3 non hanno ottenuto risultati migliori del modello *random walk*. A tale riguardo, gli indicatori basati sulla moneta non sono diversi da un'ampia gamma di altri indicatori economici e finanziari di inflazione futura, dal momento che la prevedibilità di inflazione in molti paesi, compresa l'area dell'euro, è calata significativamente negli anni recenti per effetto della stabilità dell'andamento dell'inflazione⁵⁾. Nella misura in cui il basso livello dell'inflazione e la sua bassa volatilità sono in parte imputabili alla maggiore efficacia della politica monetaria nel mantenere la stabilità dei prezzi, essa suggerisce che i risultati di questi semplici modelli dovrebbero essere riferiti a "indicatori basati sulla moneta" anziché "previsioni basate sulla moneta".

4) Per la descrizione dei metodi per correggere le serie monetarie utilizzati presso la BCE e una valutazione in tempo reale dei risultati di previsione degli indicatori di inflazione futura ricavati da questi metodi, cfr. Fischer, B., Lenza, M., Pill, H., Reichlin, L. (2006), "Money and monetary policy: the ECB experience 1999-2006", di prossima pubblicazione in Beyer, a., Reichlin, L. (a cura di), *The role of money: money and monetary policy in the 21st century*.

5) Cfr. Fischer, Lenza, Pill, Reichlin (2006), Hofmann, B. (2006), *Do monetary indicators (still) predict euro area inflation?*, Discussion papers della Deutsche Bundesbank, Serie 1: Economic studies, n. 18/2006, e Lenza, M. (2006), *Does money help to predict inflation in the euro area*, disponibile sul sito Internet: <http://student.ulb.ac.be/~mlenza/>.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI DALLA METÀ DEL 2004

Dalla metà del 2004 la dinamica monetaria nell'area dell'euro si è rafforzata, raggiungendo tassi di crescita molto elevati in termini storici. Ciò è illustrato dal tasso di incremento sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3, che ha seguito un andamento crescente nel periodo (aumentando dal valore appena inferiore al 5 per cento degli inizi del 2004 a quello superiore al 10 per cento degli inizi del 2007). Il dato di marzo 2007 pari al 10,9 per cento è stato il tasso di crescita sul periodo corrispondente di M3 più elevato dall'avvio della Terza fase (cfr. figura 1).

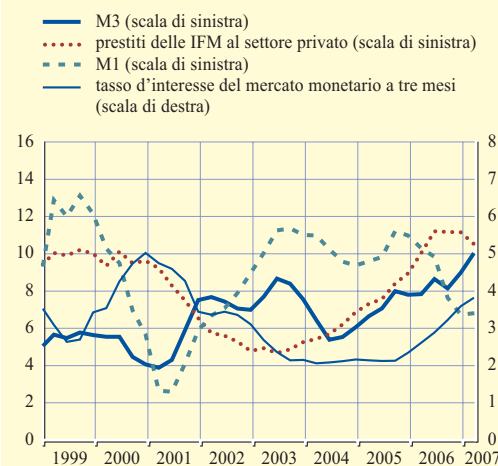
Tuttavia, per creare un quadro completo degli andamenti monetari, è fondamentale adottare un approccio di ampio respiro anziché affidarsi esclusivamente all'evoluzione di un unico aggregato monetario o misura di liquidità. Ciò comporta la valutazione degli andamenti di altri indicatori monetari, come le componenti e le contropartite di M3.

Ad esempio, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dell'aggregato ristretto M1 (costituito

da banconote e monete in circolazione e depositi *overnight*, le due componenti più liquide di M3) mostra un profilo lievemente diverso, rispecchiando da vicino gli andamenti dei tassi di in-

Figura 1 Aggregati monetari, prestiti delle IFM al settore privato e tasso d'interesse a breve termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Nota: le serie trimestrali sono calcolate come medie delle serie degli indici mensili.

teresse a breve termine. A metà del 2004, la moneta M1 stava già crescendo a un tasso superiore al 10 per cento sul periodo corrispondente e tassi sostanzialmente di questa entità hanno perdurato per l'intero periodo di tassi di interesse storicamente bassi nell'area dell'euro fino alla fine del 2005. Dal momento che i tassi di interesse a breve termine sono aumentati nel 2006, il tasso di incremento sul periodo corrispondente di M1 è diminuito, seppur rimanendo ancora al livello elevato del 7 per cento circa agli inizi del 2007.

Quanto all'espansione del credito, il rafforzamento della crescita di M3 dalla metà del 2004 è stato accompagnato da un'accelerazione della domanda di prestiti delle IFM al settore privato (la principale contropartita di M3 dal lato dell'attivo nel bilancio delle IFM)²⁾. L'indebitamento del settore privato ha seguito un andamento al rialzo per tutto il 2004 e il 2005, raggiungendo un picco prossimo al 12 per cento a metà del 2006. Tuttavia, quando si è fatto sentire l'impatto dell'incremento dei tassi di interesse a breve termine, la crescita dei prestiti delle IFM al settore privato è lievemente diminuita a partire dalla seconda metà del 2006, seppur rimanendo ancora a tassi a due cifre.

La composizione e la spiegazione della dinamica monetaria e creditizia fra la metà del 2004 e la fine del 2005 presentano differenze rispetto al periodo precedente di vigorosa crescita di M3 nell'area dell'euro fra la metà del 2001 e il 2003³⁾. In particolare, la relazione fra la crescita di M3 e l'evoluzione dei prestiti delle IFM al settore privato è alquanto diversa. Nel primo episodio, la vigorosa crescita di M3 era associata a un debole indebitamento del settore privato. Il debole clima di fiducia delle imprese e delle famiglie seguito al crollo dei corsi azionari e agli attacchi terroristici del 2001 hanno indotto cautela nell'assunzione di prestiti, a fronte di un maggiore desiderio di attività monetarie liquide e sicure. Pertanto, la crescita monetaria e quella creditizia si sono mosse in direzioni opposte. Dal 2004, invece, il livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse e, recentemente, il rafforzamento dell'attività economica hanno comportato sia una rinnovata domanda di moneta a scopi transattivi sia un'accresciuta

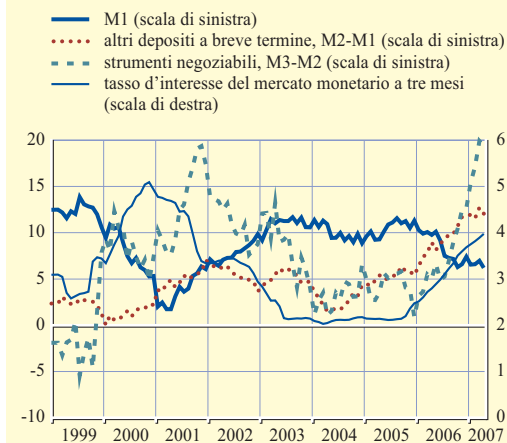
propensione all'indebitamento per finanziare spese e investimenti. Pertanto, come riportato nella figura 1, la crescita monetaria e quella del credito sono aumentate parallelamente.

La tesi secondo cui la dinamica monetaria dalla metà del 2004 sarebbe di natura diversa da quella osservata fra il 2001 e il 2003 è suffragata da una più dettagliata valutazione delle componenti e delle contropartite di M3. Tale esercizio è uno dei principali elementi dell'analisi in tempo reale condotta dagli esperti della BCE e corrobora l'interpretazione degli andamenti recenti.

Ad esempio, fra il 2001 e il 2003 il dinamismo di M3 è stato sospinto dall'espansione molto vigorosa degli "strumenti negoziabili"⁴⁾ (cfr. figura 2). Questa componente di M3 comprende strumenti

Figura 2 Componenti di M3 e tasso d'interesse a breve termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

- 2) Le IFM dell'area dell'euro sono le "istituzioni finanziarie monetarie", il settore che crea moneta nello schema statistico dell'Eurosistema. Tale settore è costituito da BCE, banche centrali nazionali, istituzioni creditizie e fondi di mercato monetario.
- 3) Per un'analisi delle differenze fra i due periodi, cfr il riquadro 1 *La diversa natura delle vigorose dinamiche monetarie negli ultimi anni* nel Rapporto annuale 2005 della BCE.
- 4) Essi consistono in: titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza originaria fino a due anni; quote e partecipazioni in fondi comuni e contratti pronti contro termine delle IFM con il settore detentore di moneta.

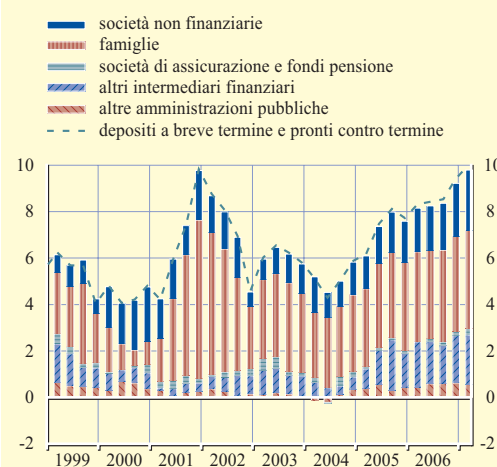
(come le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari) che sono utilizzati come forme di investimento temporanee liquide e sicure in periodi di accresciuta incertezza, in quanto i costi di spostamento (*switching costs*) da strumenti non monetari alternativi sono relativamente bassi. Fra la metà del 2004 e la fine del 2005, invece, la crescita di M3 è stata sospinta prevalentemente da una vigorosa crescita di M1. In quest'ultimo periodo l'espansione monetaria è stata pertanto spiegata maggiormente da considerazioni di liquidità rispetto al primo.

Con l'aumento dei tassi di interesse a breve termine dalla fine del 2005, la crescita di M1 ha registrato una lieve moderazione. Nel contempo, i tassi a breve termine più elevati hanno anche comportato un appiattimento della curva dei rendimenti dell'area dell'euro, che ha accresciuto l'appetibilità dei depositi a termine a breve scadenza compresi in M3 (la cui remunerazione segue da vicino i tassi di mercato a breve termine) rispetto alle attività a più lungo termine al di fuori di M3. Inoltre, la crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine in M3 è considerevolmente aumentata alla fine del 2006, in quanto gli investitori hanno detenuto questi strumenti per ragioni di gestione del portafoglio, in modo da evitare il rischio di perdite in conto capitale in cui si incorre nel detenere titoli a reddito fisso a più lunga scadenza in un'epoca di possibili incrementi futuri dei tassi di interesse. L'aumento dei tassi di interesse di mercato ha quindi comportato una sostituzione all'interno e verso M3 durante il 2006 e agli inizi del 2007, più che deflussi verso attività alternative all'esterno di M3.

Le diverse determinanti della crescita di M3 fra il 2001 e il 2003 e di quella da metà 2004 si sono riflesse altresì nel profilo delle disponibilità monetarie detenute per settore (cfr. figura 3)⁵⁾. Nel primo periodo l'accresciuta volatilità dei mercati finanziari ha comportato netti incrementi delle disponibilità monetarie delle famiglie, in quanto i piccoli investitori cercavano un rifugio sicuro da tale volatilità. In una fase successiva anche le società finanziarie e non finanziarie hanno aumentato le proprie disponibilità monetarie. Al

Figura 3 Contributi al tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine e pronti contro termine

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



Fonte: BCE.

Nota: i dati per settore riportati prima del 2004 sono stimati.

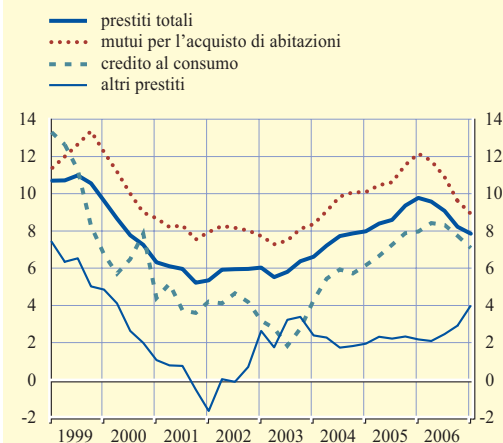
contrario, nel secondo periodo le famiglie hanno aumentato più lentamente le proprie disponibilità monetarie, seppure in maniera costante, suggerendo che le determinanti non fossero shock improvvisi bensì piuttosto andamenti tendenziali di fondo. Inoltre, fra la metà del 2004 e il 2006, i depositi in M3 delle società non finanziarie e, in particolare, degli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (ovvero gli altri intermediari finanziari, AIF) sono aumentati in misura considerevole.

In effetti, l'aumento dei depositi degli AIF ha fornito un contributo particolarmente consistente al forte incremento della crescita di M3 fra il 2005 e il 2006. In generale, questo settore detentore di moneta è caratterizzato da un profilo volatile e altamente ciclico delle disponibilità monetarie, peculiarità che rende più difficile ricavarne l'andamento di fondo in tempo reale. L'analisi dei depositi degli AIF è ulteriormente complicata dal fatto che le disponibilità mone-

5) La figura 3 mostra gli andamenti per settore dei depositi e dei contratti pronti contro termine di M3, l'aggregato più ampio per cui siano disponibili dati ufficiali sui settori detentori.

Figura 4 Prestiti delle IFM alle famiglie

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



Fonte: BCE.

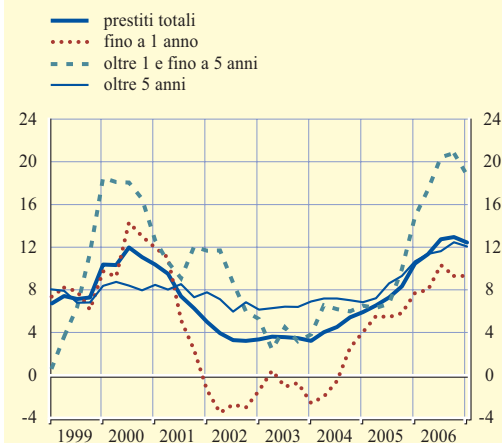
tarie di questo settore spesso non sono collegate direttamente all'output e ai prezzi al consumo, bensì piuttosto alle transazioni finanziarie che con ogni probabilità si ripercuotono in prima battuta sui prezzi delle attività.

Anche un'analisi dettagliata della composizione dei prestiti al settore privato conferma e corrobora la tesi secondo cui i due recenti periodi di vigorosa crescita della moneta sono di natura diversa. Gli aumenti delle disponibilità monetarie fra il 2001 e il 2003 hanno avuto luogo in un contesto di rallentamento dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie. Al contrario, la natura generalizzata dell'accelerazione di M3 dalla metà del 2004 si è riflessa nell'accelerazione dei prestiti per tutti gli scopi e su tutte le scadenze.

La scomposizione dei prestiti delle IFM alle famiglie mostra che la crescita dei prestiti al consumo è diminuita fra il 2001 e il 2003, di riflesso al peggioramento del clima di fiducia dei consumatori, all'aumento della disoccupazione e alla più debole crescita dei redditi. Nel contempo si è moderata l'espansione dei mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura 4). Fra il 2004 e la metà del 2006 il tasso di incremento sui dodici mesi del credito al consumo è quadruplicato, per effetto dell'aumento del clima di fiducia e della

Figura 5 Prestiti delle IFM alle società non finanziarie

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



Fonte: BCE.

spesa. Anche i mutui per l'acquisto di abitazioni sono costantemente aumentati, raggiungendo livelli molto elevati nel 2006. A seguito degli incrementi dei tassi di interesse a partire dal dicembre 2005, la domanda di prestiti per le famiglie è lievemente rallentata, pur rimanendo su livelli sostenuti per tutto l'inizio del 2007.

Un quadro analogo si ricava analizzando la domanda di prestiti delle IFM da parte delle società non finanziarie scomposta per scadenza. Nel primo periodo di vigorosa crescita monetaria, l'espansione del credito è diminuita su tutte le scadenze. Dal 2004, invece, l'indebitamento societario si è costantemente rafforzato, con i maggiori incrementi che si sono verificati sulle scadenze più brevi (cfr. figura 5). Solo nei dati più recenti esso ha mostrato alcuni segni di moderazione a fronte di tassi di interesse a breve termine più elevati. La risposta più lenta dell'indebitamento societario all'aumento dei tassi è in linea con l'esperienza storica, che suggerisce che i punti di svolta della domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie sono in ritardo rispetto a quelli osservati nell'indebitamento delle famiglie⁶.

6) Cfr. il riquadro 6 *L'andamento ciclico dei prestiti alle famiglie e alle imprese non finanziarie nell'area dell'euro* nel numero di giugno 2007 di questo Bollettino.

Come dimostra la precedente analisi, la similitudine della dinamica di M3 nel suo complesso nei due recenti episodi di vigorosa crescita di tale aggregato cela andamenti divergenti nell'evoluzione delle componenti, delle contropartite e delle disponibilità detenute per settore. L'analisi in tempo reale degli andamenti monetari condotta dagli esperti della BCE ha individuato queste differenze e ha presentato quindi spiegazioni distinte per la crescita di M3, con implicazioni per la politica monetaria potenzialmente diverse.

Alla luce di un'indagine retrospettiva, sono stati sviluppati vari modelli econometrici presso la BCE che servono ad approfondire ed estendere questa analisi. Il riquadro 2 descrive uno di questi approfondimenti basato sul modello dinamico stocastico di equilibrio generale (*dynamic*

stochastic general equilibrium, DSGE) dell'area dell'euro. Tale modello è utilizzato per scomporre gli andamenti di M1 e M3 nei contributi provenienti dall'evoluzione di una serie di shock economici che sono individuati dal modello.

In linea con le conclusioni tratte dall'analisi in tempo reale, la scomposizione basata sul modello suggerisce che alla base della vigorosa crescita monetaria fra il 2001 e il 2003 vi sono state forze alquanto diverse e lo stesso dicasi a partire dal 2004. In particolare, il primo episodio è stato associato a incrementi della preferenza per la liquidità da parte dei detentori di moneta, mentre il secondo è stato sospinto, fra l'altro, dal basso livello dei tassi di interesse a breve termine (di riflesso all'orientamento accomodante della politica monetaria).

Riquadro 2

SCOMPOSIZIONE STRUTTURALE DELLA CRESCITA MONETARIA

Come succede per tutte le variabili macroeconomiche, gli aggregati monetari variano nel tempo a seguito di una pluralità di forze fondamentali. Alcune di queste traggono origine dal sistema finanziario, come l'evoluzione delle modalità di conduzione delle transazioni monetarie e le innovazioni dei servizi bancari. Altre esercitano un impatto indiretto sulla moneta attraverso l'effetto sulle variabili macroeconomiche, come il reddito, il consumo e l'inflazione, che sono determinanti importanti della domanda di moneta. Gli shock alla produttività o al clima di fiducia dei consumatori sono un esempio significativo. Le variazioni nella preferenza per la liquidità da parte dei detentori di moneta rappresenta un'altra determinante.

Al fine di misurare il contributo di ciascuna di queste forze agli andamenti osservati per la moneta, occorre usare un modello strutturale in cui possono essere identificati e quantificati gli impatti di shock di natura e origine diversa. Tali shock influiscono su consumo, investimenti e decisioni finanziarie. Il presente riquadro utilizza un modello strutturale dinamico stocastico di equilibrio generale (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE) con frizioni finanziarie e un settore bancario esplicito per condurre tale esercizio, riconoscendo che i risultati ottenuti sono specifici per questo schema di modellizzazione¹⁾. Benché articolati nella struttura, tali modelli rimangono stilizzati e non colgono appieno tutti i fattori alla base della crescita monetaria. Ad esempio, il modello utilizzato in questa sede omette la dimensione esterna degli andamenti monetari. Nondimeno, l'esercizio serve a integrare l'analisi monetaria in tempo reale descritta nel testo²⁾.

1) Il modello è descritto in Christiano, L., Motto, R., Ristagno, M. (2003): "The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis", *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), dicembre. Una recente analisi è presentata in Christiano, L., Motto, R., Ristagno, M. (2007): "Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001", di prossima pubblicazione nel *Journal of Economic Dynamics and Control*.

2) Il modello utilizzato in questo riquadro è un modello di un'economia chiusa. Sono pertanto omessi i collegamenti internazionali. Di conseguenza, è impossibile tenere conto, sulla base del modello, di fattori che, ad esempio, incidono sulla moneta attraverso una variazione della posizione delle attività nette degli intermediari finanziari monetari dell'area dell'euro.

In un modello DSGE, la risposta della politica monetaria agli andamenti monetari ed economici deve essere esplicitamente modellata mediante una semplice “funzione di reazione” stimata, che collega i tassi di interesse a breve termine a diverse variabili endogene, in particolare inflazione, prodotto ed espansione monetaria. Nella realtà, tale regola non può render conto della complessità del processo decisionale in materia di politica monetaria. Sono quindi introdotti “shock alla politica monetaria”, che colmano il divario fra le previsioni del tasso di riferimento implicito nella funzione di reazione e il tasso osservato. Se i tassi di interesse sono inferiori a quelli previsti sulla base della semplice regola contemplata dal modello, ciò risulterebbe in uno shock di politica monetaria negativo, cioè una deviazione del tasso attuale inferiore alle previsioni della regola contemplata dal modello.

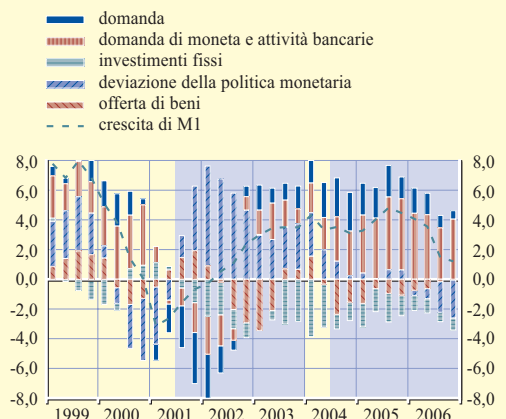
Alla luce di quanto sopra, la figura A riporta una scomposizione della crescita di M1 in termini reali dal primo trimestre del 1999 al quarto del 2006 sulla base del modello DSGE. La linea tratteggiata verde mostra la deviazione del tasso di crescita sui dodici mesi dalla media del campione. La crescita di M1 è scomposta nei contributi delle cinque categorie di shock, ciascuna rappresentata da una barra distinta. Alcuni di questi shock sono persistenti e l’effetto di molti shock si propaga nel tempo attraverso la struttura economica del modello stesso. I ritardi nella trasmissione degli shock di politica monetaria attraverso l’economia rappresentano un noto esempio di tale propagazione. Uno shock può quindi continuare in linea di principio a essere una determinante importante della crescita della moneta anche se lo shock stesso si è verificato in un periodo precedente.

Secondo il modello, dalla metà del 2001 al 2005 i tassi di interesse nominali sono stati significativamente inferiori ai livelli che si sarebbero potuti prevedere sulla base della funzione di reazione stimata presente nel modello. I bassi tassi di interesse a breve termine che ne sono conseguiti hanno contribuito in misura considerevole alla crescita di M1 in termini reali in tutto il periodo compreso fra la metà del 2001 e gli inizi del 2004 (cfr. le barre della “deviazione della politica monetaria” nella figura A). Nella prima parte di questo periodo questo effetto di stimolo è stato in parte compensato dall’impatto negativo generato dagli shock alla domanda (ad esempio le flessioni della fiducia dei consumatori, che hanno comportato una riluttanza alla spesa e, quindi, una domanda di moneta detenuta per transazioni inferiore, cfr. le barre della “domanda”). Tuttavia, con la ripresa dell’economia nel 2004, è venuto meno questo effetto di compensazione determinando un rafforzamento della crescita di M1 in termini reali.

Il periodo dal 2004 al 2006 è caratterizzato da un contributo positivo del miglioramento del clima di fiducia dei consumatori (barre della “domanda”), che riflette un recupero della finalità transattiva con la ripresa dell’attività economica. Inoltre, i significativi shock positivi alla preferenza per forme più liquide di attività monetarie da detenere nei portafogli di

Figura A Scomposizione della crescita di M1 reale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni BCE.

Nota: tassi di crescita annuali (anno su anno) di M1 in termini reali e pro capite in deviazione dalla media del modello, pari al 3,5%. Il deflatore utilizzato è quello del PIL.

ricchezza dei consumatori (la principale componente sottostante le barre della “domanda di moneta e attività bancarie” nella figura A) hanno incrementato le consistenze detenute di M1 rispetto a quelle di M3-M1. È stato solo nel corso del 2006 che la graduale rimozione dell’orientamento accomodante della politica monetaria ha incominciato ad esercitare un effetto al ribasso sulla crescita di M1, riflesso nel contributo negativo delle barre della “deviazione della politica monetaria”.

Analogamente, la figura B scompone la deviazione del tasso di crescita di M3 in termini reali dalla media storica nelle sue determinanti fondamentali. Nel periodo fra il 2001 e il 2003, il rafforzamento della crescita di M3 si spiega in larga misura con gli incrementi della preferenza per la liquidità da parte dei detentori di moneta (barre della “domanda di moneta e attività bancarie”), che possono essere considerate come determinate dall’accresciuta domanda di attività monetarie liquide e sicure da parte dei residenti dell’area dell’euro in un periodo di accresciuta incertezza economica e dei mercati finanziari (come riportato nel testo dell’articolo). Questo effetto di stimolo è stato in parte compensato dalla debolezza della domanda e della spesa aggregate, riflessa nel contributo negativo proveniente dalle barre della “domanda”.

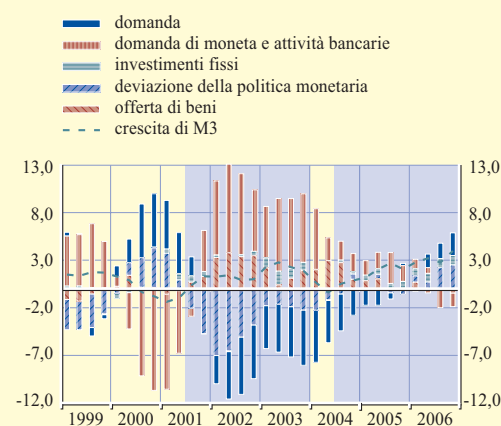
Al contrario, l’evoluzione della crescita di M3 nel periodo a partire dalla metà del 2004 si può spiegare in larga misura con determinanti di natura reale. Un graduale miglioramento nella propensione al consumo (barre della “domanda”) ha sostenuto la domanda per gli strumenti transattivi compresi in M3. Inoltre, il modello associa la crescita di M3 in questa fase anche a una valutazione più favorevole della ricchezza finanziaria (relativa ai mercati azionari), che nel modello allenta i vincoli delle garanzie e crea quindi un incentivo per le imprese ad accumulare capitale. Tali forze in questo periodo sono la principale componente alla base delle barre degli “investimenti fissi”. Esse riflettono altresì l’accresciuta propensione delle banche a erogare sia prestiti a breve termine per finanziare il capitale circolante delle imprese sia prestiti a lungo termine per finanziare investimenti fissi lordi.

Infine (e anticipando la discussione di cui alla sezione 5 del testo), il contributo positivo degli shock di politica monetaria sulla crescita di M3 negli ultimi trimestri del 2006 può riflettere la graduale rimozione dell’orientamento accomodante della politica monetaria che, nella misura in cui esso si traduce in un certo appiattimento della curva dei rendimenti, determina una iniziale sostituzione delle attività a più lungo termine all’esterno di M3 con attività a breve termine all’interno di M3 (come anche documentato nel riquadro 4).

Il presente riquadro illustra come l’analisi basata su un modello può integrare l’analisi in tempo reale trattata nel testo dell’articolo. I livelli inferiori alla media storica dei tassi di interesse di riferimento della BCE hanno, in media, determinato una maggiore crescita di M1 incoraggiando

Figura B Scomposizione della crescita di M3 reale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni BCE.

Nota: tassi di crescita annuali (anno su anno) di M3 in termini reali e pro capite in deviazione dalla media del modello, pari al 2,8%. Il deflatore utilizzato è quello del PIL.

nel contempo gli investitori a diversificare i propri investimenti all'esterno di M3-M1 a favore di strumenti a maggiore remunerazione. Nel periodo da metà del 2001 al 2003 questo meccanismo ha contribuito positivamente alla crescita di M1, mentre l'effetto frenante sulla crescita di M3 è stato più che compensato da una forte impennata della preferenza per la liquidità dovuta ad afflussi verso le attività monetarie come investimenti "sicuri". Infine, nel periodo più recente la graduale rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria ha iniziato a limitare la crescita di M1, sebbene le determinanti che hanno causato una forte ripresa economica e finanziaria abbiano mantenuto la crescita di M3 su livelli elevati.

3 L'IMPATTO DEL BASSO LIVELLO DEI TASSI DI INTERESSE SUGLI ANDAMENTI MONETARI DALLA METÀ DEL 2004

Un carattere distintivo degli anni recenti è stato il livello storicamente basso dei tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro. In prima istanza, è ragionevole credere che una riduzione dei tassi di interesse porti, *ceteris paribus*, a un'espansione monetaria più rapida, in quanto aumenta la convenienza a detenere moneta anziché attività finanziarie alternative remunerate ai tassi di mercato. Tale relazione è contemplata nei tradizionali modelli teorici ed empirici di crescita monetaria. A fronte di tale contesto, il basso livello dei tassi di interesse è pertanto un precipuo candidato naturale per spiegare il vigore della crescita monetaria nell'area dell'euro a partire dal 2004.

Un modo semplice per verificare la validità di questa spiegazione è studiare la relazione fra la velocità di circolazione della moneta (ossia il rapporto fra il reddito nominale e la moneta nominale) e l'evoluzione dei tassi di interesse (o, più specificatamente, le variazioni del costo opportunità di detenere moneta rispetto ad attività finanziarie alternative). Studiando la velocità di circolazione anziché la moneta stessa, si normalizza per il volume di spesa (che ovviamente influisce anche sulla domanda di moneta a scopo transattivo) e l'attenzione è incentrata sul ruolo svolto dai tassi di interesse nell'influenzare le disponibilità monetarie.

Le figure 6 e 7 mostrano le velocità di circolazione di M1 e M3 a fronte del rispettivo costo

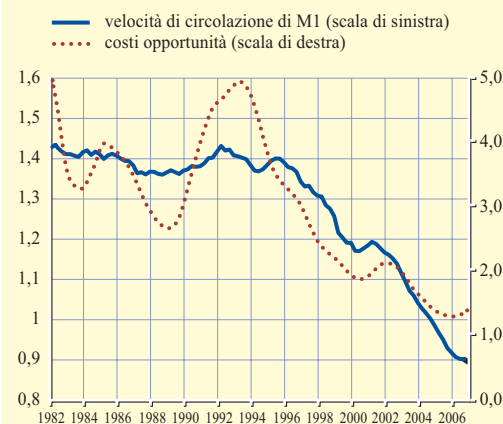
opportunità di detenere tali attività. Per M1, il costo opportunità è definito come la differenza fra il tasso di rendimento proprio di M3-M1 e il rendimento proprio di M1. Data la bassa remunerazione degli strumenti compresi in M1 (banconote e monete in circolazione, che offrono un rendimento finanziario nullo, e depositi *overnight*), i costi opportunità di M1 sono, di fatto, molto simili al livello dei tassi di interesse a breve termine. Per M3, il costo opportunità è definito come la differenza fra il tasso di interesse a lungo termine e il rendimento proprio di M3. Pertanto, il costo opportunità di detenere M3 può comportarsi in maniera alquanto diversa dal livello dei tassi di interesse a breve termine.

Le due figure dimostrano che, negli anni recenti, la velocità di circolazione è diminuita in misura più marcata di quanto possa essere riconducibile agli andamenti dei tassi di interesse e dei costi opportunità (quanto meno se misurati nel modo elementare descritto in precedenza). Seppur in una maniera semplificata, ciò equivale a dimostrare che la crescita monetaria dal 2001 è stata più sostenuta di quanto si sarebbe previsto sulla base degli andamenti delle determinanti tradizionali della domanda di moneta, incorporate ad esempio in una equazione di domanda di moneta.

Sono possibili due spiegazioni generali per questa evoluzione. Da un lato, gli andamenti monetari potrebbero essere stati fortemente influenzati da fattori che non sono colti nelle specificazioni tradizionali della domanda di moneta. Questa è la probabile spiegazione del marcato calo della velocità di circolazione di M3 fra il 2001 e il 2003, quando un'accresciuta incertez-

Figura 6 Velocità di circolazione di M1 e costi opportunità

(log-livelli; punti percentuali)

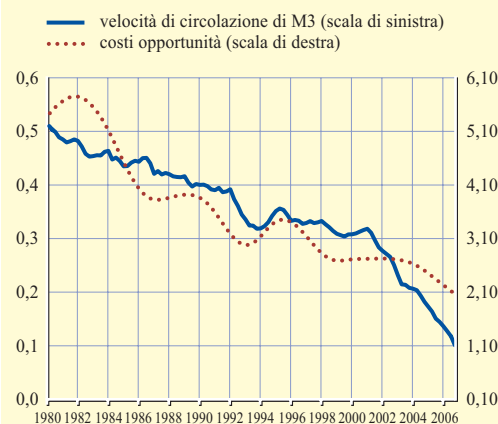


Fonte: stime BCE.

Nota: i costi opportunità sono definiti come la differenza tra il rendimento proprio di M3-M1 e il rendimento proprio di M1. I costi opportunità sono stati smussati con una media mobile di otto trimestri.

Figura 7 Velocità di circolazione di M3 e costi opportunità

(log-livelli; punti percentuali)



Fonte: stime BCE.

Nota: i costi opportunità sono definiti come la differenza tra il tasso d'interesse a lungo termine e il rendimento proprio di M3. I costi opportunità sono stati smussati con un filtro Hodrick-Prescott ($\lambda=400$).

za finanziaria ed economica ha svolto un ruolo significativo nell'aumentare la domanda di attività monetarie liquide e sicure⁷⁾. Dall'altro lato, potrebbe essere cambiata la relazione fra gli andamenti monetari e le loro determinanti tradizionali. Ad esempio, la sensibilità della crescita monetaria alle variazioni dei tassi di interesse (in termini più tecnici, la semi-elasticità della domanda di moneta ai tassi di interesse, che in genere è mantenuta costante nei normali modelli di domanda di moneta) potrebbe essere aumentata negli anni recenti, forse perché questa sensibilità cresce al diminuire del livello dei tassi di interesse. La parte restante di questa sezione valuta in maggior dettaglio quest'ultima ipotesi.

Nella letteratura accademica sono state avanzate numerose ragioni per cui la sensibilità degli andamenti monetari ai tassi di interesse aumenterebbe al diminuire del livello di questi ultimi. In primo luogo, è stato argomentato che la transizione da un regime con inflazione e tassi di interesse elevati a uno con inflazione bassa e ben ancorata e con tassi di interesse nominali inferiori determina un aumento *una tantum* delle disponibilità monetarie⁸⁾. Tale effetto creerebbe quindi disponibilità monetarie relativamente più elevate nel periodo di disinflazione, con il

livello dei tassi di interesse che diminuisce di pari passo.

Un'altra spiegazione della più elevata sensibilità degli andamenti monetari alle variazioni dei tassi di interesse in periodi in cui questi ultimi sono bassi è la presenza di costi fissi per il passaggio fra attività monetarie e non⁹⁾. Tali costi fissi di spostamento sarebbero di importanza relativamente modesta quando i tassi di interesse sono elevati (ovvero costituirebbero una piccola frazione della differenza complessiva di remunerazione fra attività monetarie e non), ma sarebbero un fattore importante nel determinare il passaggio da attività monetarie ad altre non monetarie quando i tassi di interesse sono bassi. L'esistenza di costi fissi di transazione può quindi creare una situazione in cui le disponibilità monetarie aumentano in maniera più vigorosa per una determinata riduzione dei tassi di interesse quando il livello complessivo dei tassi di interesse è basso.

7) Una valutazione più dettagliata è presentata nell'articolo *Domanda di moneta e incertezza* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino.

8) Cfr., ad esempio, Lucas, R. (2000), "Inflation and welfare", *Econometrica*, vol. 68, n. 2, pp. 247-274.

9) Cfr., ad esempio, Mulligan, C.B., Sala-i-Martin, X. (1992), "U.S. Money Demand: Surprising Cross-sectional Estimates", *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 2, pp. 285-343.

(I) ANALISI DI M1

Dal momento che non sussiste una differenza rilevante fra il livello dei tassi di interesse a breve termine e il costo opportunità di detenere M1 anziché attività alternative, nello studiare il legame fra il livello dei tassi di interesse e la crescita monetaria è naturale incominciare da M1. Per affrontare le questioni sollevate precedentemente, è necessario adottare uno schema che consenta alla sensibilità della crescita monetaria di variare con il livello dei tassi di interesse. Un approccio di tal genere utilizzato dagli esperti della BCE si basa su una specificazione in cui gli andamenti monetari sono legati all'inverso dei costi opportunità. Come riflesso nella figura 8, in questa specificazione la reazione ipotetica della moneta a un calo di 25 punti base del costo opportunità aumenta al diminuire del livello del costo opportunità.

La figura 9 raffigura la velocità di circolazione di M1 a fronte di una misura del costo opportunità di detenere M1 basata sulla specificazione che prevede una sensibilità crescente della moneta alle variazioni dei tassi di interesse quando questi ultimi si collocano su bassi livelli. Come dimostrato dalla maggiore aderenza fra le due

linee evidente nella figura 9 (rispetto alla figura 6), questo esercizio suggerisce che, tendendo conto di un tasso di interesse non costante, la semi-elasticità può contribuire a spiegare la recente crescita vigorosa di M1.

Questo approccio all'analisi di M1 può essere incorporato in un modello di domanda di moneta. Tale specificazione è stata utilizzata regolarmente nell'analisi della BCE dal 2001 (cfr. il riquadro 1 *Fattori sottostanti la vigorosa crescita di M1* nel numero di aprile 2006 di questo Bollettino). In tale schema, la sottostante relazione di lungo periodo fra M1 in termini reali e le sue principali determinanti rimane intatta per tutto il periodo di stima dal 1980 al 2006. Sulla base di questa equazione, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 può essere scomposto nei contributi provenienti dalle sue principali determinanti, come riporta la figura 10. Come mostra la figura, il vigore della crescita di M1 fino alla fine del 2005 può essere spiegato dal livello basso e decrescente dei costi opportunità. Allo stesso modo, la moderazione della crescita di M1 osservata dalla metà del 2006 è spiegata prevalentemente da un ridotto impatto della variabile del costo opportunità (cioè da tassi di interesse a breve termine in aumento).

Figura 8 Impatto ipotetico di una diminuzione nei costi opportunità a differenti livelli dei costi opportunità sulla crescita monetaria

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

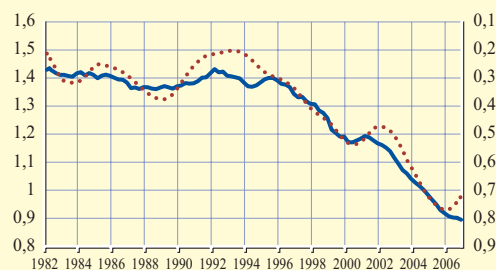
- semi-elasticità della domanda di moneta indipendente dal livello dei tassi d'interesse
- semi-elasticità della domanda di moneta per tassi d'interesse dipendenti dal livello dei tassi d'interesse



Fonte: stime BCE.

Figura 9 Velocità di circolazione di M1 e costi opportunità

- velocità di circolazione di M1 (scala di sinistra)
- semi-elasticità della domanda di M1 dipendente dal livello dei tassi d'interesse (scala di destra, valori in ordine inverso)

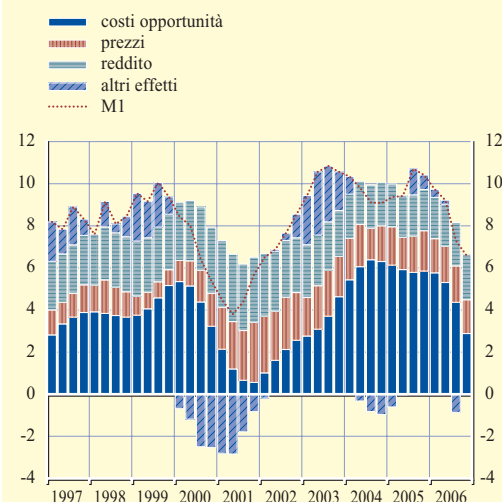


Fonte: stime BCE.

Nota: i costi opportunità sono stati smussati con una media mobile di otto trimestri. La specificazione assume una semi-elasticità della domanda di M1 ai costi opportunità non costante.

Figura 10 Scomposizione del tasso di crescita sui dodici mesi di M1 nei suoi contributi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonte: stime BCE.

Nota: gli altri effetti includono quelli deterministici legati al fenomeno Y2K, le distorsioni nel 1999 dovute all'introduzione di uno schema armonizzato, e i residui.

(2) ANALISI DI M3

Dal momento che M1 rappresenta circa la metà delle consistenze in essere totali di M3, i fattori che spiegano la dinamica di M1 svolgeranno naturalmente un ruolo importante nel rendere conto dell'evoluzione della crescita di M3. Si può quindi concludere che il vigore della crescita di M3 può anche essere ricondotto, in larga misura, al basso livello dei tassi di interesse, attraverso il contributo significativo apportato da M1 all'espansione di M3 (cfr. figura 3).

Tuttavia, è importante anche riconoscere che M3 è un aggregato più ampio di M1 e che, quindi, è influenzato probabilmente da una più ampia gamma di fattori, soprattutto da considerazioni di portafoglio più vaste. Se si può ritenere che M1 rappresenti una misura dei saldi transattivi e quindi sia definito dalle determinanti tradizionali della domanda di moneta mirate a spiegare tali saldi, M3 comprende anche attività che sono detenute per ragioni di risparmio e di portafoglio e che quindi sono influenzate da una gamma più ampia di variabili. Un esempio importante a

questo riguardo è il periodo di riallocazioni di portafoglio fra il 2001 e il 2003, durante il quale la diminuzione della velocità di circolazione di M3 è stata considerevolmente più marcata di quanto avrebbe potuto essere in ragione degli andamenti della variabile dei costi opportunità, poiché la domanda di attività monetarie è aumentata dal momento che gli investitori cercavano un rifugio sicuro dalla volatilità dei mercati finanziari in larga misura indipendente dal costo opportunità coinvolto.

Questo episodio è un esempio della necessità di effettuare un'accurata valutazione degli andamenti nel settore monetario al fine di comprendere la dinamica generale della moneta in tempo reale. Nel contesto di tale valutazione, sono recentemente emersi numerosi fattori specifici che hanno informato la valutazione e l'interpretazione degli esperti della BCE della vigorosa crescita monetaria osservata negli ultimi anni. Molti di questi fattori possono essere altresì collegati al basso livello dei tassi di interesse prevalso dal 2003. Per motivi di concisione, in questa sede può essere discusso solo un numero limitato di questioni. Le cinque questioni presentate di seguito andrebbero quindi viste come illustrative anziché esaustive, fornendo un'idea dell'analisi condotta in tempo reale. Nel complesso, è importante notare che i fattori descritti di seguito riflettono prevalentemente processi continui che esercitano un'influenza sulla crescita monetaria per un periodo prolungato, mentre nel contempo spesso intensificano l'ampiezza dei profili ciclici osservati nei dati.

A) UN ESEMPIO DI INNOVAZIONE FINANZIARIA: L'AFFERMARSI DEI "DERIVATI AL DETTAGLIO"

In un contesto caratterizzato da tassi di interesse e costi opportunità su livelli contenuti (e soprattutto a seguito della marcata correzione dei mercati azionari nel periodo 2000-2003, che ha reso le famiglie dell'area dell'euro riluttanti a esporsi a significativi rischi al ribasso dei corsi azionari) le IFM dell'area dell'euro hanno emesso prodotti al dettaglio che combinano i tradizionali titoli di debito con strumenti derivati. Questi ultimi fanno sì che lo strumento composito compren-

da un elemento di rischio, come la possibilità di ottenere guadagni nei mercati azionari, abbinato a caratteristiche di opzione che tutelino dalle perdite in conto capitale causate da diminuzioni dei corsi azionari.

La creazione di tali cosiddetti “derivati al dettaglio” (che in termini statistici sono in genere compresi in M3 come titoli di debito delle IFM a breve termine) è stata sostenuta dall'introduzione della nuova tecnologia dell'informazione, che ha consentito la personalizzazione di nuovi prodotti con breve preavviso e a basso costo, soddisfacendo così richieste specifiche di investitori al dettaglio per quanto riguarda i profili di rischio e rendimento.

Vi è chiara evidenza che in alcuni Stati membri dell'area dell'euro la domanda di questi prodotti strutturati ha esercitato un impatto significativo negli anni recenti sull'evoluzione della componente di M3 dei titoli di debito a breve termine, che è aumentata molto rapidamente. Nel contempo la quota di titoli di debito a breve termine all'interno di M3 è ancora modesta (in aprile 2007 i titoli di debito a breve termine hanno contribuito per solo il 3 per cento alle consistenze in essere di M3), cosicché attualmente l'impatto sulla crescita di M3 rimane contenuto.

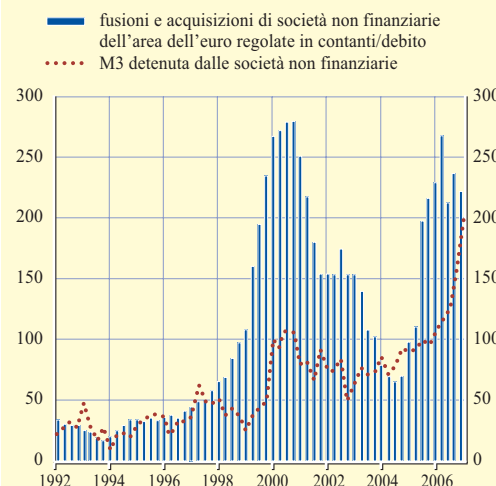
Da un punto di vista concettuale permangono alcuni dubbi se i prodotti strutturati debbano fare parte degli aggregati monetari o se debbano essere classificati come prodotti di investimento non monetario, dato che tali prodotti spesso non offrono certezza patrimoniale. Quando si deve ricavare il segnale di fondo dagli aggregati monetari, la capacità di isolare l'impatto di tali prodotti strutturati sulla crescita di M3 rimane importante.

B) L'INDEBITAMENTO PER FINANZIARE L'ATTIVITÀ DI FUSIONE E ACQUISIZIONE ¹⁰⁾

Un altro fattore è stato l'accumulo di capitale per scopi finanziari, favorito dal basso livello dei tassi di interesse. In particolare, dalla fine del 2004 le società non finanziarie hanno incanalato parte del loro accresciuto indebitamento nell'attività di fusione e acquisizione (cfr. fi-

Figura 11 M3 e attività di M&A delle società non finanziarie

(flussi annuali; miliardi di euro)



Fonti: BCE, Thomson Financial, Bureau van Dijk (Zephyr database).
Nota: gli andamenti delle attività di M&A si riferiscono a transazioni nelle quali società non finanziarie dell'area dell'euro agiscono come acquirenti.

gura 11). Contrariamente al *boom* di fusioni e acquisizioni nel periodo compreso fra il 1999 e il 2000 (che si era incentrato sui settori tecnologici, spesso dislocati all'esterno dell'area dell'euro), l'attività di fusione e acquisizione negli anni recenti è stata generalizzata a tutti i settori e sospinta da operazioni nazionali e all'interno dell'area. Un più elevato indebitamento per l'attività di fusione e acquisizione non può semplicemente essere escluso nella misurazione delle dinamiche di fondo della moneta e del credito che incorporano i segnali pertinenti per gli andamenti dei prezzi. Un'analisi monetaria approfondita deve tener conto del fatto che, attraverso il suo impatto sui prezzi delle attività e sulle condizioni di liquidità, l'indebitamento per tali scopi può avere implicazioni per la stabilità dei prezzi, anche se può avere un impatto diretto o immediato modesto sugli investimenti fissi e sulla domanda aggregata.

10) Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 2 *Fattori alla base della forte accelerazione dei prestiti alle società non finanziarie nell'area dell'euro* nel numero di gennaio 2007 di questo Bollettino e il riquadro 4 *Evoluzione recente dell'attività di fusione e acquisizione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 sempre di questo Bollettino.

C) L'IMPORTANZA CRESCENTE DEL SETTORE DEGLI AIF PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Come osservato nella sezione 2, negli anni recenti il settore degli AIF è diventato di importanza crescente nello spiegare gli andamenti monetari ¹¹⁾. In parte, ciò è riconducibile alla “cartolarizzazione dei prestiti”, un processo in cui le attività bancarie come i mutui ipotecari e i prestiti alle società (o i rischi ad essi associati) sono aggregati e riconfezionati sotto forma di titoli negoziabili per poi essere venduti a investitori, in genere attraverso le cosiddette società veicolo finanziarie (SVF), che fanno parte del settore degli AIF.

Sussistono due tipologie principali di cartolarizzazione dei prestiti: la cartolarizzazione *pro soluto* e quella sintetica ¹²⁾. La prima comporta in genere l'effettivo trasferimento del prestito dal bilancio dell'IFM a quello dell'SVF, mentre quella sintetica comporta solo il trasferimento del rischio di credito associato, con il prestito stesso che rimane nel bilancio dell'istituzione di origine.

L'impatto diretto della cartolarizzazione dei prestiti sugli andamenti monetari è complesso

e dipende dalle strategie di finanziamento delle SVF e dall'identità e dalle scelte dell'acquirente di attività cartolarizzate. Indirettamente, tuttavia, entrambi i tipi di cartolarizzazione aumentano probabilmente le possibilità delle IFM di emettere prestiti e potrebbero quindi, in ultima istanza, contribuire positivamente alla dinamica di M3. Quanto meno, tali innovazioni comportano uno spostamento della struttura dei depositi a favore di una maggior importanza degli intermediari finanziari non monetari (AIF). In effetti, ciò trova conferma nei dati sui depositi delle IFM per settore. Le figure 12 e 13 mostrano il contributo del settore degli AIF alla crescita dei depositi di M3 ¹³⁾ e a quella dei depositi a lungo termine (all'esterno di M3). Dal momento che i depositi a lungo termine sono un modo naturale per le SVF di detenere i ricavi ottenuti dalla vendita di attività cartolarizzate, quello degli

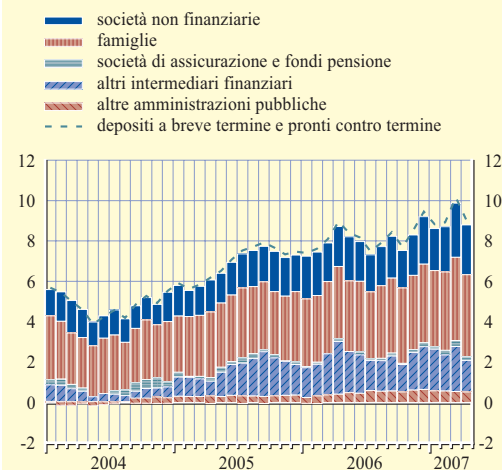
11) Cfr. riquadro 1 *Il ruolo degli altri intermediari finanziari nelle dinamiche monetarie* nel Rapporto annuale 2006 della BCE.

12) Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 1 *Impatto della cartolarizzazione dei prestiti delle IFM sull'analisi monetaria nell'area dell'euro* nel numero di settembre 2005 di questo Bollettino.

13) I depositi di M3 sono definiti come contratti pronti contro termine e depositi a breve termine, i quali rappresentano la più ampia combinazione di componenti di M3 per cui sono disponibili informazioni ufficiali per settore detentore.

**Figura 12 Contributi alla crescita
sui dodici mesi dei depositi di M3
per settore**

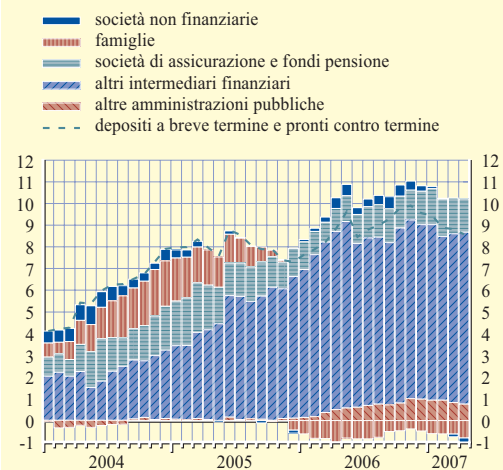
(punti percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: stime BCE.
Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

**Figura 13 Contributi alla crescita
sui dodici mesi dei depositi
a lungo termine per settore**

(punti percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: stime BCE.
Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

AIF è stato il settore che ha maggiormente contribuito alla crescita dei depositi a lungo termine negli anni recenti. Tuttavia, gli AIF hanno altresì apportato contributi notevoli alla crescita dei depositi di M3 dalla fine del 2004, soprattutto se si tiene conto della quota relativamente modesta di consistenze di depositi di M3 in essere (pari al 12 per cento ad aprile 2007). Nondimeno, gli andamenti delle disponibilità monetarie detenute dal settore degli AIF non modificano in misura significativa la valutazione delle condizioni di liquidità complessive.

D) LIQUIDITÀ INTERNAZIONALE IN UN CONTESTO DI TASSI DI INTERESSE BASSI A LIVELLO MONDIALE ¹⁴⁾

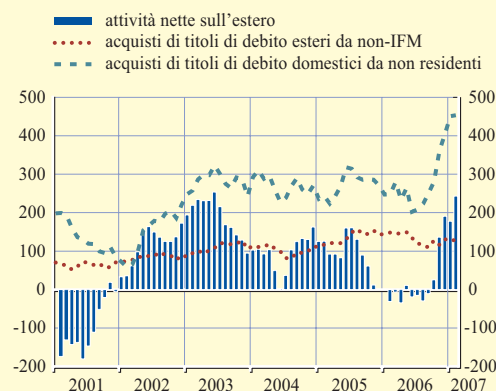
Una crescita vigorosa della moneta e del credito è stata osservata in tutte le principali aree valutarie, dopo il prolungato periodo di bassi tassi di interesse a breve e a lungo termine a partire dal volgere del secolo e il più recente rafforzamento dell'attività economica. Ciò ha creato condizioni di liquidità abbondanti a livello internazionale in cerca di collocazione. Attualmente, date le relative prospettive per la crescita economica e i rendimenti, gli investimenti in attività dell'area dell'euro sono attraenti rispetto ad altre importanti aree valutarie. Non sorprende, pertanto, che gli investitori mondiali stiano acquistando volumi significativi di attività dell'area dell'euro, determinando così notevoli afflussi di capitali nell'area stessa, mentre nel contempo gli investitori dell'area dell'euro hanno un incentivo minore a investire all'estero ¹⁵⁾.

L'influenza di fattori internazionali sugli andamenti monetari è riflessa nella posizione netta sull'estero delle IFM, che coglie (quasi) tutte le transazioni del settore detentore di moneta con controparti esterne all'area dell'euro. Questa posizione è notevolmente aumentata di recente, raggiungendo un flusso sui dodici mesi di 335 miliardi di euro nell'anno fino a fine marzo 2007, dopo aver oscillato sotto lo zero fra la fine del 2005 e l'estate del 2006 (cfr. figura 14).

Nel contempo non sussiste alcun nesso automatico fra le attività nette sull'estero delle IFM e

Figura 14 Investimenti netti di portafoglio in titoli di debito da parte di residenti e non residenti

(flussi annuali come riportati nella presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

gli andamenti monetari. In effetti, gli andamenti delle attività nette sull'estero trovano spesso le proprie contropartite in voci di bilancio diverse dalle attività monetarie, come il credito (ad esempio durante il boom dell'attività di fusione e acquisizione nel 1999 e nel 2000) e le passività finanziarie a più lungo termine. Attualmente, le vendite dei titoli di Stato da parte delle IFM a non residenti dell'area dell'euro sono un'importante contropartita delle attività nette sull'estero delle IFM. Tali transazioni comportano una riduzione del credito erogato al settore delle amministrazioni pubbliche anziché un aumento di M3. Pur essendo probabile che l'aumento delle attività nette sull'estero incida solo in parte su M3, a tale frazione tuttavia va probabilmente ricondotta la maggior parte dell'aumento della dinamica del tasso di crescita sul periodo corrispondente di M3 dall'8,5 per cento di ottobre 2006 al 10,9 di marzo 2007.

14) Per ulteriori dettagli cfr. il riquadro 2 *Gli andamenti recenti delle attività nette sull'estero delle IFM* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino e il riquadro 3 *Andamento mondiale degli aggregati monetari: alcuni aspetti concettuali* nel numero di novembre 2006 sempre di questo Bollettino.

15) Questi afflussi di capitale sono pertanto di natura completamente diversa da quelli osservati nel periodo dal 2001 al 2003, quando gli investitori dell'area dell'euro hanno rimpatriato i capitali dall'estero in attività liquide sospinti da un elevato livello di avversione al rischio.

Nel valutare la possibile evoluzione delle attività monetarie create dalle transazioni con il resto del mondo, andrebbero tenuti presenti i fattori cui ne è imputabile l'accumulo. Dal 2004 si possono individuare due fattori generali (uno strutturale e uno ciclico) che, a loro volta, possono avere diverse implicazioni per le condizioni di liquidità e, di conseguenza, comportare gradi diversi di rischio per la stabilità dei prezzi.

Quanto al fattore strutturale, le variazioni dei profili di finanziamento delle IFM dal 2004 possono determinare transazioni sempre più elevate con il resto del mondo (come già analizzato nel contesto dell'attività di cartolarizzazione nel punto precedente sugli AIF). Nel contempo non si può escludere che una parte significativa degli investimenti di portafoglio dall'esterno dell'area dell'euro sia determinata da considerazioni cicliche e a breve termine che in ultima istanza avranno un'inversione di tendenza (forse rapida) e pertanto possono rivestire minor importanza per il tasso tendenziale o di fondo dell'espansione monetaria.

E) MONETA E RICCHEZZA

La moneta è parte del portafoglio di ricchezza delle famiglie, che comprende anche obbligazioni, azioni e immobili residenziali. L'incremento della ricchezza totale indurrà in genere le famiglie a

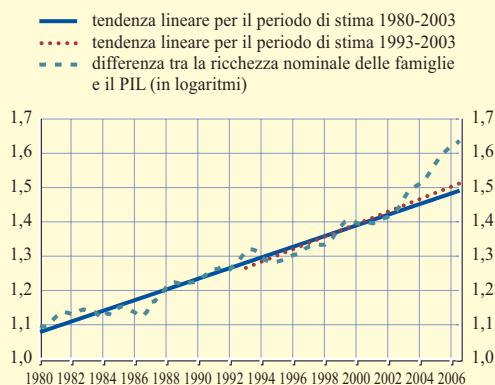
detenere quantitativi superiori di moneta. Dal momento che la ricchezza può aumentare in un contesto di bassi tassi di interesse (in quanto aumentano i prezzi di obbligazioni, azioni e abitazioni), questi ultimi possono incrementare la crescita monetaria attraverso il canale della ricchezza.

Come riportato nella figura 15, negli anni recenti la ricchezza nominale delle famiglie ¹⁶⁾ è cresciuta più rapidamente del PIL nominale dell'area dell'euro. Nella misura in cui la ricchezza anziché il PIL nominale è la determinante della dinamica monetaria, questo andamento potrebbe spiegare la flessione osservata della velocità di circolazione di M3 che è stata più rapida delle attese. In effetti, negli anni recenti la ricchezza delle famiglie in rapporto ai depositi di M3 di questo stesso settore ha oscillato attorno alla tendenza crescente piuttosto costante che ha mostrato dagli inizi degli anni novanta (cfr. figura 16), suggerendo che il recente rafforzamento della crescita monetaria è sostanzialmente collegato alla crescita più vigorosa della ricchezza, la quale a sua volta potrebbe aver origine da livelli più bassi dei tassi di interesse.

16) Come descritto nel riquadro 5 *Le stime della ricchezza immobiliare delle famiglie nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2006 di questo Bollettino, questi dati si sono di recente resi disponibili sulla base di una stima della BCE della ricchezza immobiliare. I dati trimestrali sono interpolati.

Figura 15 Relazione tra ricchezza lorda delle famiglie e PIL

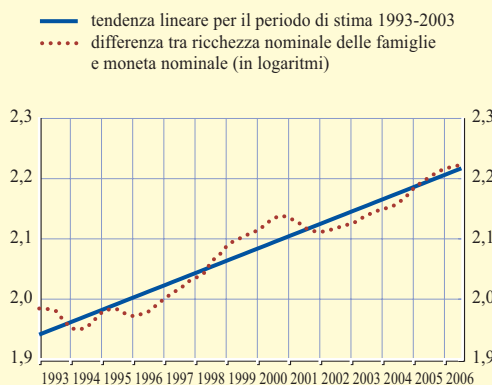
(differenza tra il logaritmo della ricchezza nominale delle famiglie e del PIL)



Fonte: stime interne della BCE.

Figura 16 Relazione tra ricchezza lorda delle famiglie e M3 detenuta dalle famiglie

(differenza tra il logaritmo della ricchezza nominale delle famiglie e della M3 detenuta dalle famiglie)



Fonte: stime interne della BCE.

4 RICAVERE INFORMAZIONI RILEVANTI AI FINI DELLA POLITICA MONETARIA DAGLI ANDAMENTI MONETARI

Gli esercizi riportati in precedenza suggeriscono che il vigore della crescita monetaria dal 2004 può essere spiegato, almeno in parte, dall'accresciuta sensibilità degli andamenti monetari ai costi opportunità quando i tassi di interesse si collocano su bassi livelli. Esistono diversi canali attraverso cui gli andamenti monetari sono influenzati dai bassi tassi di interesse e, soprattutto per l'aggregato ampio M3, questi possono interessare processi complessi come l'innovazione dei prodotti e l'evoluzione dei prezzi delle attività e della ricchezza.

Tuttavia, sviluppare una spiegazione dei motivi per cui gli andamenti monetari si sono evoluti in un particolare modo è solo il primo passo dell'analisi monetaria della BCE. Fornire tali spiegazioni non rivela, di per se stesso, se gli andamenti monetari comportano rischi per la stabilità dei prezzi. Mentre alcuni fattori che determinano la reazione più marcata della moneta ai bassi tassi di interesse potrebbero comportare disponibilità monetarie di equilibrio superiori (e quindi modeste implicazioni per le prospettive di inflazione), altri potrebbero implicare un accumulo di eccesso di liquidità con evidenti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, direttamente o anche indirettamente attraverso la dinamica dei prezzi delle attività.

In questo contesto, è fondamentale cercare una spiegazione quanto mai esaustiva della dinamica monetaria al fine di formulare una valutazione delle implicazioni per gli andamenti dei prezzi e, quindi, ricavare le informazioni rilevanti per la politica monetaria. Inoltre, la valutazione deve essere effettuata nel contesto di altre analisi macroeconomiche e strutturali, che comprendono gli andamenti dei prezzi delle attività e l'evoluzione istituzionale nel sistema finanziario.

Per illustrare questo punto importante, è utile concentrarsi sull'esempio finale discusso nella sezione precedente, ovvero la relazione fra ricchezza e disponibilità monetarie. È importante riconoscere che essere semplicemente capaci di

spiegare gli andamenti monetari sulla base dell'evoluzione della ricchezza (cosa che sarebbe possibile, secondo la figura 16) non significa che tali andamenti siano favorevoli in termini di prospettive per la stabilità dei prezzi.

Ad esempio, si potrebbe argomentare che la crescita della ricchezza delle famiglie sia eccessiva e possa indurre l'affermarsi di domanda aggiuntiva e, in ultima istanza, di pressioni inflazionistiche. In alternativa, si potrebbe ritenere che una maggiore ricchezza sia il riflesso di disallineamenti dei prezzi delle attività, che potrebbero in futuro essere riassorbiti in maniera tale da minare la stabilità macroeconomica e, da ultimo, dei prezzi. Inoltre, la direzione della causalità potrebbe essere invertita, cioè la crescita monetaria e creditizia potrebbe causare o alimentare gli incrementi dei prezzi delle attività e, quindi, la dinamica della ricchezza con potenziali conseguenze inflazionistiche. In ciascuno di questi casi, gli aumenti della crescita monetaria rifletterebbero, quindi, aumenti dei rischi per la stabilità dei prezzi. Un'analisi dettagliata aiuterebbe a definire con maggiore precisione i tipi di rischio e i potenziali canali di trasmissione, consentendo quindi di calibrare adeguatamente qualsiasi intervento di politica monetaria.

Analogamente, si può ritenere che la detenzione di derivati al dettaglio e/o condizioni di erogazione del credito più distese riconducibili all'accresciuta cartolarizzazione dei prestiti bancari rappresentino innovazioni finanziarie che modificano la struttura del settore monetario e che, quindi, si debba tenere conto del loro impatto nella valutazione degli andamenti monetari. Tuttavia, tale approccio ignorerebbe il modo in cui queste innovazioni hanno aumentato la liquidità aggregata del settore privato interno e hanno allentato le condizioni di finanziamento complessive, entrambi elementi che possono determinare una spesa aggregata più sostenuta e quindi, in ultima istanza, pressioni inflazionistiche. Anche l'indebitamento da parte delle società per attività di fusione e acquisizione crea liquidità e i detentori finali di tale liquidità (ad es. chi vende la quota azionaria della società rilevata) possono incrementare la spesa e/o altera-

re la struttura del portafoglio complessivo delle attività in una maniera che determina pressioni al rialzo sui prezzi delle attività o al consumo.

Sulla base di considerazioni come queste, si è ritenuto che il rafforzamento della crescita monetaria fra il 2004 e il 2005 (anche se spiegabile

in termini generali) segnalasse rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Il riquadro 3 descrive come i risultati di semplici indicatori di inflazione basati sulla moneta, che sono basati sui risultati analitici presentati nel riquadro 1 e utilizzati nelle analisi degli esperti, sono consistenti con questa valutazione complessiva.

Riquadro 3

EVOLUZIONE DEGLI INDICATORI D'INFLAZIONE BASATI SULLA MONETA NEGLI ANNI RECENTI

Questo riquadro illustra l'evoluzione di vari indicatori d'inflazione basati sulla moneta sviluppati dagli esperti della BCE che sono stati costruiti utilizzando la metodologia descritta nel riquadro 1.

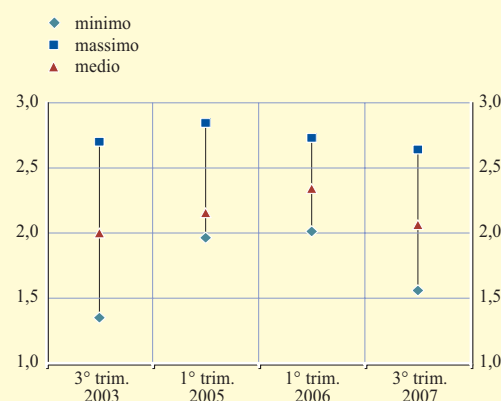
La figura in basso mostra l'intervallo di valori e la mediana di un insieme di indicatori d'inflazione basati sulla moneta derivati in tempo reale per quattro diversi momenti nel tempo. Tale rappresentazione dei rischi per l'inflazione è stata mostrata nel Bollettino mensile di marzo 2005 e di giugno 2006. nell'interpretare i risultati di questa particolare tecnica di analisi monetaria, occorre tener conto della semplicità dei modelli sottostanti.

Alla fine del periodo delle riallocazioni di portafoglio a metà del 2003, i rischi per la stabilità dei prezzi erano lievemente rivolti verso l'alto, ma l'incertezza desumibile dagli indicatori monetari era notevole, per cui la qualità complessiva del segnale era offuscata. Tale offuscamento era riconducibile all'incertezza sul modo in cui interpretare tali riallocazioni di portafoglio: anche se l'opinione più diffusa era che esse fossero piuttosto favorevoli in termini di prospettive per l'inflazione, nel più lungo termine sussisteva il pericolo che tali disponibilità fossero convertite in saldi transattivi che, soprattutto nel contesto di una ripresa economica, potevano creare pressioni inflazionistiche.

Questa valutazione è cambiata a partire da metà 2004. Nel primo trimestre del 2005 era migliorata la chiarezza del segnale proveniente dall'analisi monetaria, come risulta dal restringersi dell'intervallo di valori della serie di indicatori di inflazione basati sulla moneta riportati nella figura. Inoltre, lo spostamento verso l'alto di tale intervallo ha indicato rischi più elevati per la stabilità dei prezzi. Questi andamenti si sono intensificati durante il primo trimestre del 2006, come illustrano gli ulteriori spostamenti della mediana riportati nella figura. Pertanto, nonostante fossero in atto importanti cambiamenti strutturali del sistema finanziario, si è considerato

Intervallo di indicatori basati sulla moneta per i rischi d'inflazione sulla base di un insieme di modelli bivariati indicatori anticipatori

(variazioni percentuali sui sei mesi espresse in ragione d'anno; risultati in tempo reale per i diversi momenti nel tempo)



Fonte: stime BCE.

Note: la figura mostra l'intervallo di indicatori derivato da sette modelli bivariati d'inflazione (M1, M2, M3, M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio, prestiti delle IFM al settore privato e misure di eccesso di liquidità basate sulla M3 e sulla M3 corretta). Ciascun indicatore è basato sulle informazioni disponibili nel momento in cui l'indicatore viene calcolato. Per esempio, il risultato per i singoli indicatori per il primo trimestre del 2006 contiene le informazioni sulla moneta e l'inflazione fino al primo trimestre del 2006 compreso.

che il tasso di espansione monetaria elevato e in aumento osservato in questo periodo comportasse rischi crescenti per la stabilità dei prezzi.

Dato il vigore complessivo della dinamica del credito e della moneta nonché i segnali piuttosto contrastanti provenienti dall'ampio insieme di indicatori considerati (ad esempio una più elevata crescita di M3 ma una certa stabilizzazione dell'espansione di M1 e del credito), la rappresentazione sintetica dei recenti andamenti monetari indica un protrarsi dei rischi per la stabilità dei prezzi e allo stesso tempo una maggiore incertezza, dato l'ampliarsi dell'intervallo di valori dei segnali offerti da varie componenti e contropartite.

5 ANALISI DEGLI ANDAMENTI MONETARI DOPO L'AUMENTO DEI TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE

Da quando il Consiglio direttivo ha deciso di incominciare a rimuovere l'orientamento accomodante della politica monetaria nel dicembre 2005, la conseguente sequenza di aumenti dei tassi di interesse a breve termine ha avuto effetti divergenti su vari indicatori della moneta e del credito. M1 ha iniziato a rallentare nell'autunno del 2005, con la crescita dei prestiti che si è attenuata dall'estate del 2006. Il tasso di incremento di M3, invece, è ulteriormente aumentato.

Il riquadro 4 mostra che il protratto rafforzamento della crescita di M3 a fronte degli aumenti dei tassi di interesse a breve termine è in linea con l'esperienza storica, almeno quella rilevata da un semplice modello empirico dell'area dell'euro a partire dai primi anni novanta. Tale comportamento non è pertanto sorprendente ed è stato preso in considerazione nel valutare i recenti andamenti monetari.

Sussistono numerose ragioni per cui la crescita di M3 può aumentare nel contesto di tassi di interesse a breve termine in aumento. In primo luogo,

una domanda più elevata di moneta può emergere per ragioni di gestione di portafoglio, in quanto gli investitori cercano attività a capitale sicuro come i depositi bancari in un periodo in cui detenere titoli a reddito fisso comporta rischi, dal momento che tassi di interesse più elevati comportano minusvalenze patrimoniali sulle obbligazioni. Tale domanda di portafoglio è probabile che si manifesti nelle consistenze detenute di depositi a termine, fondi di mercato monetario e/o titoli di debito delle IFM a breve termine (soprattutto se sono remunerati a tassi variabili). In secondo luogo, i tassi di interesse a breve termine più elevati hanno comportato un appiattimento della curva dei rendimenti dell'area dell'euro, aumentando quindi l'appetibilità dei depositi a termine a breve scadenza rispetto alle attività a più lungo termine. I primi offrono lo stesso rendimento dei secondi, ma hanno caratteristiche di maggiore liquidità. In terzo luogo, la rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria può incoraggiare afflussi nella posizione netta sull'estero dei bilanci delle IFM, il che può anche servire ad aumentare la crescita di M3. Ciascuno di questi tre elementi ha svolto un ruolo nello spiegare il rafforzamento della crescita di M3 dal dicembre del 2005, quando i tassi di interesse di riferimento della BCE hanno incominciato ad aumentare.

Riquadro 4

LA REAZIONE DI M3, M1 E DEI PRESTITI NELL'AREA DELL'EURO ALLE VARIAZIONI DEI TASSI DI INTERESSE

Questo riquadro presenta l'evidenza quantitativa per l'area dell'euro derivata da modelli autoregressivi vettoriali (*Vector Autoregressive*, VAR) sulla reazione delle dinamiche monetarie e cre-

ditizie alle variazioni dei tassi di interesse. I VAR, a differenza dei modelli sottostanti l'analisi mostrata nel riquadro 2, impongono una struttura teorica molto limitata sui dati e possono essere utilizzati per ricavare i "fatti stilizzati" sulle correlazioni che intercorrono fra diverse variabili macroeconomiche.

I modelli VAR e le risposte a impulso

Un esercizio tradizionale nella letteratura sui modelli VAR è di introdurre un aumento transitorio del livello di una variabile e analizzare gli effetti dinamici di questo cosiddetto "shock" su tutte le variabili del sistema (cioè la cosiddetta "analisi della risposta a impulso"). Se l'esercizio viene effettuato per uno shock ai tassi di interesse a breve termine, esso si può considerare come una valutazione empirica delle implicazioni di una variazione dell'orientamento di politica monetaria sulle altre variabili macroeconomiche.

Le figure seguenti sono basate sulla stima di due sistemi, che comprendono entrambi una tendenza lineare, un indice delle materie prime ¹⁾ e un indice dei corsi petroliferi come variabili esplicative (pre-determinate). Il primo sistema intende cogliere il comportamento delle componenti di M3 e comprende quindi: lo IAPC, il PIL in termini reali, M3, M1, un tasso di interesse nominale a lungo termine e uno a breve termine. Il secondo sistema modella il lato delle contropartite di M3 e (rispetto al primo modello) esclude M1 ma comprende i prestiti al settore privato e le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM.

Dal momento che il presente riquadro verte sulle relazioni nel lungo periodo fra le variabili, un modello VAR nei livelli delle variabili è stimato e risolto per le sue risposte dinamiche ²⁾. Come è piuttosto comune nella letteratura, il tasso di interesse a tre mesi è scelto come tasso di interesse a breve termine ed è considerato come lo strumento di politica monetaria. La figura sottostante illustra quindi la reazione del tasso di interesse a breve termine, di M1, di M3 e dei prestiti al settore privato a uno shock transitorio (cioè *una tantum*) del "tasso di riferimento" di una deviazione standard e mostra il rispettivo intervallo di confidenza al 68 per cento, che corrisponde ad una deviazione standard della risposta ³⁾. Le stime coprono il periodo dal primo trimestre del 1980 al quarto trimestre del 2004. Le reazioni delle variabili comprese nel sistema sono mostrate su un orizzonte temporale di 24 trimestri.

Risultati

Secondo i risultati, il profilo di risposta del tasso di interesse a breve termine mostra un picco dopo due trimestri, seguito da un costante calo che raggiunge un livello minimo fra gli otto e i dieci trimestri per poi ritornare alla linea dello zero (cfr. la figura). Una possibile interpretazione di questo fatto è che, dopo l'iniziale politica monetaria restrittiva in termini di tassi di interesse,

1) L'impiego di un indice delle materie prime come indicatore anticipatore dell'inflazione interna nella funzione della reazione di politica monetaria potrebbe eliminare la risposta positiva dei prezzi a uno shock di politica monetaria restrittivo. Cfr. Sims, C. A. (1992), "Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy", *European Economic Review*, vol. 36 (5), pp. 975-1000.

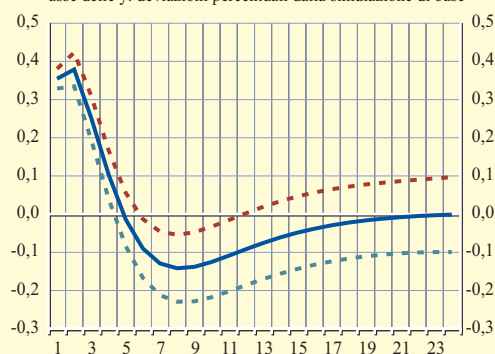
2) L'analisi della risposta a impulso è condotta utilizzando funzioni di risposta a impulso generalizzate. Lo scopo di queste ultime è di evitare il problema della dipendenza delle risposte a impulso ortogonalizzate dall'ordine delle variabili nel VAR. Cfr. Pesaran, M.H., Shin, Y. (1998), "Generalized Impulse Response Functions in Linear Multivariate Models", *Economic Letters*, vol. 58, pp. 17-29.

3) È comune nella letteratura sui modelli VAR usare un intervallo di confidenza pari ad una volta la deviazione standard (seppure sia più ristretto rispetto ad altri esercizi statistici). Cfr., ad esempio, Bagliano, F. C., Favero, C. A. (1999), "Information from Financial Markets and VAR Measures of Monetary Policy", *European Economic Review*, vol. 43, pp. 825-837.

Funzioni di risposta ad impulso a seguito di un aumento transitorio dei tassi d'interesse a breve termine pari ad una deviazione standard

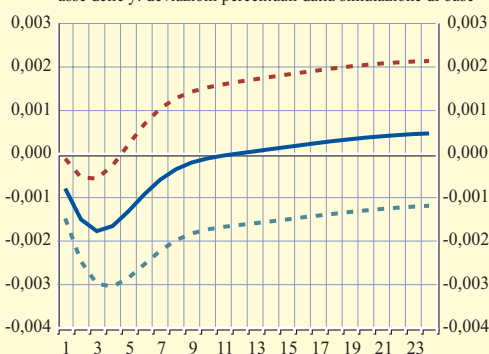
Risposta dei tassi d'interesse a breve termine

asse delle x: trimestri dopo lo shock
asse delle y: deviazioni percentuali dalla simulazione di base



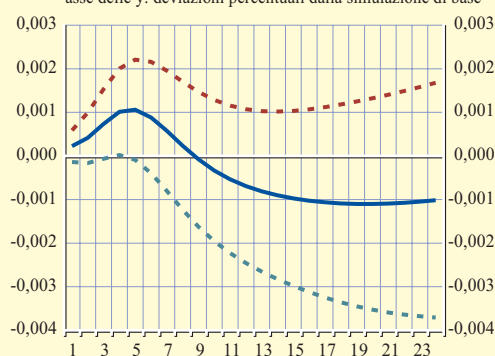
Risposta di M1

asse delle x: trimestri dopo lo shock
asse delle y: deviazioni percentuali dalla simulazione di base



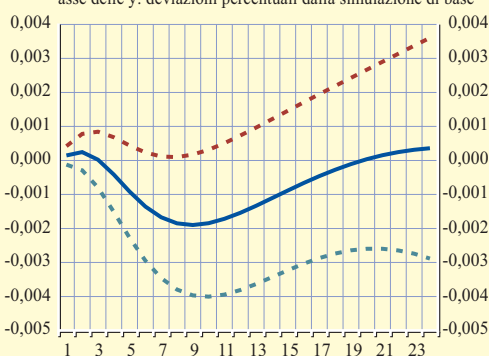
Risposta di M3

asse delle x: trimestri dopo lo shock
asse delle y: deviazioni percentuali dalla simulazione di base



Risposta dei prestiti

asse delle x: trimestri dopo lo shock
asse delle y: deviazioni percentuali dalla simulazione di base



Fonte: elaborazioni BCE.

Nota: tutte le variabili, eccetto i tassi d'interesse, sono espresse in logaritmi. Il periodo campionario va dal primo trimestre del 1981 al quarto trimestre del 2004, con le linee continue che mostrano le deviazioni percentuali dalla simulazione di base e le linee tratteggiate il rispettivo intervallo di confidenza pari ad una deviazione standard.

le autorità monetarie successivamente riducono i tassi di interesse in risposta a una flessione dell'attività reale e a una riduzione dei prezzi.

L'aumento dei tassi di interesse a breve termine è seguito da un immediato calo di M1 nell'area dell'euro, un risultato che conferma la sensibilità piuttosto elevata di questo aggregato ai tassi di interesse. Una volta venuto meno nel tempo l'effetto dei tassi di interesse, emerge quello di un calo e di una successiva ripresa del PIL. Un profilo simile può essere osservato per la risposta dinamica dei prestiti nominali. Nel contempo la reazione dei prestiti rispetto a quella di M1 è lievemente ritardata. Queste caratteristiche ricalcano il comportamento osservato da dicembre 2005 e riportato nel testo.

Al contrario, l'aumento del tasso di interesse a breve termine determina una flessione significativa e permanente delle consistenze di M3 dell'area dell'euro, che incomincia a concretizzarsi dopo circa dieci trimestri. La diminuzione permanente, tuttavia, è preceduta da una reazione positiva di

M3 a un incremento dei tassi di interesse, forse connessa alla domanda speculativa di moneta che si concretizza nelle componenti di M3 esterne a M1 (M3-M1). Questa iniziale risposta positiva di M3 all'aumento non anticipato dei tassi di interesse a breve termine può essere relativamente persistente ed è in linea con la direzione dei fenomeni osservati nell'area dell'euro durante l'ultimo anno in concomitanza con l'aumento dei tassi di interesse di riferimento della BCE.

6 OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

Fra la metà del 2004 e la fine del 2005, il tasso tendenziale di fondo dell'espansione monetaria si è rafforzato. Per analizzare quest'evoluzione sono stati utilizzati vari strumenti. In generale, il livello storicamente basso dei tassi di interesse nominali a breve termine nell'area dell'euro durante questo periodo è stato una determinante importante della vigorosa crescita monetaria. Sebbene l'evoluzione istituzionale del settore finanziario e monetario abbia influenzato la dinamica dell'aggregato monetario ampio, a metà 2005 l'analisi monetaria complessiva condotta dagli esperti della BCE ha concluso che il rafforzamento della crescita monetaria segnalava chiari rischi per la stabilità dei prezzi a medio e più lungo termine.

Dopo l'avvio degli incrementi dei tassi di interesse nel dicembre 2005, vari indicatori monetari hanno seguito andamenti divergenti. La crescita di M1 si è attenuata quasi immediatamente,

mentre la dinamica dei prestiti al settore privato si è stabilizzata leggermente più tardi. Nondimeno, questi indicatori continuano a crescere a tassi vigorosi. Al contrario, la crescita di M3 ha proseguito la tendenza all'aumento da dicembre 2005, in parte per effetto dell'innovazione finanziaria, degli andamenti delle disponibilità monetarie delle istituzioni finanziarie non monetarie relative alla cartolarizzazione dei prestiti e, soprattutto, di un'accresciuta domanda di strumenti negoziabili di M3 a scopi di gestione di portafoglio. L'analisi monetaria della BCE utilizza un'ampia gamma di strumenti e schemi per valutare questi andamenti. Sulla base di questa analisi, si è giunti alla conclusione che il tasso di espansione monetaria di fondo, che rimane strettamente connesso alla dinamica dell'inflazione agli orizzonti più lunghi, rimane vigoroso nell'area dell'euro, benché sia possibile che nel corso del 2006 e agli inizi del 2007 l'andamento del tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato ampio M3 sopravvaluti il dinamismo del tasso di espansione monetario di fondo.

CARATTERISTICHE STRUTTURALI SALIENTI, ANDAMENTI ECONOMICI E REIMPIEGO DEI PROVENTI PETROLIFERI NEI PAESI ESPORTATORI DI PETROLIO



Questo articolo prende in esame le principali caratteristiche strutturali e gli andamenti economici recenti di dieci importanti paesi esportatori di petrolio. Analizza inoltre le importazioni e i flussi finanziari originati da questi paesi, spesso descritti come reimpiego (recycling) dei proventi petroliferi. Negli ultimi anni gli elevati prezzi del petrolio hanno influito positivamente sulle economie esportatrici, determinando sia una maggiore crescita del PIL in termini reali sia avanzi di bilancio e di parte corrente, mentre gli effetti negativi dei rincari del greggio sulle economie importatrici sono stati attenuati dal reimpiego dei proventi petroliferi. L'evoluzione delle economie dei paesi esportatori di petrolio e il reimpiego dei proventi petroliferi attraverso il canale commerciale e quello finanziario costituiscono un aspetto sempre più rilevante dell'economia mondiale. Di conseguenza, dall'inizio della fase di rincaro del greggio nel 2003 questi paesi hanno assunto un ruolo sempre più importante come controparti commerciali e investitori internazionali.

I INTRODUZIONE

Tra il 2002 e il 2006 il prezzo medio del petrolio è salito notevolmente, da 25 a 65,4 dollari al barile ¹⁾. Dopo il picco dell'agosto 2006 le quotazioni hanno subito un lieve calo, pur restando significativamente al di sopra della media del decennio precedente (19,8 dollari al barile tra il 1993 e il 2002, con un picco di 28,5 dollari nel 2000). Nello stesso periodo la produzione media mondiale è passata da 76,6 a 85,2 milioni di barili al giorno (mb/g). Tali dinamiche hanno indotto una notevole crescita nei proventi dei paesi esportatori di petrolio (e di gas naturale).

In tale contesto, l'articolo esamina le principali caratteristiche strutturali e gli andamenti economici recenti dei primi dieci paesi esportatori netti di petrolio, le cui vendite all'estero sono costituite per oltre il 40 per cento da petrolio e gas naturale e che sono pertanto particolarmente dipendenti dalle esportazioni di materie prime energetiche ²⁾. Tali paesi, Arabia Saudita, Russia, Norvegia, Iran, Emirati Arabi Uniti, Nigeria, Kuwait, Venezuela, Algeria e Libia (elencati in ordine di importanza sulla base delle rispettive esportazioni nette di petrolio), rappresentano nel loro insieme quasi il 70 per cento delle esportazioni, oltre il 50 della produzione e più del 70 delle riserve di petrolio a livello mondiale. Per quanto riguarda il gas naturale, le quote complessive di questi paesi sul totale delle esportazioni, produzione e riserve mondiali sono rispettivamente di circa il 45, quasi il 40 e quasi il 60 per cento.

L'elevato livello dei corsi petroliferi ha accresciuto l'importanza dei paesi esportatori di petrolio per l'economia mondiale. L'incidenza dei primi dieci paesi esportatori netti di petrolio sul PIL globale è salita dal 3,6 per cento del 2002 al 5,5 del 2005, quella sull'interscambio mondiale dal 2,4 al 3,5 per cento. Oltre che come fornitori di materie prime energetiche, questi paesi svolgono un ruolo sempre più importante come investitori su scala mondiale: la maggior parte dei ricavi petroliferi risparmiati è infatti investita all'estero. Inoltre, parte dei ricavi che sono stati spesi ha determinato un aumento delle importazioni, accrescendo la rilevanza di queste economie come mercati di destinazione per le esportazioni dei paesi importatori di petrolio.

1) Prezzi medi annui del greggio di qualità Brent.

2) Per individuare i principali paesi esportatori netti di petrolio a livello mondiale sono stati utilizzati dati dell'Energy Information Administration del governo statunitense relativi al 2005, mentre per determinare il grado di dipendenza dalle esportazioni di energia sono state impiegate le statistiche Comtrade delle Nazioni Unite concernenti lo stesso anno. L'articolo prende quindi in esame i paesi che, oltre ad essere i più importanti per il mercato mondiale del petrolio, presentano un grado elevato di dipendenza dalle esportazioni di idrocarburi (petrolio e gas naturale). Gli andamenti del mercato mondiale del petrolio sono fondamentali anche per i paesi nei quali il gas naturale svolge un ruolo rilevante, poiché il prezzo di questa materia prima tende a seguire quello del petrolio. Per cogliere il grado di dipendenza dalle esportazioni di idrocarburi, i dati relativi alle singole economie comprendono anche quelli concernenti il gas naturale nella misura in cui questi ultimi sono disponibili su base comparabile. Tra i dieci paesi considerati in questo articolo figurano anche i cinque maggiori produttori di gas naturale, nei quali gli idrocarburi rappresentano oltre il 40 per cento delle esportazioni totali (Russia, Algeria, Iran, Norvegia e Arabia Saudita, sulla base di dati del 2005 contenuti nella BP Statistical Review of World Energy 2006).

I paesi esportatori di petrolio hanno accumulato ampi avanzi correnti che, attestandosi nel 2006 a 420 miliardi di dollari statunitensi, hanno superato il complesso di quelli dei paesi asiatici emergenti e hanno costituito un'importante contropartita del disavanzo corrente degli Stati Uniti. Una quota elevata di questo maggiore risparmio è investita in attività negli Stati Uniti. I paesi esportatori di petrolio sono stati quindi chiamati a contribuire alla correzione degli squilibri mondiali, ad esempio accrescendo gli investimenti in capacità produttiva, il grado di diversificazione dell'economia e, in alcuni casi, la flessibilità del cambio³⁾.

La parte restante dell'articolo è strutturata come segue: la seconda sezione delinea le principali caratteristiche strutturali dei dieci paesi considerati, la terza prende in esame gli andamenti macroeconomici recenti, la quarta analizza l'utilizzo e il reimpiego dei ricavi petroliferi nella recente fase di rincaro del petrolio, mentre la quinta conclude.

2 PRINCIPALI CARATTERISTICHE STRUTTURALI DEI PAESI ESPORTATORI DI PETROLIO

DIMENSIONE DEI PAESI E DELLE ECONOMIE

Tra i paesi esportatori di petrolio esistono differenze significative in termini di popolazione, PIL e reddito pro capite. Con riferimento ai dieci paesi considerati, in quattro (Kuwait, Emirati Arabi Uniti, Norvegia e Libia) il numero di abitanti è inferiore o pari a 6 milioni e in tre (Arabia Saudita, Venezuela e Algeria) è compreso fra 24 e 34 milioni. Iran, Russia e Nigeria, con oltre 360 milioni di abitanti nel loro insieme, rappresentano quasi l'80 per cento della popolazione totale del gruppo (465 milioni). In termini di PIL, la Russia si colloca al primo posto (979 miliardi di dollari statunitensi), seguita a grande distanza da Arabia Saudita e Norvegia (rispettivamente 349 e 334 miliardi). Norvegia ed Emirati Arabi Uniti hanno il reddito pro capite più elevato, mentre la Nigeria (circa 1.200 dollari pro capite) è l'unico paese a basso reddito del gruppo.

LA STRUTTURA DELL'ECONOMIA E IL RUOLO DEL PETROLIO

In termini assoluti, la Russia e l'Arabia Saudita sono i principali produttori (ed esportatori) di petrolio: nel 2006 la loro produzione media di greggio era rispettivamente pari a 9,7 e 9,3 mb/g⁴⁾, oltre il doppio di quella dell'Iran (che con 3,9 mb/g si colloca al terzo posto) e più di tre volte quella di qualunque altro paese del gruppo. La Russia è anche il principale produttore mondiale di gas naturale. L'Arabia Saudita è primo esportatore netto di petrolio (9,1 mb/g nel 2005), seguita dalla Russia con 6,7 mb/g, mentre gli altri paesi si collocano all'interno di un intervallo compreso tra 1,5 (Libia) e 2,7 mb/g (Norvegia). Anche in termini di riserve l'Arabia Saudita risulta al primo posto, con il 22 per cento delle riserve petrolifere mondiali accertate, seguita a grande distanza dall'Iran con l'11,5 per cento (dati del 2005).

In termini pro capite, le prime posizioni quanto a produzione e riserve di petrolio (e gas naturale) sono detenute dai paesi più piccoli (cfr. figure 1a e 1b). La Norvegia si distingue per la maggiore differenza di posizione in graduatoria tra livelli di produzione e di riserve, a indicare che queste ultime sono basse rispetto ai volumi della produzione corrente. Si prevede di fatto che, agli attuali livelli di produzione, le riserve norvegesi si esauriscano entro i prossimi tre decenni. Per contro, le riserve petrolifere di Kuwait, Emirati Arabi Uniti e Iran dovrebbero durare circa 100 anni e quelle di gas naturale di tutti i paesi tranne Algeria, Norvegia e Russia hanno una durata prevista di 100 anni o superiore⁵⁾.

Gli idrocarburi rivestono un'importanza preponderante per le economie in esame (cfr. tavola 1). Se si eccettua la Norvegia, negli altri

3) Cfr. il documento sugli squilibri internazionali allegato alla dichiarazione dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali del G7 del 21 aprile 2006.

4) Il dato per l'Arabia Saudita comprende metà della produzione della Zona neutrale tra Arabia Saudita e Kuwait. Le statistiche sulla produzione di petrolio nel 2006 provengono dall'Agenzia internazionale per l'energia.

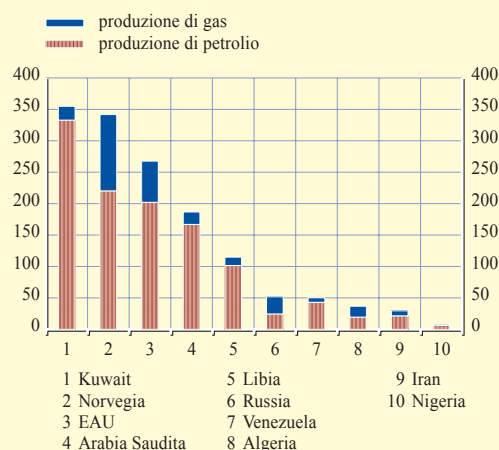
5) Poiché le proiezioni sull'esaurimento delle riserve dipendono da vari fattori di difficile previsione, quali ad esempio lo stato futuro della tecnologia e dei prezzi, sono da ritenersi indicative.

ARTICOLI

Caratteristiche strutturali salienti, andamenti economici e reimpiego dei proventi petroliferi nei paesi esportatori di petrolio

Figura 1a Produzione di petrolio e gas naturale pro capite nel 2005

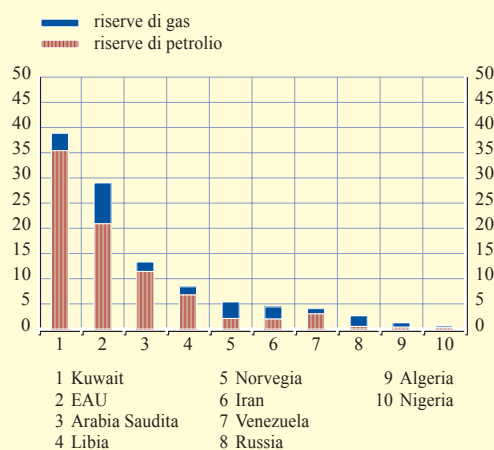
(barili di petrolio equivalenti)



Fonti: BP Statistical review of World Energy 2006, FMI ed elaborazioni BCE.

Figura 1b Riserve di petrolio e gas naturale pro capite nel 2005

(migliaia di barili di petrolio equivalenti)



Fonti: BP Statistical review of World Energy 2006, FMI ed elaborazioni BCE.

paesi i ricavi connessi al petrolio costituiscono almeno il 50 per cento circa delle entrate pubbliche e in sette paesi su dieci il petrolio e il gas naturale rappresentano oltre l'80 per cento delle esportazioni totali. Al settore degli idrocarburi è riconducibile una quota considerevole del PIL. Ciò vale soprattutto per Libia e Kuwait (rispettivamente circa il 67 e 53 per cento) e per i paesi con un PIL pro capite relativamente basso, quali l'Algeria e la Nigeria (circa il 45 per cento). Economie più grandi come Russia, Norvegia, Iran e Venezuela presentano di norma un maggior grado di diversificazione e la quota del petrolio e gas naturale sul PIL è inferiore o approssimativamente pari al 25 per cento. Maggiore è l'incidenza del petrolio sulle entrate

pubbliche, le esportazioni e il PIL, superiore è l'esposizione dell'economia agli andamenti del mercato mondiale del petrolio.

In gran parte dei paesi esportatori l'industria petrolifera è di proprietà pubblica. Dei dieci paesi in esame, solo Norvegia e Russia hanno un settore petrolifero parzialmente privatizzato, e nel caso della Russia si è evidenziata negli anni più recenti una tendenza verso una (ri)nazionalizzazione. Nonostante i crescenti sforzi dispiegati negli ultimi anni per favorire i processi di privatizzazione, in molti di questi paesi le imprese pubbliche svolgono un ruolo importante anche in settori diversi da quello petrolifero.

Tavola 1 Il ruolo del petrolio e del gas naturale per le entrate pubbliche, le esportazioni e il PIL

(percentuali delle entrate pubbliche totali, delle esportazioni e del PIL)

	Algeria	Iran	Kuwait	Libia	Nigeria	Norvegia	Russia	Arabia Saudita	EAU	Venezuela
Entrate pubbliche	76,3	64,1	77,2	86,5	65,9	18,4	49,3	89,4	66,3	50,0
Esportazioni	98,3	83,2	83,3	95,7	97,3	45,5	61,1	89,5	37,3	89,6
PIL	45,1	24,9	52,6	67,1	44,6	23,4	20,0	45,2	31,5	24,6

Fonti: FMI, Banca Mondiale e statistiche nazionali.

Note: i dati per il Kuwait, la Libia, gli Emirati Arabi Uniti si riferiscono al 2004. Per l'Iran al 2004/2005, per Algeria e Norvegia al 2005, per la Nigeria al 2003. Per la Russia, i dati delle entrate pubbliche e delle esportazioni si riferiscono al 2005, il PIL è il valore stimato per il 2000. Per l'Arabia Saudita i dati delle entrate pubbliche e delle esportazioni si riferiscono al 2005, il PIL al 2004. Per il Venezuela i dati delle entrate pubbliche e delle esportazioni si riferiscono al 2006 (stima), il PIL al 2003.

STRATEGIE DI POLITICA MONETARIA E REGIMI DI CAMBIO

Se si esclude la Norvegia, gli altri paesi esportatori di petrolio hanno regimi di cambio fissi o a fluttuazione controllata, con ancoraggio al dollaro statunitense (cfr. tavola 2). Inoltre, in molti di questi paesi l'orientamento al dollaro ha una lunga tradizione. Ad esempio, nei paesi del Consiglio di cooperazione del Golfo (*Gulf Cooperation Council*, GCC) ⁶⁾ l'aggancio o l'orientamento al dollaro costituiscono il regime di cambio (di fatto) fin dagli anni settanta. La Norvegia, che ha adottato un obiettivo esplicito di inflazione, è l'unico paese del gruppo ad avere un'ancora interna per la politica monetaria.

La preferenza per un'ancora esterna e l'orientamento verso il dollaro si possono spiegare con il fatto che i ricavi petroliferi – la principale entrata da esportazioni nei paesi in esame – sono denominati in tale valuta. L'ancoraggio al dollaro o la fluttuazione controllata rispetto a questa divisa servono pertanto a stabilizzare i proventi da esportazioni e il gettito fiscale, visto il ruolo prominente dei ricavi petroliferi nel bilancio delle Amministrazioni pubbliche. Una conseguenza di questi regimi valutari è che le ragioni di scambio dei paesi esportatori di petrolio sono esposte alle oscillazioni del dollaro rispetto alle altre valute principali. Il grado di esposizione dipende dalla quota di importazioni provenienti dagli Stati Uniti e dai paesi le cui valute sono ancorate al dollaro (soprattutto in Asia) rispetto a quella delle importazioni provenienti da altre economie (cfr. la prossima sottosezione sulla struttura dell'interscambio). Inoltre, nei paesi con regimi a cambio fisso o a fluttuazione controllata i tassi di interesse seguono in larga misura quelli statunitensi anche quando i relativi cicli economici sono diversi. Ciò dipende dal grado di liberalizzazione dei movimenti di capitale in ciascun paese. Alla fine del 2005 le restrizioni alle operazioni in conto capitale erano particolarmente pronunciate in Algeria, Libia e Iran, mentre la Nigeria aveva ancora un regime di cambio multiplo. I paesi del GCC e, più di recente, la Russia hanno (relativamente) liberalizzato le operazioni in conto capitale, come avviene in Norvegia.

Tavola 2 Regimi di cambio adottati dai paesi esportatori di petrolio

	Regime di cambio
Algeria	fluttuazione controllata
Iran	parità strisciante ¹⁾
Kuwait	cambio fisso
Libia	cambio fisso
Nigeria	fluttuazione controllata ¹⁾
Norvegia	fluttuazione libera
Russia	fluttuazione controllata
Arabia Saudita	cambio fisso
EAU	cambio fisso
Venezuela	cambio fisso

Nota: dati aggiornati al 30 aprile 2006.

1) Il regime di cambio "de facto" è differente da quello "de jure".

STRUTTURA DELL'INTERSCAMBIO

I paesi esportatori di petrolio differiscono tra loro per quanto concerne i partner commerciali principali (cfr. tavola 3). Le esportazioni di Norvegia, Russia e dei paesi del Mediterraneo si dirigono principalmente verso l'UE e l'area dell'euro, quelle dei paesi del GCC e dell'Iran affluiscono soprattutto in Asia e quelle di Nigeria e Venezuela sono per lo più destinate agli Stati Uniti. Per quanto concerne le importazioni, l'UE costituisce la fonte di gran lunga più importante per quasi tutti i paesi in esame, mentre l'Asia rappresenta in media circa un quarto del totale. Fatta eccezione per il Venezuela, la quota degli Stati Uniti sul totale delle importazioni dei paesi esportatori di petrolio è relativamente ridotta.

3 ANDAMENTI MACROECONOMICI RECENTI

CRESCITA E OCCUPAZIONE

Dal 2003 la crescita del PIL in termini reali si è notevolmente intensificata nei paesi esportatori di petrolio, collocandosi su un livello mediamente pari o superiore al 6 per cento annuo (cfr. tavola 4). Nel contempo, la dispersione dei tassi di crescita è diminuita sostanzialmente. Nel periodo 2003-06 i paesi in esame (a eccezione di Norvegia, Venezuela nel 2003 e Algeria nel 2006)

6) Gli Stati membri del GCC sono: Arabia Saudita, Bahrain, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman e Qatar.

ARTICOLI

Caratteristiche strutturali salienti, andamenti economici e reimpiego dei proventi petroliferi nei paesi esportatori di petrolio

Tavola 3 Composizione geografica delle esportazioni e delle importazioni dei paesi esportatori di petrolio

(esportazioni e importazioni in percentuale rispettivamente del totale delle esportazioni e delle importazioni)

	Esportazioni				Importazioni			
	Area dell'euro	EU	Stati Uniti	Asia (incluso il Giappone)	Area dell'euro	EU	Stati Uniti	Asia (incluso il Giappone)
Algeria	52,1	54,1	22,6	1,8	56,3	61,3	5,4	13,6
Iran	22,9	23,6	0,3	45,3	34,6	41,0	0,2	25,7
Kuwait	8,4	10,4	11,9	72,3	26,5	34,6	14,1	25,1
Libia	74,1	76,5	5,2	3,3	47,1	56,0	1,1	15,1
Nigeria	21,0	21,7	52,5	6,4	23,9	33,3	7,3	25,5
Norvegia	43,5	80,8	6,7	4,2	36,0	69,5	4,9	13,5
Russia	37,4	58,0	3,1	11,0	32,2	45,1	4,7	21,2
Arabia Saudita	14,1	16,1	16,8	51,6	23,3	31,7	14,8	29,0
EAU	7,8	11,2	9,4	56,4	21,6	34,1	1,5	40,9
Venezuela	5,1	6,8	50,9	2,8	11,6	13,8	31,6	11,3
Media	27,4	38,7	13,9	25,6	29,2	41,9	6,8	25,4

Fonte: FMI.

Note: i dati si riferiscono alle esportazioni e importazioni di beni nel 2005. Medie ponderate per il totale delle esportazioni e delle importazioni rispettivamente.

hanno registrato un incremento annuo del PIL in termini reali pari ad almeno il 4 per cento.

Le esportazioni hanno fornito il contributo principale alla crescita del PIL in termini reali nel 2003, a seguito del rincaro del petrolio. La domanda interna (e in particolare i consumi privati e gli investimenti fissi lordi) è aumentata solo dal 2004. A determinare tassi di crescita superiori alla media hanno concorso anche fattori interna-

zionali quali la robusta espansione del prodotto mondiale, l'ampia liquidità e il basso livello dei tassi di interesse. Il ritmo di incremento dei consumi pubblici è stato relativamente moderato, a indicare un utilizzo cauto dei maggiori ricavi petroliferi (cfr. anche la sottosezione sui saldi di bilancio e di parte corrente e la sezione 4), ma comunque mediamente superiore al 7 per cento annuo tra il 2004 e il 2006 in paesi quali il Venezuela, l'Arabia Saudita, l'Algeria e la Nigeria.

Tavola 4 Principali indicatori economici dei paesi esportatori di petrolio

(variazione percentuale annua, salvo diversa indicazione)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
PIL a prezzi costanti	-0,7	3,1	7,0	3,7	3,5	6,7	6,9	6,2	6,0
Consumi privati	3,1	0,3	4,6	7,2	9,4	4,8	10,3	11,8	10,7
Consumi pubblici	1,4	1,4	10,7	3,8	1,1	4,1	3,8	5,2	3,9
Investimenti fissi lordi	-4,0	5,3	9,7	9,5	7,1	6,9	13,4	11,7	14,7
Esportazioni (beni e servizi)	1,2	4,7	8,9	1,1	7,3	11,5	7,6	6,0	5,1
Disoccupazione (percentuale della forza lavoro)	8,8	10,7	10,6	10,2	10,1	10,2	9,1	8,6	7,9
Saldo di bilancio ¹⁾ (in percentuale del PIL)	-6,1	-1,8	5,4	2,0	0,9	2,8	6,3	10,1	10,5
Saldo di conto corrente (in percentuale del PIL)	-2,2	5,4	15,2	9,4	7,2	9,7	12,3	16,7	16,3
Prezzo del petrolio tipo Brent (media annua in dollari)	12,7	17,9	28,5	24,4	25,0	28,9	38,3	54,5	65,4

Fonti: FMI; prezzo del Brent: Bloomberg.

Nota: media dei dieci paesi pesata per il PIL misurato a parità dei poteri d'acquisto, con l'eccezione del tasso di disoccupazione (media semplice di 8 paesi, escludendo Libia e EAU).

1) Algeria: saldo dell'Amministrazione centrale.

La forte espansione degli ultimi anni ha contribuito a far scendere – sebbene in misura modesta – la disoccupazione nei paesi in esame. Il calo più pronunciato è stato osservato in Algeria e Venezuela. In termini di livello, tre paesi degli otto per i quali i dati sono disponibili hanno tassi di disoccupazione prossimi o (nel caso dell'Algeria) sostanzialmente superiori al 10 per cento. La flessione limitata della disoccupazione in un contesto di crescita economica relativamente robusta si spiega in parte con l'elevata intensità di capitale che caratterizza i settori petrolifero e del gas naturale. Ne consegue che una crescita concentrata in questi settori non fornisce un significativo sostegno alla crescita degli occupati, per cui sarebbe invece necessario sviluppare il settore privato non petrolifero. Ciò vale in particolare per le economie che sono meno diversificate e nelle quali l'occupazione nel settore pubblico è già elevata, ad esempio per i paesi del GCC quali il Kuwait e l'Arabia Saudita ⁷⁾.

ANDAMENTO DELL'INFLAZIONE E DEL TASSO DI CAMBIO

Nella media dei paesi esportatori di petrolio l'inflazione resta elevata e compresa tra l'8 e il 13 per cento dagli inizi di questo decennio. Iran, Nigeria, Russia e Venezuela registrano da qualche anno tassi di inflazione annua prossimi o superiori al 10 per cento. Tutti gli altri – fatta eccezione per gli Emirati Arabi Uniti dal 2004

– hanno avuto in generale tassi inferiori al 5 per cento (cfr. tavola 5). Le statistiche ufficiali sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) potrebbero sottostimare l'inflazione e le spinte inflazionistiche in vari paesi. Lo suggerisce, fra l'altro, il peso rilevante dei prezzi amministrati quale strumento delle politiche antinflazionistiche non monetarie (ad esempio in Russia), le sovvenzioni a un'ampia gamma di beni (in particolare energetici) come strumento di politica sociale (Iran) e l'utilizzo di panieri obsoleti per il calcolo dell'IPC (Emirati Arabi Uniti).

Le spinte inflazionistiche si sono generalmente intensificate negli ultimi anni, soprattutto nei paesi con tassi di inflazione finora relativamente bassi, per l'effetto congiunto del vigore della domanda interna e della rapida espansione della moneta e del credito. Anche il forte rincaro dei prezzi delle attività è indicativo di pressioni inflazionistiche. I mercati azionari dei paesi esportatori di petrolio hanno registrato incrementi sostanziali, anche se agli inizi del 2006 quelli dei paesi del Golfo hanno registrato una correzione. Esistono inoltre evidenze aneddotiche di un forte aumento dei prezzi degli immobili, soprattutto nei paesi del Golfo.

7) Cfr. Sturm, M. e Siegfried, N., *Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council*, Occasional Paper della BCE, n. 31, 2005.

Tavola 5 Inflazione nei paesi esportatori di petrolio

(variazione percentuale annua)									
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Algeria	5,0	2,6	0,3	4,2	1,4	2,6	3,6	1,6	2,5
Iran	18,1	20,1	12,6	11,4	15,8	15,6	15,2	12,1	14,6
Kuwait	0,6	3,1	1,6	1,4	0,8	1,0	1,3	4,1	3,0
Libia	3,7	2,6	-2,9	-8,8	-9,9	-2,1	-2,2	2,0	3,4
Nigeria	10,0	6,6	6,9	18,0	13,7	14,0	15,0	17,8	8,3
Norvegia	2,3	2,3	3,1	3,0	1,3	2,5	0,4	1,6	2,3
Russia	27,7	85,7	20,8	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,7
Arabia Saudita	-0,2	-1,3	-1,1	-1,1	0,2	0,6	0,4	0,7	2,3
EAU	2,0	2,1	1,4	2,8	2,9	3,1	5,0	7,8	10,1
Venezuela	35,8	23,6	16,2	12,5	22,4	31,1	21,7	15,9	13,6
Media	17,5	41,0	12,2	13,0	11,4	11,1	9,5	9,9	8,7

Fonte: FMI.

Note: media ponderata in base al PIL misurato alla parità dei poteri d'acquisto. I dati si riferiscono all'inflazione dei prezzi al consumo.

Fattori quali i robusti guadagni di produttività, l'eccesso di offerta sul mercato interno del lavoro (evidenziato da tassi di disoccupazione elevati) e, soprattutto nei paesi del GCC, gli afflussi di manodopera dall'estero hanno contribuito a mantenere sotto controllo l'inflazione nei paesi con tassi relativamente bassi e impedito un suo ulteriore aumento in quelli con tassi elevati. Sull'andamento dell'inflazione di alcuni paesi esportatori di petrolio, quali quelli membri del GCC e la Norvegia, hanno anche influito positivamente il grado elevato di apertura commerciale e le crescenti importazioni da paesi con bassi costi di produzione.

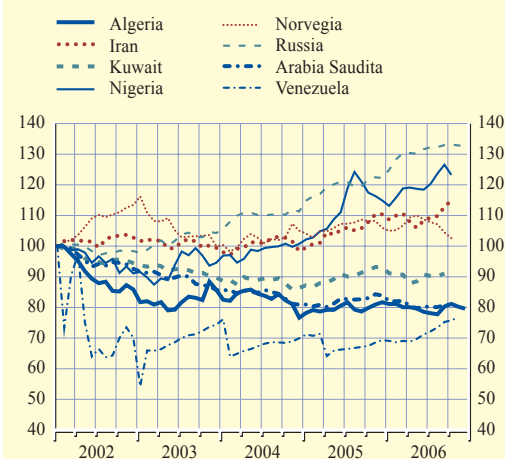
Se si esclude la Norvegia, il ruolo della politica monetaria nel contenimento delle spinte inflazionistiche è stato limitato a causa dei regimi di cambio esistenti (cfr. sezione 2). L'ancoraggio al dollaro o la fluttuazione controllata rispetto alla divisa statunitense hanno reso più difficile per le banche centrali il ricorso allo strumento dei tassi di interesse domestici per controllare l'inflazione. Inoltre, il deprezzamento del dollaro degli ultimi anni ha intensificato le pressioni inflazionistiche attraverso i prezzi all'importazione, soprattutto nei paesi i cui rifornimenti provengono per una quota consistente dall'area dell'euro. Diversi paesi esportatori di petrolio – quali ad esempio l'Algeria, il Kuwait e l'Arabia Saudita – hanno subito un deprezzamento dei rispettivi tassi di cambio effettivi reali dal 2002 (cfr. figura 2). L'apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale osservabile in Russia, Nigeria e Iran è dovuto principalmente al rialzo dell'inflazione.

SALDI DI BILANCIO E DI PARTE CORRENTE

Il rincaro del petrolio e il connesso aumento delle entrate pubbliche hanno determinato una netta inversione di tendenza nei bilanci delle Amministrazioni pubbliche dei paesi esportatori di petrolio. Il saldo medio (in percentuale del PIL) per il complesso dei dieci paesi in esame è passato da un disavanzo del 6,1 per cento nel 1998 a un avanzo del 10,5 nel 2006 (cfr. tavola 4). Sebbene si registrino avanzi fin dal 2000, il loro ampliamento è stato particolarmente marcato dal 2004. La gran parte dei paesi esportatori di

Figura 2 Tassi di cambio effettivi reali

(indice: gennaio 2002=100)



Fonti: FMI ed elaborazioni BCE.

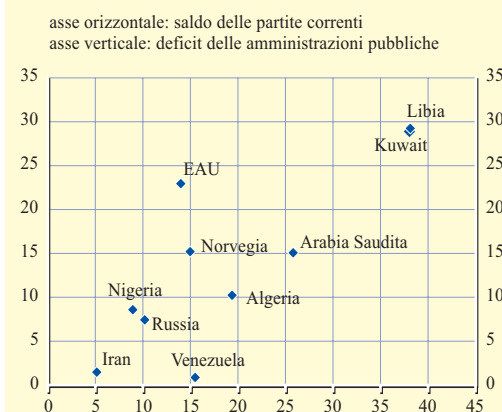
Note: i dati sono deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. Non sono disponibili dati comparabili per gli Emirati Arabi Uniti e la Libia.

petrolio è stata finora relativamente cauta nell'espandere la spesa pubblica. Questo potrebbe riflettere l'esperienza della seconda metà degli anni ottanta quando, dopo il calo dei corsi petroliferi, le Amministrazioni pubbliche hanno avuto difficoltà nel ridurre la spesa, che era fortemente aumentata nella fase di rialzo delle quotazioni degli anni settanta e dei primi anni ottanta. Inoltre vi è incertezza riguardo la natura temporanea o permanente dei rincari degli ultimi anni. Nel periodo recente Libia, Kuwait ed Emirati Arabi Uniti hanno registrato gli avanzi più cospicui. Per contro, l'Iran presenta avanzi relativamente ridotti e il Venezuela è passato in disavanzo nel 2006, a indicare politiche di bilancio molto più espansive in questi due paesi. Altre economie esportatrici di petrolio potrebbero in futuro evidenziare un calo degli avanzi, poiché molte intendono accrescere la spesa e in particolare gli investimenti in infrastrutture.

L'avanzo di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio è salito in media a oltre il 16 per cento del PIL nel 2005 e 2006 (cfr. tavola 4). Poiché il settore petrolifero è nazionalizzato, esiste uno stretto legame tra i corsi del petrolio, il saldo di parte corrente e il bilancio pubblico.

Figura 3 Deficit delle amministrazioni pubbliche e saldo delle partite correnti

(in percentuale del PIL)



Fonte: FMI.

Nota: dati medi del periodo 2004-2006.

Di conseguenza, i saldi di parte corrente e quelli di bilancio delle Amministrazioni pubbliche seguono andamenti analoghi nei vari paesi (cfr. figura 3).

4 L'UTILIZZO E IL REIMPIEGO DEI MAGGIORI PROVENTI PETROLIFERI

I paesi esportatori di petrolio sono posti di fronte all'importante scelta di spendere o risparmiare i ricavi generati dall'esportazione di questa materia prima. Poiché in gran parte di tali paesi il settore petrolifero è nazionalizzato, i suddetti ricavi affluiscono alle casse dello Stato; pertanto, la determinazione del loro utilizzo costituisce sostanzialmente una decisione di politica di bilancio. Qualora si decida di spenderli, questi ricavi possono essere impiegati per l'acquisto di beni e servizi nazionali oppure esteri (importazioni). Sia la spesa su beni domestici sia quella su beni esteri possono essere per consumi o investimenti. Nel caso in cui si opti per risparmiare i ricavi petroliferi, ciò può avvenire attraverso l'accumulo di attività finanziarie o la riduzione del debito pubblico. La spesa per investimenti è considerata equivalente al risparmio, nella misura in cui le attività reali sono dei sostituti di quelle finanziarie.

L'accumulo di attività reali e finanziarie acquistate con i ricavi del petrolio non accresce la ricchezza netta di un paese esportatore: le attività rimpiazzano la ricchezza petrolifera, che nei conti nazionali figura come risorsa non rinnovabile.

Il resto della sezione prende in esame l'utilizzo dei ricavi petroliferi per la riduzione del debito pubblico, le importazioni e l'accumulo di attività finanziarie, poiché questi aspetti sono i più rilevanti in un'ottica mondiale. Il reimpiego dei proventi petroliferi, che ha contraddistinto le fasi di rincaro del petrolio sia negli anni settanta e nei primi anni ottanta sia nel periodo recente, avviene attraverso il canale commerciale (vale a dire maggiori importazioni) e quello finanziario (deflussi di capitali dai paesi esportatori di petrolio).

LA RIDUZIONE DEL DEBITO PUBBLICO

Il debito pubblico dei dieci paesi in esame si è mediamente ridotto di oltre la metà dal 2001 (cfr. tavola 6). Le autorità dei paesi con livelli di debito particolarmente elevati alla fine degli anni novanta (Arabia Saudita, Russia, Nigeria, Algeria e Libia) hanno attribuito massima importanza alla riduzione di questi ultimi nell'utilizzo dei maggiori ricavi petroliferi. L'Arabia Saudita ha rimborsato il proprio debito interno, mentre gli altri quattro paesi hanno ridotto soprattutto quello estero. La Libia ha quasi azzerato il debito pubblico. La Norvegia si distingue per non aver utilizzato il recente periodo di rincaro del petrolio al fine di ridimensionare drasticamente il debito pubblico.

LE IMPORTAZIONI

Le importazioni dei paesi esportatori di petrolio sono aumentate notevolmente negli ultimi anni. In termini assoluti, tra il 1998 e il 2006 le importazioni di beni e servizi dei dieci paesi in esame sono salite da 275 a 752 miliardi di dollari (cfr. figura 4). Russia, Emirati Arabi Uniti e Arabia Saudita rappresentano nel loro insieme quasi due terzi dell'aumento registrato nel suddetto periodo. In percentuale del PIL, dal 1998 le importazioni sono cresciute in media di quasi 13 punti. L'incremento è stato particolarmente

ARTICOLI

Caratteristiche strutturali salienti, andamenti economici e reimpiego dei proventi petroliferi nei paesi esportatori di petrolio

Tavola 6 Debito pubblico lordo nei paesi esportatori di petrolio

(in percentuale del PIL)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Algeria ¹⁾	63,0	53,5	43,8	36,6	28,4	22,6*
Iran	13,7	25,4	26,4	26,3	22,4	19,6
Kuwait	35,1	29,9	23,0	17,4	11,8	7,6
Libia	43,0	32,7	26,7	1,6	1,1	0,9
Nigeria	81,3	87,9	74,6	65,4	52,4*	50,8*
Norvegia	29,0	35,8	44,0	45,6	43,8	43,8
Russia ¹⁾	42,0	35,4	29,6	22,3	14,8	10,5
Arabia Saudita	93,7	96,9	82,0	65,0	39,6	28,0
EAU	4,0	5,2	6,6	8,4	9,5	8,1
Venezuela ²⁾	31,7	44,3	47,4	38,8	33,3	23,9
Media	43,7	43,2	38,4	31,5	23,3	18,6

Fonti: FMI (* proiezioni); Venezuela: calcoli della BCE su dati del Ministero delle finanze (2006: dati preliminari).

Nota: media pesata in base al PIL misurato a parità dei poteri d'acquisto.

1) Debito dell'Amministrazione centrale.

2) Debito pubblico totale, secondo la definizione nazionale.

elevato in Libia, Emirati Arabi Uniti e Nigeria (rispettivamente 68, 35 e 27 punti percentuali). Aumenti significativi sono stati registrati anche nei paesi che hanno visto ampliarsi notevolmente i propri avanzi correnti, a indicare che il ritmo di espansione della spesa è stato inferiore a quello dei ricavi petroliferi e del PIL.

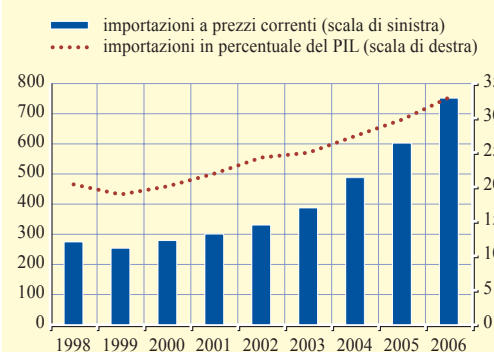
I paesi asiatici avrebbero beneficiato più di altri del reimpiego dei proventi petroliferi per il tramite del canale commerciale, mentre l'impatto per l'area dell'euro sarebbe stato relativamente

più favorevole che per alcuni paesi principali concorrenti, in particolare gli Stati Uniti ⁸⁾.

Il raffronto tra gli andamenti delle importazioni nel recente periodo di rincaro del petrolio e in quello precedente degli anni settanta e dei primi anni ottanta mostrano risultati diversi quanto alla propensione marginale all'utilizzo dei proventi petroliferi per accrescere le importazioni, a seconda del gruppo di paesi esaminato e dei parametri di riferimento impiegati. Una stima elaborata dall'FMI nell'aprile 2006 segnalava che – in termini assoluti e nonostante differenze significative tra paesi – l'aumento delle importazioni era pari a circa la metà dei ricavi aggiuntivi dal 2002, contro tre quarti agli inizi degli anni settanta. Nel 2005 l'OCSE rilevava che in Africa e in Medio Oriente il reimpiego dei ricavi petroliferi proseguiva a ritmi “sostanzialmente in linea con quelli osservati in passato” e indicava che il 60-65 per cento dei maggiori ricavi petroliferi veniva speso entro due anni. Sempre nel 2005 la Bundesbank segnalava un'accelerazione del reimpiego dei proventi petroliferi attraverso il canale commerciale, che emergeva dal confrontare la reazione delle esportazioni e delle

Figura 4 Importazioni di beni e servizi dei paesi esportatori di petrolio

(miliardi di dollari, percentuale del PIL)



Fonte: FMI.

1) Media ponderata per il PIL alle PPA.

8) Cfr. il riquadro *Il reimpiego dei proventi petroliferi e le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro* nel numero di aprile 2007 di questo Bollettino.

importazioni dei paesi appartenenti all'OPEC (Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio) a un rincaro del greggio nei periodi 1980-90 e 1991-2004.

L'ACCUMULO DI ATTIVITÀ FINANZIARIE

L'accumulo di attività finanziarie può avvenire per il tramite di un aumento delle riserve valutarie (detenute dalle banche centrali) o delle attività accumulate da altri enti pubblici (fondi di ricchezza nazionale, *sovereign wealth funds*) o dal settore privato. A causa del basso sviluppo dei mercati dei capitali e delle limitate opportunità di investimento, che costituiscono tra l'altro un riflesso del basso grado di diversificazione delle attività economiche, in gran parte dei paesi esportatori di petrolio non solo le riserve ufficiali ma anche una buona parte delle disponibilità di altri enti pubblici e operatori privati vengono investite all'estero. È probabile che la gamma di attività in cui sono investite queste ultime sia più ampia rispetto a quella delle riserve valutarie, includendo non soltanto titoli di Stato ma anche – ad esempio – obbligazioni societarie, azioni, immobili o investimenti diretti esteri.

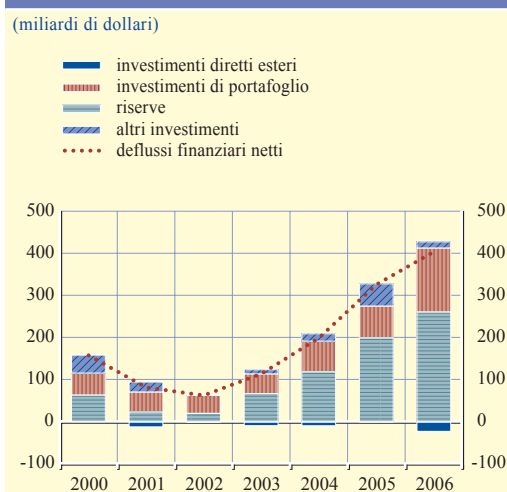
In tale contesto i paesi esportatori di petrolio hanno registrato ingenti deflussi di capitali, che

negli ultimi due anni sono raddoppiati, salendo a oltre 400 miliardi di dollari nel 2006. La maggioranza dei flussi in uscita è riconducibile all'accumulo di riserve e agli investimenti di portafoglio (cfr. figura 5); inoltre, il settore pubblico (vale a dire i fondi di ricchezza sovrani) potrebbe essere all'origine di una parte sostanziale degli investimenti di portafoglio segnalati.

Benché sia difficile individuare la destinazione geografica di questi flussi finanziari, gli Stati Uniti sembrano svolgere un ruolo di rilievo. Nel 2006 il Tesoro statunitense ha registrato afflussi netti per circa 60 miliardi di dollari in titoli a lungo termine (soprattutto titoli del Tesoro e di agenzie governative, ma anche obbligazioni societarie) da parte di residenti privati e pubblici nei paesi esportatori di petrolio (cfr. figura 6).

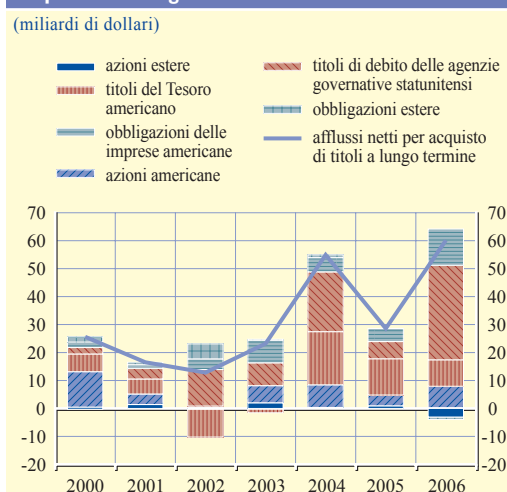
I flussi di capitali dai paesi esportatori di petrolio verso gli Stati Uniti, registrati nelle statistiche di bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti sono molto inferiori agli avanzi correnti di questi paesi e ai corrispondenti deflussi finanziari netti, non includendo le transazioni effettuate attraverso le piazze finanziarie internazionali come Londra o i centri *offshore* dei Caraibi.

Figura 5 Deflussi finanziari dai paesi esportatori di petrolio



Fonti: FMI ed elaborazioni BCE.

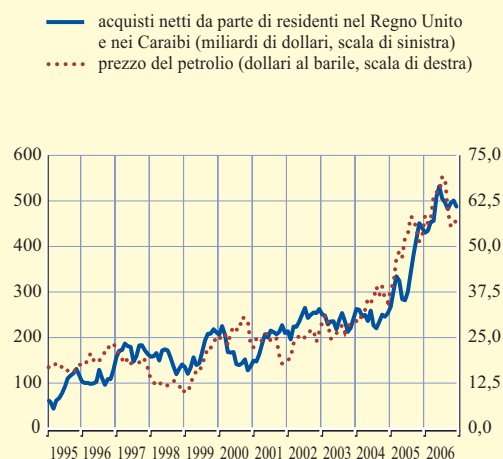
Figura 6 Acquisti netti di titoli a lunga scadenza da parte dei paesi esportatori di petrolio negli Stati Uniti



Fonte: Tesoro americano e calcoli della BCE.
Nota: i dati includono Bahrain, Iraq, Gabon, Oman e Quasar ed escludono il Kuwait.

Figura 7 Acquisti netti di titoli a lunga scadenza da parte del Regno Unito e dei centri off-shore dei Caraibi negli Stati Uniti

(miliardi di dollari/dollari al barile)

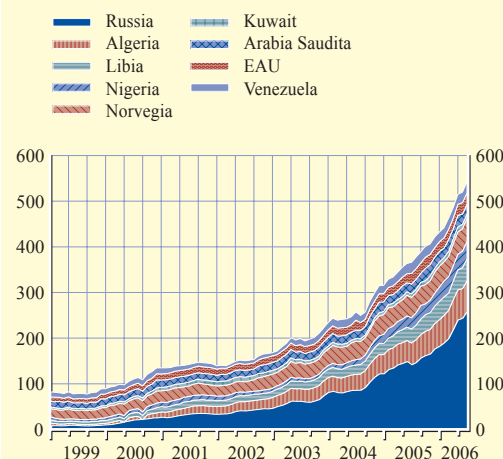


Fonti: Tesoro americano, BRI e calcoli della BCE.

Nota: gli acquisti netti sono cumulati sui 12 mesi. Il prezzo del petrolio si riferisce al tipo "Arabian Light".

Figura 8 Riserve valutarie dei paesi esportatori di petrolio

(miliardi di dollari)



Fonte: FMI.

Note: le più recenti osservazioni si riferiscono a luglio 2006. Non sono disponibili dati comparabili per l'Iran.

Nel 2006 al Regno Unito e ai centri *offshore* dei Caraibi erano riconducibili 506 miliardi di dollari, oltre la metà degli afflussi esteri totali negli Stati Uniti (cfr. figura 7), a indicare che i paesi esportatori di petrolio incanalano una quota significativa dei loro investimenti di portafoglio attraverso tali centri finanziari.

Tra la fine del 1998 e il luglio 2006 le riserve valutarie dei dieci paesi in esame sono aumentate di circa 430 miliardi di dollari, raggiungendo una consistenza di 519 miliardi (cfr. figura 8). In tale periodo la loro incidenza sul totale delle riserve valutarie mondiali è pertanto salita da circa il 5 a oltre l'11 per cento. Se tuttavia si raffronta questo incremento assoluto con quello delle riserve valutarie dell'insieme dei paesi in via di sviluppo ed emergenti, agli esportatori di petrolio è riconducibile appena il 14 per cento dell'aumento complessivo tra il gennaio 1999 e il luglio 2006.

L'andamento delle riserve valutarie è notevolmente diverso nei vari paesi. L'accumulo di riserve dell'insieme delle economie esportatrici di petrolio è riconducibile principalmente alla banca centrale russa, in quanto il fondo di stabi-

lizzazione della Russia alimentato dai proventi del petrolio (istituito soltanto agli inizi del 2004 e a cui è riconducibile circa il 30 per cento del totale delle riserve valutarie alla fine del 2006) è depositato su un conto presso la banca centrale. Un accumulo sostanziale, benché meno pronunciato che in Russia, è stato altresì osservato in Algeria e Libia; inoltre, dal 2004 anche la Nigeria ha accresciuto le disponibilità ufficiali, benché da un basso livello.

Le riserve valutarie dei paesi del GCC e della Norvegia sono estremamente stabili nel tempo, a indicare che in questi paesi il principale accumulo di attività estere è riconducibile ai fondi di ricchezza nazionale. Il fondo norvegese è salito da 22,7 a 285,6 miliardi di dollari statunitensi tra il 1998 e il 2006, mentre quelli gestiti dall'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) e dalla Kuwait Investment Authority (KIA) avrebbero raggiunto rispettivamente 250-500 e 160-250 miliardi di dollari nel 2006⁹⁾.

9) L'ADIA e la KIA non forniscono informazioni sull'ammontare totale del patrimonio da loro gestito o sulla composizione per attività dello stesso. Gli importi indicati sono delle stime del settore privato e soggetti a un elevato grado di incertezza.

Sembrano esistere alcune differenze tra il profilo del reimpiego dei proventi petroliferi attraverso il canale finanziario negli anni settanta e primi anni ottanta e quello osservato nel più recente periodo di rincaro del petrolio. In passato il reimpiego è avvenuto principalmente attraverso un aumento delle riserve valutarie e dei depositi presso banche estere. Le banche hanno sfruttato questo aumento di risorse per espandere l'attività di prestito nei mercati emergenti, in particolare in America latina, circostanza che successivamente ha contribuito alla crisi debitoria nei primi anni ottanta. Negli ultimi anni l'accumulo di depositi bancari dei paesi esportatori di petrolio è stato più limitato, a fronte di una maggiore crescita degli investimenti di portafoglio. Anche la riduzione del debito estero ha svolto un ruolo maggiore. Inoltre, benché le statistiche sulla scomposizione (per tipo di attività, valuta o regione) delle attività di tali paesi siano limitate ¹⁰⁾, riscontri aneddotici segnalano una crescita degli investimenti (soprattutto da parte dei paesi del GCC) in Asia o nella regione mediorientale più ampia rispetto ai precedenti periodi di rincaro del petrolio. Quest'ultimo aspetto trova fra l'altro riflesso nel rapido sviluppo dei mercati azionari e immobiliari in una serie di paesi mediorientali e nordafricani negli ultimi anni. Tuttavia, come indicato sopra, analogamente a quanto avvenuto nelle precedenti fasi di corsi elevati, negli ultimi anni gli Stati Uniti avrebbero costituito la destinazione principale dei proventi petroliferi reimpiegati per il tramite del canale finanziario.

5 CONCLUSIONI

I dieci paesi esportatori di petrolio presi in esame, seppur diversi quanto a molteplici caratteristiche strutturali, sono accomunati da un'economia fortemente incentrata sugli idrocarburi e

hanno tutti tratto beneficio dall'aumento delle quotazioni petrolifere negli ultimi anni. Ciò trova riscontro nella maggiore crescita del PIL in termini reali dal 2003 e negli ampi avanzi di bilancio e di parte corrente. D'altra parte, in alcuni paesi sono emerse spinte inflazionistiche, che sono invece rimaste moderate in altri. I maggiori ricavi petroliferi si sono tradotti in un aumento delle importazioni, un accumulo di attività finanziarie e una riduzione del debito pubblico; inoltre, essi vengono sempre più utilizzati per accrescere la spesa pubblica e in particolare gli investimenti in infrastrutture.

Nei paesi importatori di petrolio negli ultimi anni i livelli elevati dei corsi petroliferi hanno teso a frenare la crescita e a far salire l'inflazione; tuttavia, rispetto agli anni settanta e ai primi anni ottanta, la dipendenza delle economie avanzate e in particolare dell'area dell'euro dal petrolio è diminuita. L'impatto economico avverso del rincaro del greggio è stato in ogni caso attenuato dal reimpiego dei proventi petroliferi attraverso il canale commerciale – di cui sembra beneficiare principalmente l'Asia e, in misura minore, l'area dell'euro attraverso le maggiori esportazioni verso i paesi esportatori di petrolio – e quello finanziario, a vantaggio soprattutto degli Stati Uniti, che ricevono maggiori afflussi di capitali da tali paesi. Di conseguenza, negli ultimi anni i paesi esportatori di petrolio hanno assunto un ruolo rilevante per l'economia mondiale sia come controparti commerciali sia come investitori.

10) Statistiche della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) indicano che, dall'avvio dell'Unione economica e monetaria, la Russia e le economie dell'OPEC hanno accresciuto la quota di depositi netti denominati in euro sul totale dei depositi presso le banche dichiaranti alla BRI e che l'aumento è più pronunciato nel caso della Russia. Per un'analisi dettagliata, cfr. il riquadro *The role of the euro in the recycling of oil revenues in the international banking system: an update* nella *Review of the international role of the euro*, pubblicata dalla BCE nel 2007.

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 DELL'AREA DELL'EURO

3.1	Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale	S26
3.2	Conti non finanziari dell'area dell'euro	S30
3.3	Famiglie	S32
3.4	Società non finanziarie	S33
3.5	Società di assicurazione e fondi pensione	S34

4 MERCATI FINANZIARI

4.1	Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S35
4.2	Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S36
4.3	Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S38
4.4	Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
4.5	Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S42
4.6	Tassi di interesse del mercato monetario	S44
4.7	Rendimenti dei titoli di Stato	S45
4.8	Indici del mercato azionario	S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1	IAPC, altri prezzi e costi	S47
5.2	Produzione e domanda	S50
5.3	Mercato del lavoro	S54

1) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.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	S55
6.2	Debito	S56
6.3	Variazione del debito	S57
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S58
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	S59
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S60
7.2	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	S65
7.3	Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero	S66
7.4	Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)	S68
7.5	Commercio di beni	S70
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S72
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S73
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S74
9.2	Stati Uniti e Giappone	S75
	LISTA DELLE FIGURE	S76
	NOTE TECNICHE	S77
	NOTE GENERALI	S83

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 diverse dalle IFM 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	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,9	3,08	3,86
2006 3° trim.	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,1	3,22	3,97
4° trim.	6,7	8,6	9,0	-	11,2	16,7	3,59	3,86
2007 1° trim.	6,8	9,0	10,1	-	10,5	16,0	3,82	4,08
2° trim.	.	.	.	-	.	.	4,07	4,42
2007 gen.	6,6	8,9	9,9	9,9	10,6	15,8	3,75	4,10
feb.	6,6	8,8	10,0	10,3	10,3	15,6	3,82	4,12
mar.	7,0	9,5	10,9	10,4	10,4	17,6	3,89	4,02
apr.	6,3	9,0	10,4	10,7	10,3	18,3	3,98	4,25
mag.	6,1	9,4	10,7	.	10,3	.	4,07	4,37
giu.	.	.	.	.	.	.	4,15	4,66

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	1,5	1,3	81,2	0,8	8,6
2006	2,2	5,1	2,4	2,7	4,0	83,3	1,4	7,9
2006 3° trim.	2,1	5,4	2,4	2,8	4,2	83,8	1,5	7,8
4° trim.	1,8	4,1	2,2	3,3	4,0	84,2	1,5	7,6
2007 1° trim.	1,9	2,9	2,2	3,0	3,8	84,6	1,4	7,2
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 gen.	1,8	3,1	-	-	3,3	84,4	-	7,4
feb.	1,8	2,9	-	-	4,0	-	-	7,2
mar.	1,9	2,8	-	-	4,1	-	-	7,1
apr.	1,9	2,4	-	-	2,9	84,8	-	7,1
mag.	1,9	2,3	-	-	.	-	-	7,0
giu.	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)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,3	45,4	-210,0	146,1	320,1	103,3	104,1	1,2441
2006	5,3	30,5	-156,7	273,1	325,8	103,6	104,4	1,2556
2006 3° trim.	-3,6	7,5	-43,9	22,3	325,0	104,5	105,3	1,2743
4° trim.	27,3	19,7	-57,3	130,0	325,8	104,6	105,3	1,2887
2007 1° trim.	5,4	8,6	-33,0	133,1	331,6	105,5	105,9	1,3106
2° trim.	.	.	.	.	.	107,1	107,3	1,3481
2007 gen.	-2,0	-3,0	-12,3	35,4	338,6	104,9	105,5	1,2999
feb.	-4,3	2,5	-12,4	26,2	337,5	105,4	105,9	1,3074
mar.	11,7	9,2	-8,4	71,4	331,6	106,1	106,5	1,3242
apr.	-5,9	3,2	-24,4	16,3	330,0	107,1	107,4	1,3516
mag.	.	.	.	.	327,4	107,3	107,4	1,3511
giu.	.	.	.	.	.	106,9	107,1	1,3419

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

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

- 1) 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.
- 2) 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.
- 3) 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

	8 giugno 2007	15 giugno 2007	22 giugno 2007	29 giugno 2007
Oro e crediti in oro	179.936	179.911	179.866	172.756
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	143.867	144.240	143.414	141.647
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	25.588	24.557	26.015	24.433
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	15.301	16.121	15.844	16.713
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	429.174	432.004	438.124	464.608
Operazioni di rifinanziamento principali	279.000	282.000	288.002	313.499
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	150.002	150.003	150.003	150.002
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	172	1	119	1.104
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	0	0	3
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	14.058	14.401	14.430	13.759
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	96.176	95.752	93.929	93.704
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	37.643	37.643	37.643	37.147
Altre attività	234.603	235.631	237.407	243.686
Attività totali	1.176.346	1.180.260	1.186.672	1.208.453

2. Passività

	8 giugno 2007	15 giugno 2007	22 giugno 2007	29 giugno 2007
Banconote in circolazione	629.296	628.150	627.902	633.076
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	185.711	192.101	189.555	183.186
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	185.565	191.999	189.468	182.086
Depositi overnight	143	86	86	1.100
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	3	16	1	0
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	201	198	201	226
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	51.054	50.176	58.492	77.881
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	20.240	19.931	19.536	28.116
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	157	157	190	178
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	17.262	16.816	17.756	16.059
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.578	5.578	5.578	5.517
Altre passività	72.995	73.300	73.609	78.893
Rivalutazioni	125.521	125.521	125.521	117.010
Capitale e riserve	68.331	68.332	68.332	68.311
Passività totali	1.176.346	1.180.260	1.186.672	1.208.453

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			
			Tasso fisso	Tasso minimo di offerta				
	Livello	Variazione	Livello	Livello	Variazione	Livello	Variazione	
1	2	3	4	5	6	7		
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
2001	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25

Fonte: BCE.

- 1) Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, se non indicato diversamente, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema, alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla operazione di rifinanziamento principale che segue la discussione del Consiglio Direttivo).
- 2) Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali							
2007 7 mar.	364.245	333	280.000	3,50	3,55	3,56	7
14	375.459	352	271.500	3,75	3,81	3,81	7
21	372.414	370	282.000	3,75	3,80	3,81	7
28	365.416	357	283.500	3,75	3,82	3,83	7
4 apr.	382.753	356	291.500	3,75	3,83	3,83	7
11	364.037	346	280.000	3,75	3,81	3,82	7
18	397.484	366	281.500	3,75	3,81	3,82	7
25	392.541	350	288.500	3,75	3,82	3,83	7
2 mag.	371.510	306	279.500	3,75	3,82	3,83	7
9	353.181	325	276.000	3,75	3,81	3,82	6
15	360.720	307	281.000	3,75	3,82	3,82	8
23	364.192	359	295.500	3,75	3,82	3,82	7
30	360.182	331	284.500	3,75	3,82	3,83	7
6 giu.	331.056	322	279.000	3,75	3,75	3,77	7
13	363.785	344	282.000	4,00	4,06	4,07	7
20	365.298	361	288.000	4,00	4,06	4,07	7
27	340.137	341	313.500	4,00	4,07	4,08	7
4 lug.	357.489	334	298.000	4,00	4,03	4,05	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2006 29 giu.	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
2007 1 feb.	79.099	164	50.000	-	3,72	3,74	85
1 mar.	80.110	143	50.000	-	3,80	3,81	91
29	76.498	148	50.000	-	3,87	3,87	91
27 apr.	71.294	148	50.000	-	3,96	3,97	90
31 mag.	72.697	147	50.000	-	4,06	4,07	91
28 giu.	66.319	139	50.000	-	4,11	4,12	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)	
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
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
	2007	13 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	2.300	2	2.300	3,50	-	-	-
17 apr.		Raccolta di depositi a tempo determinato	42.245	35	22.500	3,75	-	-	-	1
14 mag.		Raccolta di depositi a tempo determinato	2.460	7	2.460	3,75	-	-	-	1
12 giu.		Raccolta di depositi a tempo determinato	12.960	11	6.000	3,75	-	-	-	1

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007 gen.	15.889,0	8.478,5	638,8	1.984,4	1.278,8	3.508,5
feb.	16.033,9	8.490,3	645,9	1.990,6	1.350,2	3.556,9
mar.	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8
apr.	16.456,1	8.764,2	677,6	2.021,0	1.387,2	3.606,1

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
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 1° trim.	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
2007 17 apr.	181,8	182,6	0,8	0,0	3,81
14 mag.	182,2	183,2	1,0	0,0	3,82
12 giu.	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
10 lug.	188,3				

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Euro-sistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanzamento principali	Operazioni di rifinanzamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanzamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Euro-sistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ⁴⁾	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007 16 gen.	325,8	322,3	120,0	0,1	0,0	0,2	1,0	619,5	45,0	-72,7	175,3	794,9
13 feb.	322,1	300,5	124,6	0,1	0,1	0,1	1,5	604,6	47,9	-83,1	176,5	781,2
13 mar.	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2
17 apr.	323,6	281,7	145,7	0,5	0,0	0,3	0,9	614,8	48,2	-95,2	182,6	797,7
14 mag.	326,1	281,6	150,0	0,3	0,0	0,5	0,1	620,0	51,3	-97,2	183,2	803,8
12 giu.	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) Include le passività soggette a obbligo di riserva degli enti creditizi siti in Slovenia. Nella fase transitoria gli enti creditizi siti nell'area dell'euro potrebbero aver deciso di portare in deduzione dall'aggregato soggetto a riserva tutte quelle passività che hanno come controparte un ente creditizio sito in Slovenia. A partire dal calcolo dell'aggregato soggetto a obbligo di riserva della fine di gennaio del 2007, dovrà essere applicata la modalità standard di calcolo (cfr. Regolamento (CE) n. 1637/2006 della BCE del 2 novembre 2006 riguardante le norme transitorie per l'applicazione da parte della BCE dell'obbligo minimo di riserva in seguito all'introduzione dell'euro in Slovenia (BCE/2006/15)).



MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
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	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 gen.	1.540,4	663,7	19,7	0,6	643,3	224,7	194,4	2,4	27,9	-	17,2	361,4	14,8	258,6
feb.	1.582,1	682,5	19,7	0,6	662,1	234,6	202,8	2,4	29,5	-	17,2	365,7	14,8	267,4
mar.	1.576,6	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,5
apr.	1.588,8	700,1	19,1	0,6	680,4	243,5	210,2	2,2	31,1	-	17,7	355,8	15,3	256,4
mag. ^(p)	1.629,8	724,7	18,1	0,6	705,9	248,1	213,5	2,1	32,5	-	17,8	354,0	15,3	269,8
IFM escluso l'Eurosistema														
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.973,9	14.904,2	810,5	9.160,3	4.933,4	3.555,2	1.276,5	645,8	1.632,8	83,5	1.194,5	4.330,1	172,6	1.733,9
2007 gen.	26.402,2	15.074,2	806,2	9.275,8	4.992,1	3.602,0	1.296,1	644,4	1.661,5	84,6	1.219,5	4.489,5	171,8	1.760,7
feb.	26.619,8	15.159,1	803,2	9.337,0	5.018,9	3.626,6	1.293,2	658,2	1.675,1	87,4	1.219,6	4.575,7	171,8	1.779,7
mar.	27.084,1	15.332,7	801,4	9.439,2	5.092,1	3.661,0	1.281,6	686,6	1.692,9	92,2	1.238,0	4.683,3	195,0	1.881,9
apr.	27.460,1	15.493,8	802,3	9.524,1	5.167,3	3.670,2	1.258,8	706,0	1.705,4	97,0	1.308,4	4.800,9	199,5	1.890,3
mag. ^(p)	27.827,2	15.606,5	797,8	9.597,0	5.211,6	3.745,6	1.291,7	733,6	1.720,2	95,1	1.346,7	4.899,6	200,3	1.933,6

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 gen.	1.540,4	621,2	433,3	48,2	18,8	366,3	-	0,8	214,9	36,9	233,2
feb.	1.582,1	623,2	466,5	51,4	19,8	395,2	-	0,4	218,2	39,1	234,7
mar.	1.576,6	632,5	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
apr.	1.588,8	641,6	455,5	42,0	19,8	393,7	-	0,1	213,6	43,1	234,9
mag. ^(p)	1.629,8	644,9	482,3	47,2	21,3	413,8	-	0,1	211,4	42,5	248,6
IFM escluso l'Eurosistema											
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.973,9	-	13.257,2	123,2	7.891,6	5.242,4	697,7	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.330,5
2007 gen.	26.402,2	-	13.297,9	122,3	7.888,2	5.287,4	726,1	4.313,8	1.459,3	4.181,6	2.423,5
feb.	26.619,8	-	13.358,7	138,0	7.899,4	5.321,2	739,9	4.372,4	1.478,3	4.231,2	2.439,4
mar.	27.084,1	-	13.591,9	138,8	8.046,9	5.406,2	758,6	4.423,0	1.520,0	4.253,5	2.537,2
apr.	27.460,1	-	13.690,5	131,6	8.097,4	5.461,5	779,2	4.446,1	1.537,3	4.405,2	2.601,7
mag. ^(p)	27.827,2	-	13.847,9	152,3	8.165,0	5.530,6	797,4	4.503,3	1.536,5	4.514,8	2.627,2

Fonte: BCE.

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

2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.

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

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 gen.	20.097,2	10.102,4	826,0	9.276,4	2.137,3	1.490,5	646,8	846,3	4.850,9	186,6	1.973,7
feb.	20.284,1	10.160,6	822,9	9.337,6	2.156,6	1.496,0	660,6	836,4	4.941,3	186,6	2.002,6
mar.	20.630,4	10.261,0	821,1	9.439,9	2.175,7	1.487,0	688,7	849,9	5.042,9	209,8	2.091,2
apr.	20.904,3	10.346,2	821,5	9.524,8	2.177,3	1.469,1	708,2	909,5	5.156,7	214,8	2.099,8
mag. ^(p)	21.200,4	10.413,6	816,0	9.597,6	2.241,0	1.505,2	735,8	920,5	5.253,6	215,6	2.156,1
Transazioni											
2005	1.608,6	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	79,9	53,2	448,5	1,4	240,4
2006	2.003,8	873,6	-14,4	888,0	10,6	-96,8	107,4	98,5	795,7	6,4	218,9
2007 gen.	292,3	84,5	-4,0	88,4	22,9	21,2	1,7	12,9	143,6	-0,9	29,3
feb.	221,8	63,2	-3,0	66,2	17,8	4,2	13,6	-10,6	123,8	0,0	27,6
mar.	348,3	104,7	-1,2	105,9	22,4	-7,3	29,6	10,0	123,5	1,2	86,5
apr.	313,3	92,5	0,5	92,0	3,5	-16,0	19,5	58,7	151,8	1,0	5,8
mag. ^(p)	267,1	68,1	-5,6	73,6	62,3	36,7	25,6	5,6	75,5	0,9	54,8

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	156,9	7.907,5	614,1	2.587,9	1.276,5	4.026,5	2.566,1	15,7
2007 gen.	20.097,2	575,6	170,4	7.907,0	641,5	2.625,2	1.283,7	4.218,6	2.656,7	18,4
feb.	20.284,1	578,7	189,5	7.919,2	652,5	2.668,2	1.296,2	4.270,2	2.674,1	35,4
mar.	20.630,4	588,3	183,6	8.064,4	666,4	2.700,0	1.330,7	4.293,0	2.769,5	34,5
apr.	20.904,3	594,7	173,6	8.117,2	682,3	2.709,7	1.334,2	4.448,3	2.836,6	7,5
mag. ^(p)	21.200,4	597,5	199,5	8.186,3	702,4	2.750,8	1.304,0	4.557,3	2.875,9	26,8
Transazioni										
2005	1.608,6	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	96,2	448,0	333,8	-50,8
2006	2.003,8	59,4	-16,2	684,3	27,0	285,6	57,3	599,4	263,8	43,1
2007 gen.	292,3	-17,0	12,2	-21,6	28,9	30,0	0,3	166,8	95,9	-3,1
feb.	221,8	3,1	19,0	16,3	11,5	50,5	6,9	84,3	6,6	23,6
mar.	348,3	9,6	-5,7	147,3	14,2	35,3	17,7	39,0	88,1	2,7
apr.	313,3	6,4	-9,9	57,6	17,9	19,4	-2,1	190,9	50,7	-17,7
mag. ^(p)	267,1	2,8	25,9	66,8	15,4	35,1	-29,2	89,0	44,2	17,1

Fonte: BCE.

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

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

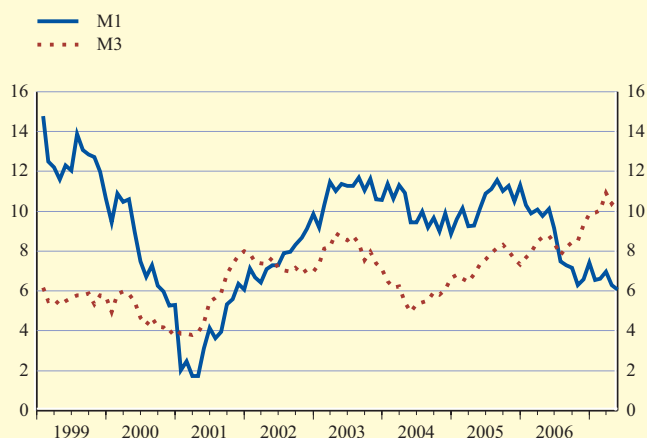
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	422,2
2006	3.674,8	2.954,1	6.628,9	1.102,1	7.731,0	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	632,9
2007 gen.	3.686,5	2.989,4	6.675,9	1.134,9	7.810,7	-	5.478,5	2.321,7	10.770,8	9.273,9	629,3
feb.	3.709,2	3.006,7	6.715,9	1.153,1	7.869,0	-	5.514,3	2.321,8	10.843,2	9.342,4	679,9
mar.	3.746,6	3.064,4	6.811,0	1.188,9	7.999,9	-	5.579,7	2.300,8	10.969,4	9.442,9	767,2
apr.	3.738,7	3.106,2	6.844,9	1.189,3	8.034,2	-	5.609,9	2.277,2	11.086,7	9.515,0	732,7
mag. ^(p)	3.768,4	3.129,2	6.897,6	1.219,0	8.116,6	-	5.627,3	2.314,0	11.201,9	9.589,7	730,0
Transazioni											
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,1
2006	253,4	310,9	564,3	130,2	694,5	-	427,0	-114,1	1.101,4	892,8	196,1
2007 gen.	3,1	26,0	29,0	34,4	63,5	-	31,8	-4,6	85,0	79,5	-4,1
feb.	24,1	19,2	43,2	18,5	61,8	-	38,9	-1,2	76,3	73,5	51,3
mar.	38,1	58,7	96,8	35,7	132,5	-	52,9	-18,7	128,0	104,2	93,1
apr.	-6,7	44,3	37,6	1,5	39,0	-	36,3	-21,4	123,5	79,1	-32,1
mag. ^(p)	29,1	22,0	51,0	25,5	76,6	-	11,6	37,3	108,8	75,5	-4,1
Variazioni percentuali											
2005 dic.	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1
2006 dic.	7,4	11,7	9,3	13,2	9,8	9,7	8,5	-4,7	11,5	10,8	196,1
2007 gen.	6,6	12,0	8,9	16,2	9,9	9,9	8,6	-4,8	11,3	10,6	185,0
feb.	6,6	11,6	8,8	18,0	10,0	10,3	8,4	-4,1	10,7	10,3	250,9
mar.	7,0	12,7	9,5	19,9	10,9	10,4	8,6	-4,9	10,8	10,5	336,0
apr.	6,3	12,4	9,0	19,2	10,4	10,7	8,6	-5,6	10,7	10,3	311,4
mag. ^(p)	6,1	13,7	9,4	18,8	10,7	.	8,2	-3,1	10,9	10,3	293,9

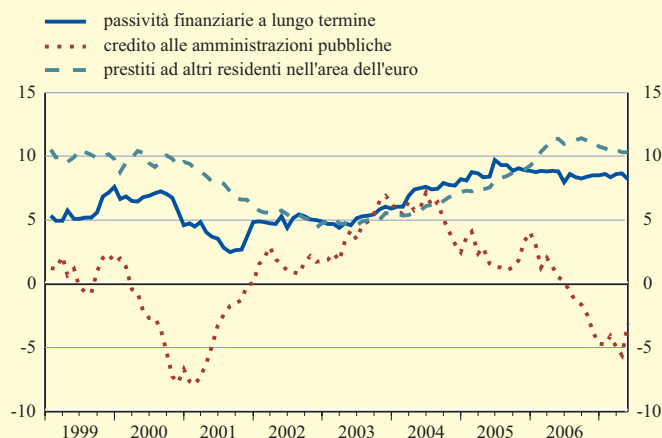
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

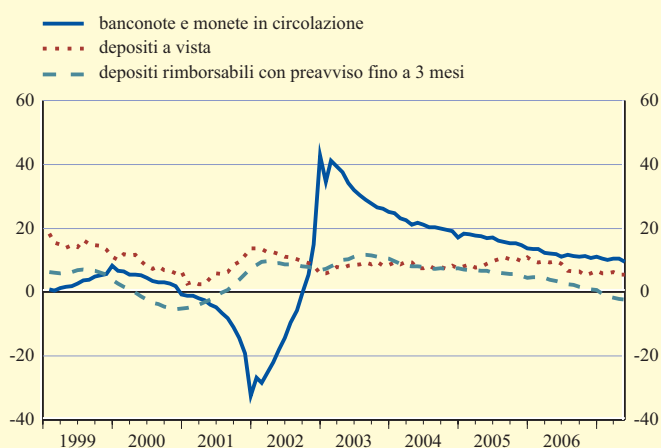
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rim- borsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Obbliga- zioni con sca- denza fino a 2 anni	Obbliga- zioni con sca- denza oltre 2 anni	Depositi rim- borsabili 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											
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	241,6	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006	579,0	3.095,8	1.402,7	1.551,4	272,0	631,4	198,7	2.396,2	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 gen.	583,2	3.103,3	1.442,5	1.546,9	268,2	645,5	221,1	2.422,5	105,2	1.666,4	1.284,4
feb.	588,3	3.121,0	1.468,5	1.538,1	265,1	655,7	232,3	2.441,9	106,9	1.670,0	1.295,6
mar.	592,0	3.154,6	1.527,6	1.536,8	280,3	670,1	238,5	2.461,2	107,8	1.683,3	1.327,5
apr.	597,4	3.141,3	1.573,2	1.533,0	271,6	676,3	241,4	2.467,5	108,7	1.693,6	1.340,0
mag. ^(p)	597,8	3.170,6	1.596,7	1.532,5	270,4	691,7	256,9	2.488,7	108,6	1.715,9	1.314,2
Transazioni											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	96,1
2006	57,5	195,8	301,8	9,2	31,2	28,8	70,2	216,3	15,5	137,8	57,5
2007 gen.	3,7	-0,7	31,4	-5,4	-3,8	15,6	22,6	18,7	2,1	9,2	1,9
feb.	5,1	19,0	27,9	-8,7	-3,1	10,8	10,8	27,2	1,6	4,4	5,6
mar.	3,7	34,4	60,1	-1,3	15,2	14,6	5,9	23,2	0,9	13,7	15,1
apr.	5,4	-12,1	47,9	-3,7	-8,6	8,3	1,8	17,1	1,0	11,3	7,0
mag. ^(p)	0,4	28,7	22,5	-0,5	-1,2	10,7	16,0	14,8	-0,1	21,7	-24,9
Variazioni percentuali											
2005 dic.	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 dic.	11,0	6,8	27,3	0,6	13,0	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 gen.	10,4	5,9	29,3	-0,4	11,6	8,2	58,4	10,2	18,9	8,9	4,7
feb.	10,2	5,9	29,4	-1,3	15,2	9,6	56,5	10,7	20,7	8,2	3,5
mar.	10,5	6,3	32,2	-1,7	19,3	12,2	50,3	11,0	20,6	8,1	4,2
apr.	10,5	5,5	31,2	-2,0	13,5	13,2	51,1	10,9	20,4	7,9	4,7
mag. ^(p)	9,6	5,4	34,8	-2,3	10,3	13,8	49,3	10,7	18,4	8,3	2,9

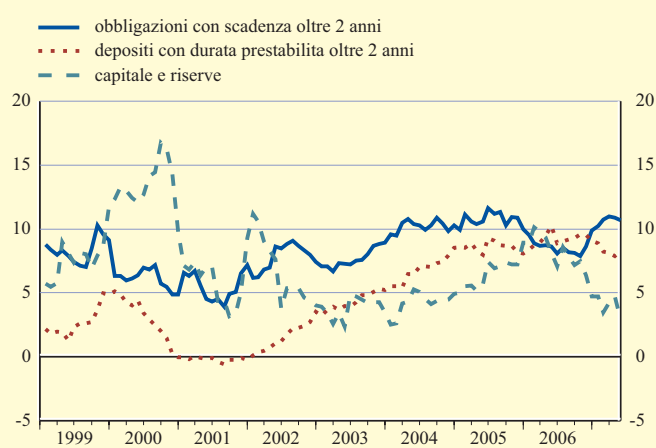
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

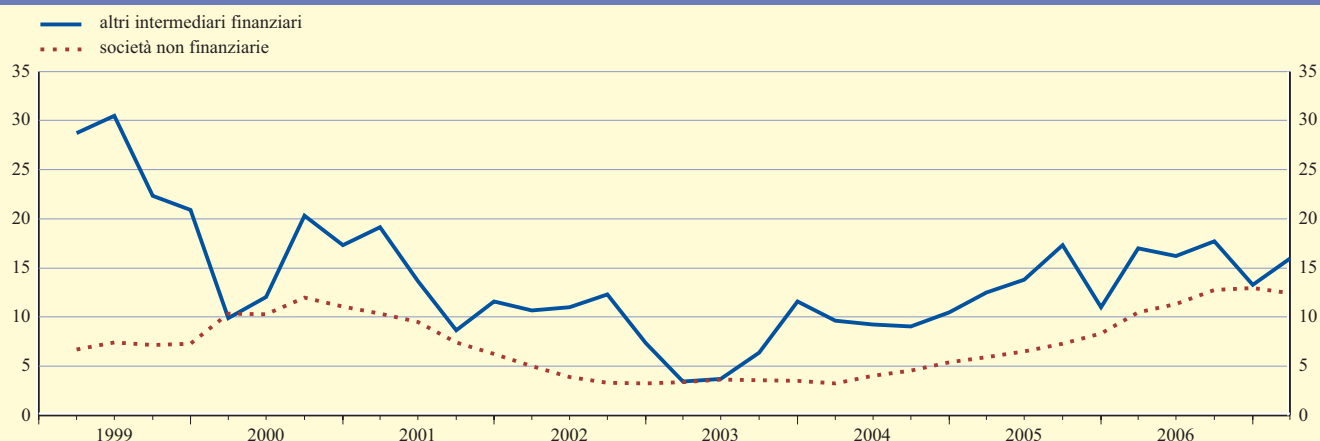
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie ³⁾

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ⁴⁾		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								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,9	55,2	695,9	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 gen.	99,9	72,2	721,8	440,9	3.898,3	1.157,5	717,4	2.023,3
feb.	97,0	70,2	741,8	460,8	3.920,6	1.160,6	726,1	2.033,9
mar.	98,5	71,6	774,8	488,6	3.955,8	1.170,5	738,7	2.046,6
apr.	105,6	79,3	794,8	502,7	3.996,5	1.187,2	749,3	2.060,0
mag. ^(p)	108,9	82,3	789,3	492,3	4.044,5	1.195,1	765,1	2.084,3
Transazioni								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,2	13,9	81,8	57,7	442,5	96,8	123,1	222,6
2007 gen.	17,0	17,0	16,8	19,1	39,1	14,9	7,1	17,1
feb.	-2,8	-2,0	21,1	20,7	24,9	3,9	9,3	11,7
mar.	1,6	1,5	33,1	28,1	40,5	10,9	13,3	16,3
apr.	7,1	7,8	22,0	15,2	43,8	17,8	11,3	14,7
mag. ^(p)	3,3	2,9	-5,9	-10,9	48,4	7,7	16,4	24,4
Variazioni percentuali								
2005 dic.	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 dic.	28,2	33,3	13,3	15,6	13,0	9,4	20,8	12,4
2007 gen.	30,5	37,1	11,4	13,2	13,2	9,9	20,4	12,7
feb.	28,7	37,0	10,7	12,3	12,7	9,2	19,6	12,3
mar.	20,5	25,9	16,0	19,6	12,4	9,4	18,8	12,1
apr.	20,2	26,5	16,3	18,3	12,2	8,9	18,9	11,9
mag. ^(p)	25,5	33,7	14,5	14,2	12,6	9,8	19,5	11,9

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

3) 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.

4) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

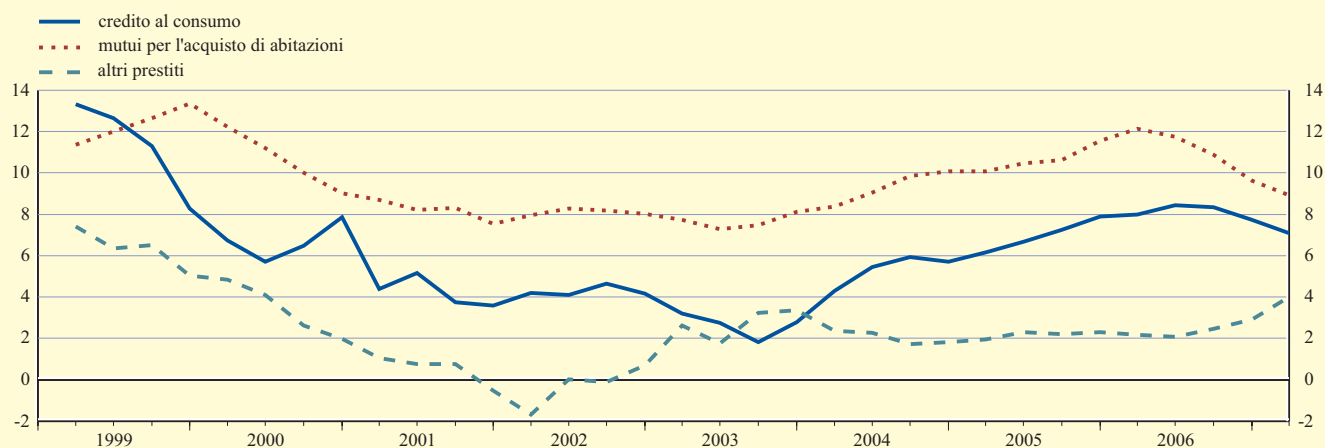
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ³⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,6	135,3	202,7	248,5	3.212,0	15,6	72,1	3.124,4	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 gen.	4.555,8	587,0	134,7	202,2	250,0	3.230,5	15,3	72,4	3.142,8	738,3	145,3	100,9	492,1
feb.	4.577,6	585,2	132,5	201,5	251,2	3.252,1	15,5	72,5	3.164,0	740,2	145,6	100,8	493,9
mar.	4.610,1	590,0	133,3	202,9	253,8	3.271,3	16,1	71,8	3.183,4	748,8	147,7	102,2	498,9
apr.	4.627,3	593,5	134,6	202,7	256,2	3.286,0	15,8	71,8	3.198,5	747,7	146,5	102,5	498,7
mag. ^(p)	4.654,3	595,4	134,4	203,9	257,1	3.311,4	15,9	72,1	3.223,4	747,5	145,3	102,4	499,9
Transazioni													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,7	8,2	4,8	29,6	281,8	1,5	4,6	275,7	20,9	1,4	3,8	15,7
2007 gen.	15,5	-1,3	-0,6	-1,1	0,4	17,1	-0,3	0,4	17,0	-0,3	-1,2	-0,7	1,6
feb.	23,0	-1,3	-2,2	-0,6	1,5	21,9	0,3	0,1	21,5	2,4	0,4	-0,1	2,1
mar.	30,7	4,5	1,0	1,5	2,0	19,2	0,6	-0,4	19,0	7,0	1,7	1,2	4,2
apr.	19,0	4,0	1,4	-0,1	2,8	15,6	-0,4	0,0	15,9	-0,6	-1,0	0,4	0,1
mag. ^(p)	27,8	2,2	-0,2	1,3	1,1	25,4	0,1	0,3	25,0	0,3	-1,2	0,2	1,2
Variazioni percentuali													
2005 dic.	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,2	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 dic.	8,2	7,7	6,5	2,4	13,3	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 gen.	8,1	7,3	6,2	2,0	12,6	9,5	8,9	7,8	9,5	2,9	0,5	3,8	3,4
feb.	8,1	6,7	5,2	1,2	12,5	9,5	10,6	7,6	9,5	3,4	1,1	3,0	4,2
mar.	7,9	7,1	6,8	1,7	11,9	8,9	13,8	6,3	9,0	4,0	1,7	3,9	4,7
apr.	7,6	6,9	7,2	1,0	12,0	8,6	12,3	6,4	8,6	3,8	1,2	4,8	4,4
mag. ^(p)	7,4	5,9	5,3	0,5	11,1	8,6	13,1	6,1	8,6	3,6	1,4	4,7	4,1

F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie. Prima di gennaio 2003 i dati erano rilevati a marzo, giugno, settembre e dicembre. I dati mensili precedenti a gennaio 2003 sono derivati da dati trimestrali.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

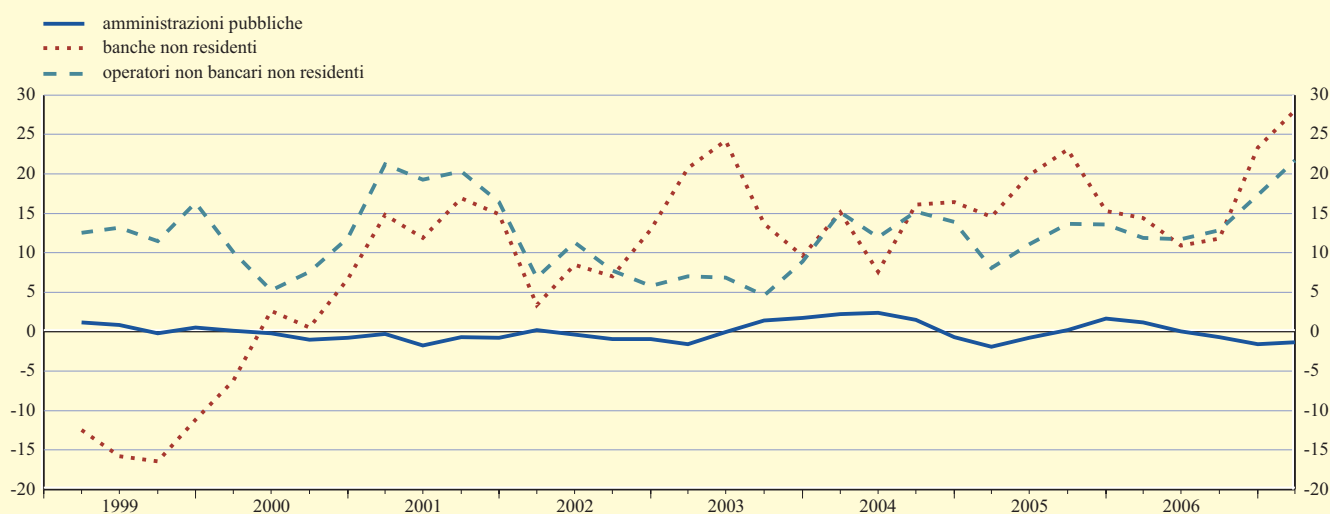
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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 ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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.	816,0	118,3	240,9	427,7	29,2	2.594,7	1.821,6	773,1	62,9	710,2
2° trim.	809,0	106,5	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.839,9	771,5	66,5	705,0
3° trim.	803,6	101,2	230,1	436,6	35,7	2.735,9	1.919,9	816,1	66,5	749,6
4° trim.	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 1° trim. ^(p)	801,4	96,6	225,2	453,6	26,0	3.169,0	2.260,3	908,7	63,2	845,5
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.	-10,7	-6,6	-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.	-3,3	-3,1	-4,3	0,4	3,6	120,2	75,8	44,3	-0,7	45,0
4° trim.	7,4	3,7	2,4	11,2	-9,8	218,6	166,9	51,7	-2,7	54,4
2007 1° trim. ^(p)	-8,2	-7,4	-6,3	5,5	0,1	271,9	217,2	54,8	0,2	54,6
Variazioni percentuali										
2004 dic.	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 mar.	1,2	-8,2	-3,9	5,8	29,5	13,7	14,4	11,9	1,7	12,9
giu.	0,0	-14,1	-6,3	7,4	12,2	11,2	10,9	11,7	7,3	12,1
set.	-0,7	-13,3	-7,9	6,5	9,1	12,1	11,8	12,8	2,9	13,8
dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,5	23,3	17,4	-4,2	19,4
2007 mar. ^(p)	-1,3	-15,7	-6,1	5,9	-11,0	26,1	28,0	21,7	0,7	23,6

F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

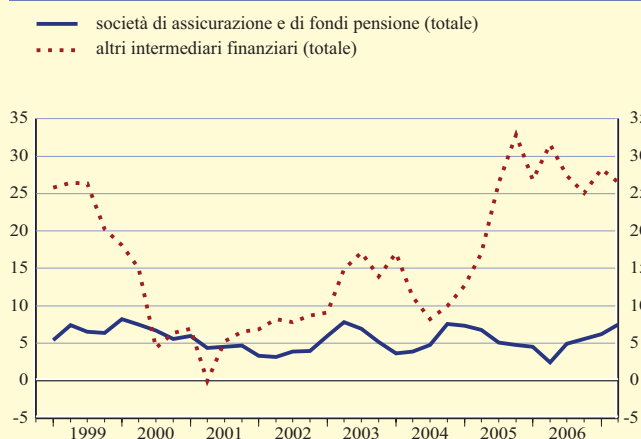
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.141,3	283,1	252,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 gen.	655,7	71,9	57,7	499,5	1,0	1,4	24,3	1.177,5	307,3	247,1	475,8	10,5	0,2	136,6
feb.	657,0	69,4	58,3	502,8	1,1	1,2	24,2	1.176,5	299,9	247,2	480,3	10,3	0,2	138,6
mar.	658,7	72,2	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.251,3	318,3	267,5	502,9	11,4	0,3	151,0
apr.	666,1	70,0	63,2	506,3	1,0	1,2	24,4	1.264,5	306,9	277,1	517,2	11,3	0,3	151,7
mag. ^(p)	659,7	65,5	60,2	509,0	0,9	1,2	23,0	1.292,4	315,2	275,9	537,8	11,5	0,3	151,7
Transazioni														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,8	45,1	68,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 gen.	5,2	1,5	0,3	4,0	0,0	0,0	-0,7	33,3	23,6	-6,6	5,1	-0,3	0,0	11,5
feb.	1,6	-2,4	0,7	3,4	0,1	-0,1	0,0	1,2	-6,8	0,8	5,3	-0,1	0,0	2,0
mar.	1,8	2,8	0,1	0,2	0,0	0,0	-1,3	75,9	18,6	20,7	22,9	1,1	0,1	12,5
apr.	7,1	-2,6	5,0	3,3	-0,1	0,0	1,5	15,8	-10,7	10,4	15,2	0,0	0,0	0,8
mag. ^(p)	-6,5	-4,5	-3,1	2,7	-0,1	0,0	-1,4	26,7	8,1	-1,6	20,2	0,1	0,0	0,0
Variazioni percentuali														
2005 dic.	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 dic.	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-3,4	21,2	28,3	19,3	37,4	38,9	2,9	-	4,0
2007 gen.	5,6	-0,8	15,7	5,9	-13,5	-3,5	-1,4	27,3	16,2	38,5	38,7	4,7	-	5,4
feb.	6,9	1,2	23,4	6,2	-6,7	-13,8	7,1	24,1	15,1	30,2	35,0	1,2	-	4,9
mar.	7,5	10,2	15,9	5,9	-2,9	-14,3	16,0	26,5	15,3	37,5	34,6	4,1	-	12,4
apr.	6,0	2,7	25,6	5,6	-11,0	-13,9	-13,0	22,0	9,6	25,6	34,5	8,5	-	7,2
mag. ^(p)	6,1	-1,6	31,1	5,8	-20,0	-14,6	-10,2	24,6	13,1	33,8	36,1	-2,0	-	4,3

F8 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

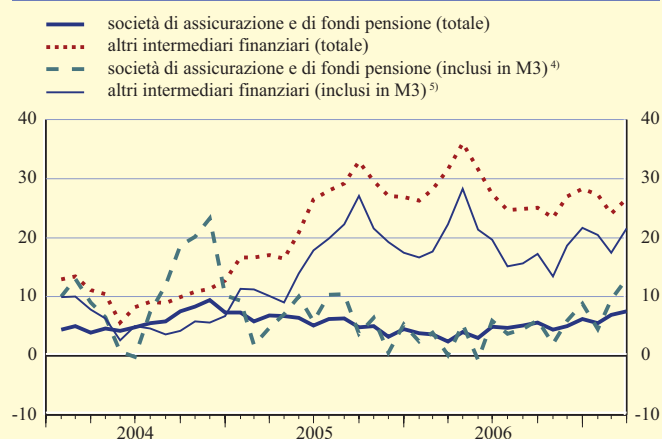
3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

F9 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

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

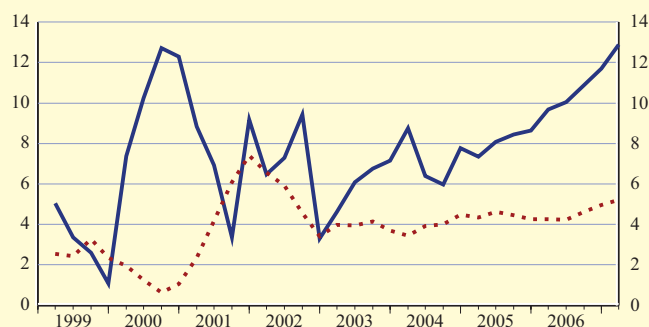
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
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	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 gen.	1.302,5	807,3	359,2	69,7	39,4	2,1	24,9	4.553,2	1.717,7	701,3	602,5	1.357,1	101,7	72,9
feb.	1.304,4	808,6	360,4	69,1	38,0	2,1	26,3	4.562,1	1.717,3	721,7	597,2	1.347,0	103,8	75,0
mar.	1.348,1	832,9	378,8	68,6	39,4	1,3	27,0	4.589,7	1.727,8	744,9	593,1	1.342,1	105,4	76,4
apr.	1.348,1	833,4	382,4	68,6	37,9	1,3	24,5	4.616,7	1.746,6	765,1	587,0	1.336,4	105,7	76,0
mag. ^(p)	1.369,8	844,1	391,7	68,1	37,7	1,3	26,9	4.631,9	1.749,7	782,9	581,4	1.333,7	105,5	78,8
Transazioni														
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	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007 gen.	-45,0	-46,3	2,5	0,1	-1,3	0,0	0,1	-12,2	-39,1	26,7	-5,4	1,0	1,8	2,9
feb.	3,1	1,8	1,8	-0,5	-1,4	0,0	1,4	9,6	-0,2	20,8	-5,3	-10,0	2,1	2,1
mar.	44,3	24,6	18,7	-0,5	1,4	-0,7	0,7	27,9	10,5	23,5	-4,1	-4,9	1,6	1,4
apr.	1,6	1,2	4,4	0,0	-1,5	0,0	-2,6	27,9	19,0	20,8	-6,1	-5,7	0,3	-0,4
mag. ^(p)	21,1	10,4	9,0	-0,5	-0,2	0,0	2,4	14,9	3,0	17,6	-5,6	-2,8	-0,2	2,8
Variazioni percentuali														
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 dic.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 gen.	10,2	9,1	20,1	2,0	-17,5	8,7	-2,4	4,8	2,6	30,3	-4,2	-0,6	19,4	37,1
feb.	10,9	9,9	19,9	0,3	-19,8	8,4	19,3	4,9	2,7	32,6	-4,6	-1,4	21,4	39,7
mar.	12,9	11,9	22,4	-2,6	-16,2	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,0	-4,8	-1,9	22,1	38,7
apr.	11,7	11,1	20,9	-3,6	-17,9	-36,0	14,3	5,1	2,2	37,8	-5,4	-2,2	22,1	40,4
mag. ^(p)	11,6	9,4	25,4	-4,7	-17,8	-36,3	10,7	5,3	2,5	38,9	-6,0	-2,2	20,2	39,1

F10 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

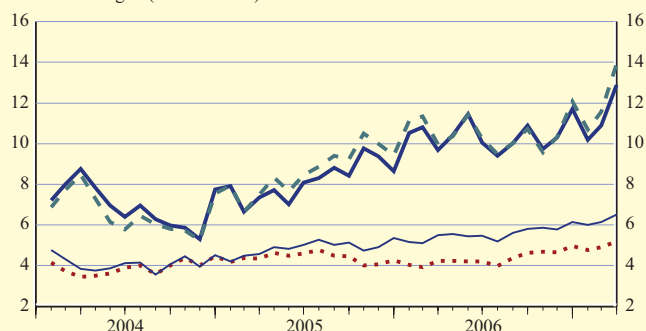
— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



F11 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(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 delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

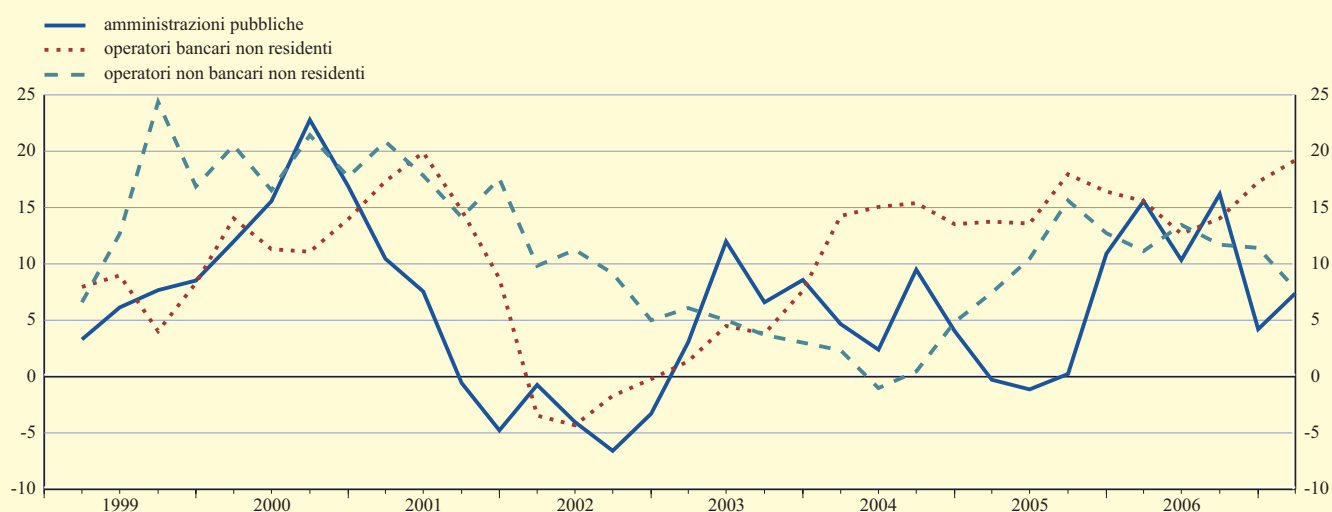
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Ammini- strazioni 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.	333,0	147,7	41,6	83,5	60,2	3.369,2	2.492,1	877,1	133,3	743,7
4° trim.	328,0	123,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 1° trim. ^(p)	337,9	138,8	42,1	88,9	68,2	3.661,8	2.781,3	880,4	133,6	746,9
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.	15,8	9,6	2,0	0,9	3,3	157,5	117,5	40,0	5,1	34,9
4° trim.	-7,7	-25,0	3,8	6,1	7,4	98,5	104,0	-5,5	-4,8	-0,7
2007 1° trim. ^(p)	8,8	14,9	-3,4	-3,3	0,5	254,4	240,3	13,1	4,8	8,3
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	13,0	18,7	17,6	12,9	12,7	13,4	8,2	14,4
set.	16,2	10,1	15,8	17,2	33,3	13,4	14,0	11,7	6,5	12,7
dic.	4,2	-17,2	18,4	10,8	51,4	15,7	17,2	11,4	2,2	13,2
2007 mar. ^(p)	7,4	-6,5	10,3	12,3	39,2	16,3	19,2	7,8	4,1	8,4

F12 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

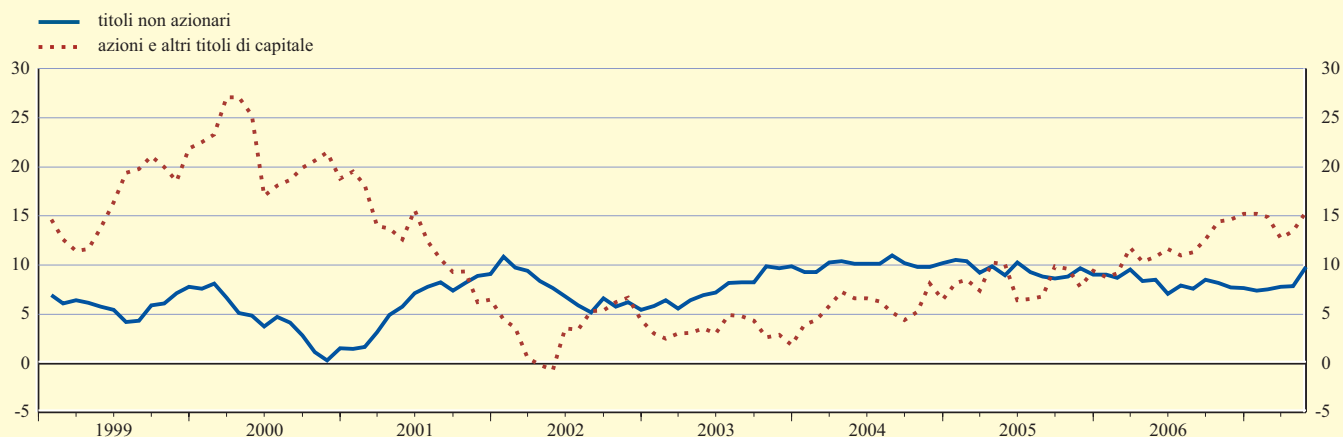
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 gen.	4.756,1	1.586,4	75,1	1.279,9	16,2	613,8	30,6	1.154,2	1.528,4	386,0	833,5	308,9
feb.	4.791,0	1.596,5	78,6	1.277,2	16,0	625,7	32,5	1.164,4	1.541,8	395,9	823,7	322,3
mar.	4.842,4	1.616,4	76,5	1.265,9	15,6	652,5	34,1	1.181,4	1.569,7	401,0	837,0	331,6
apr.	4.862,3	1.628,7	76,6	1.243,4	15,5	671,7	34,3	1.192,1	1.647,7	412,1	896,3	339,3
mag. ^(p)	4.983,5	1.640,8	79,4	1.275,9	15,8	698,7	34,9	1.238,0	1.697,2	439,5	907,2	350,6
	Transazioni											
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 gen.	82,0	25,0	1,9	15,8	-0,6	-1,4	3,3	38,0	34,0	7,2	12,9	13,9
feb.	45,0	10,0	4,7	-3,5	0,0	11,2	2,3	20,2	12,7	9,9	-10,7	13,5
mar.	61,3	20,5	-1,4	-10,3	-0,2	28,0	1,9	22,9	23,5	4,8	9,9	8,8
apr.	33,0	13,0	1,3	-21,7	0,2	18,6	0,9	20,7	74,5	9,2	58,6	6,6
mag. ^(p)	110,4	14,8	1,4	31,8	0,3	25,5	0,1	36,6	41,6	26,7	5,6	9,3
	Variazioni percentuali											
2005 dic.	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 gen.	7,4	8,2	24,9	-9,3	-2,5	17,9	31,4	23,9	15,2	17,2	13,2	18,3
feb.	7,5	7,6	26,1	-9,0	-4,8	17,5	41,6	24,4	14,9	22,2	9,2	22,0
mar.	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,4	21,4	40,2	25,0	12,7	21,4	5,4	23,7
apr.	7,8	8,4	15,8	-11,6	-4,1	22,5	36,2	25,8	13,5	21,1	5,8	28,2
mag. ^(p)	9,8	7,6	21,3	-8,1	-2,5	25,1	39,2	28,5	15,4	22,9	7,1	31,9

F13 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)} (miliardi di euro)

1. Cancellazioni/ svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie ³⁾

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007 gen.	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,5	-0,9	-0,3	-0,1	-0,5
feb.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
mar.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	-0,1	-0,3
apr.	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	0,0	-0,1	-0,2
mag. ^(p)	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,3	-0,2

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007 gen.	-1,4	-0,4	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
feb.	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
mar.	-0,8	0,1	-0,2	-0,7	-0,1	0,0	-0,1
apr.	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
mag. ^(p)	-1,4	-0,2	-0,8	-0,4	-0,7	0,0	-0,7

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
2005	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007 gen.	-0,5	-1,4	0,0	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,4	3,0	0,4	2,4	0,1
feb.	1,6	0,3	-0,1	0,8	0,0	0,7	0,0	0,0	1,4	0,0	1,5	-0,1
mar.	-3,7	-0,4	0,0	-1,1	0,0	-1,1	0,0	-1,0	4,3	0,3	3,4	0,6
apr.	0,2	0,2	-0,1	-0,9	-0,1	0,6	0,0	0,4	4,6	1,9	1,7	1,0
mag. ^(p)	-1,5	-0,7	0,1	-1,6	0,0	0,1	0,0	0,6	7,9	0,6	5,3	2,0

Fonte: BCE.

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

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

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

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}

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

1. Depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	Residenti dell'area dell'euro													
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	7.361,0	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	7.467,7	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	7.648,5	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
3° trim.	5.091,2	90,4	9,6	5,7	0,4	1,5	1,2	7.760,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
4° trim.	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 1° trim. ^(p)	5.406,2	90,6	9,4	5,6	0,5	1,5	1,1	8.185,7	96,3	3,7	2,3	0,3	0,2	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.	2.492,1	47,3	52,7	34,4	2,2	2,6	10,3	877,1	51,7	48,3	31,2	1,6	2,1	10,1
4° trim.	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 1° trim. ^(p)	2.781,3	46,3	53,7	34,7	2,2	2,5	11,3	880,4	51,6	48,4	31,3	1,6	2,2	9,5

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

	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	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.	4.383,1	80,9	19,1	9,8	1,6	1,9	3,3
4° trim.	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 1° trim. ^(p)	4.671,8	80,7	19,3	9,8	1,6	1,9	3,6

Fonte: BCE.

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

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

3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.

4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}

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

3. Prestiti

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Residenti nell'area dell'euro														
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5
2006 1° trim.	4.656,2	-	-	-	-	-	-	9.365,4	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5
2° trim.	4.730,2	-	-	-	-	-	-	9.591,3	96,4	3,6	1,7	0,1	1,2	0,5
3° trim.	4.790,9	-	-	-	-	-	-	9.786,9	96,3	3,7	1,7	0,1	1,2	0,6
4° trim.	4.933,4	-	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
2007 1° trim. ^(p)	5.092,1	-	-	-	-	-	-	10.240,6	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
Non residenti nell'area dell'euro														
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005	1.722,1	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.	1.839,9	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.	1.919,9	50,2	49,8	29,1	2,3	2,4	10,8	816,1	41,2	58,8	41,1	1,8	3,8	8,5
4° trim.	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 1° trim. ^(p)	2.260,3	51,6	48,4	28,1	1,9	2,5	10,7	908,7	41,4	58,6	41,3	0,9	4,0	8,5

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
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	2.002,8	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
3° trim.	1.626,6	95,8	4,2	2,2	0,2	0,3	1,2	1.969,4	97,7	2,3	1,3	0,3	0,1	0,6
4° trim.	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,3	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 1° trim. ^(p)	1.692,9	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,1	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
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	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006 1° trim.	426,5	52,8	47,2	26,8	0,8	0,5	15,7	539,8	39,6	60,4	33,8	5,3	0,8	14,8
2° trim.	439,9	53,5	46,5	26,8	0,9	0,5	15,0	537,7	40,1	59,9	33,5	5,6	0,8	14,6
3° trim.	475,2	52,4	47,6	28,4	0,7	0,6	14,5	581,5	38,2	61,8	35,6	4,7	0,8	15,4
4° trim.	514,4	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,2	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 1° trim. ^(p)	549,8	52,1	47,9	29,4	0,6	0,5	14,3	631,6	38,6	61,4	37,3	4,9	0,7	13,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.

4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	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
2005 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.	5.135,6	316,7	1.908,3	145,2	1.763,1	1.776,1	600,9	180,3	353,2
3° trim.	5.356,3	317,2	1.984,7	178,4	1.806,3	1.872,5	631,2	181,5	369,2
4° trim. ^(p)	5.545,3	320,4	2.005,0	170,5	1.834,5	2.019,2	670,5	186,0	344,1

2. Passività

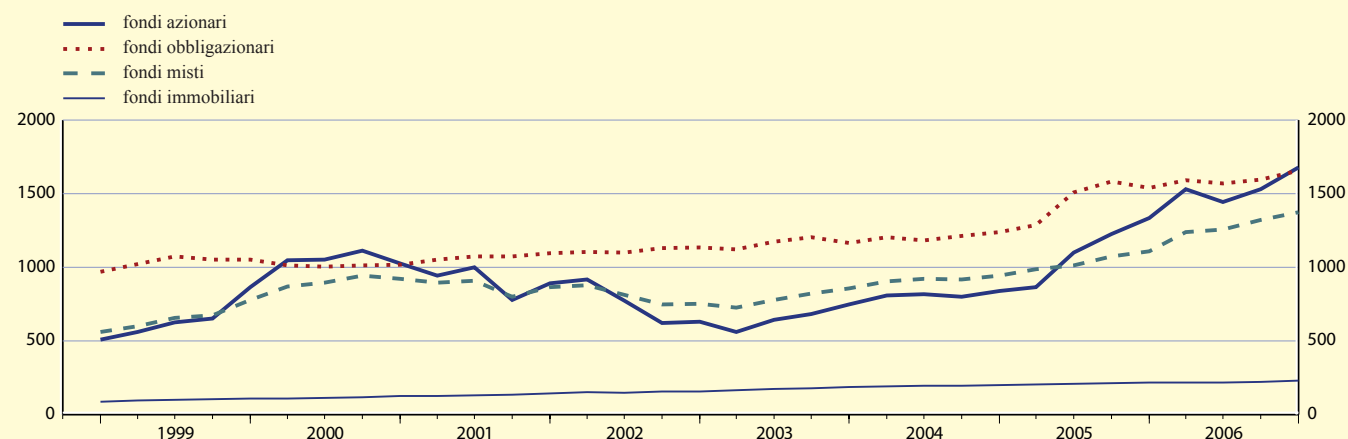
	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi d'investimento	Altre passività
	1	2	3	4
2005 3° trim.	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
4° trim.	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 1° trim.	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
2° trim.	5.135,6	76,4	4.787,2	271,9
3° trim.	5.356,3	75,9	4.996,9	283,6
4° trim. ^(p)	5.545,3	77,6	5.211,7	256,0

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

	Totale	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore	
		Fondi azionari	Fondi obbligazionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Altri fondi	Fondi aperti al pubblico	Fondi riservati a speciali categorie di investitori
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005 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.	5.135,6	1.441,6	1.569,3	1.256,4	217,4	650,9	3.910,9	1.224,7
3° trim.	5.356,3	1.531,5	1.594,1	1.320,7	221,2	688,9	4.082,9	1.273,5
4° trim. ^(p)	5.545,3	1.678,5	1.657,1	1.374,3	229,8	605,6	4.246,7	1.298,6

F14 Attività totali dei fondi di investimento ²⁾

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

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

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 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.	1.441,6	52,2	51,3	6,4	44,9	1.220,3	69,2	-	48,6
3° trim.	1.531,5	53,6	76,0	33,2	42,8	1.282,8	66,8	-	52,3
4° trim. ^(p)	1.678,5	55,9	65,9	22,8	43,2	1.427,6	74,2	-	54,8
Fondi obbligazionari									
2005 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.	1.569,3	106,5	1.264,7	87,3	1.177,4	38,5	47,5	-	112,1
3° trim.	1.594,1	105,5	1.288,5	86,8	1.201,7	41,6	48,2	-	110,3
4° trim. ^(p)	1.657,1	108,3	1.343,6	91,1	1.252,5	45,4	49,9	-	110,0
Fondi misti									
2005 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.	1.256,4	71,9	483,9	40,3	443,6	318,3	253,6	0,2	128,5
3° trim.	1.320,7	68,4	510,4	45,2	465,2	331,9	272,3	0,3	137,4
4° trim. ^(p)	1.374,3	70,9	519,0	43,4	475,6	363,5	292,8	0,4	127,8
Fondi immobiliari									
2005 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.	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9
3° trim.	221,2	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,3	180,3	10,4
4° trim. ^(p)	229,8	17,6	6,0	1,6	4,4	2,2	6,9	185,2	12,0

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
	1	2	3	4	5	6	7
Fondi aperti al pubblico							
2005 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.	3.910,9	256,9	1.321,1	1.448,1	452,1	151,2	281,5
3° trim.	4.082,9	260,4	1.373,8	1.529,4	470,8	151,2	297,3
4° trim. ^(p)	4.246,7	265,2	1.401,8	1.647,8	498,2	153,3	280,4
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2005 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.	1.224,7	59,9	587,2	328,1	148,8	29,1	71,7
3° trim.	1.273,5	56,9	610,9	343,1	160,5	30,2	71,9
4° trim. ^(p)	1.298,6	55,2	603,3	371,4	172,3	32,7	63,7

Fonte: BCE.



CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
4° trim. 2006						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						485,9
Saldo commerciale ¹⁾						-29,7
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.090,4	113,7	684,9	55,0	236,8	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	43,4	9,4	24,7	4,3	5,0	
Consumo di capitale fisso	308,6	81,6	175,9	10,9	40,2	
Margine operativo lordo e reddito misto ¹⁾	516,9	277,7	217,7	21,5	0,0	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,1
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	720,0	44,4	287,9	327,9	59,7	117,5
Interessi	407,9	41,7	69,5	237,0	59,7	72,7
Altri redditi da capitale	312,1	2,7	218,4	90,9	0,0	44,8
Reddito nazionale netto ¹⁾	1.901,3	1.562,6	44,0	47,2	247,4	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	314,1	233,4	63,5	16,9	0,3	1,2
Contributi sociali	412,4	412,4				0,8
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	403,2	1,5	16,2	23,3	362,1	0,7
Altri trasferimenti correnti	185,1	67,6	24,6	48,5	44,4	9,1
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	45,7	33,4	10,6	0,9	0,7	1,3
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45,7			45,7		0,6
Altro	93,7	34,2	13,9	1,8	43,8	7,2
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.879,0	1.337,2	-27,3	42,3	526,8	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.713,5	1.233,6			479,9	
Spese per consumi individuali	1.518,7	1.233,6			285,2	
Spese per consumi collettivi	194,7				194,7	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15,8	0,1	3,1	12,6	0,0	0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	165,5	119,3	-30,4	29,7	46,9	-20,8
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	453,4	149,7	218,4	13,3	72,0	
Investimenti fissi lordi	477,6	151,3	241,3	13,1	71,9	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-24,2	-1,6	-22,9	0,1	0,1	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,0	-0,7	0,8	0,1	-0,3	0,0
Trasferimenti in conto capitale	65,7	9,9	3,0	4,3	48,6	8,2
Imposte in conto capitale	6,3	6,0	0,3	0,0		0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	59,5	3,9	2,7	4,3	48,6	8,2
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	26,2	59,2	-38,5	24,4	-18,9	-26,2
Discrepanza statistica	0,0	52,0	-52,0	0,0	0,0	0,0

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
4° trim. 2006						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						456,2
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	1.959,3	482,5	1.103,1	91,7	282,0	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	237,2					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.196,6					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	516,9	277,7	217,7	21,5	0,0	
Redditi da lavoro dipendente	1.092,0	1.092,0				2,5
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	288,2				288,2	-7,6
Redditi da capitale	724,1	237,3	114,3	353,7	18,9	113,3
Interessi	403,3	64,0	38,4	294,1	6,7	77,3
Altri redditi da capitale	320,9	173,3	75,9	59,5	12,2	36,0
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.901,3	1.562,6	44,0	47,2	247,4	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	314,8				314,8	0,5
Contributi sociali	412,3	1,2	20,4	36,9	353,8	1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	401,1	401,1				2,8
Altri trasferimenti correnti	164,2	87,2	12,6	46,9	17,6	29,9
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	45,7			45,7		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45,1	34,4	9,5	0,9	0,3	1,2
Altro	73,4	52,7	3,2	0,3	17,3	27,5
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.879,0	1.337,2	-27,3	42,3	526,8	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15,9	15,9				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	165,5	119,3	-30,4	29,7	46,9	-20,8
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	308,6	81,6	175,9	10,9	40,2	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	71,1	17,2	38,2	1,4	14,3	2,8
Imposte in conto capitale	6,3				6,3	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	64,9	17,2	38,2	1,4	8,1	2,8
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Statistical discrepancy						

Fonti: BCE e Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
4° trim. 2006								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		16.518,6	12.879,8	19.153,0	9.009,6	5.828,9	2.669,5	12.663,2
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				178,6				
Banconote, monete e depositi		5.181,6	1.505,6	2.005,2	1.180,7	697,8	526,2	3.459,7
Titoli di debito a breve termine		38,2	112,2	98,5	208,4	217,8	21,8	705,1
Titoli di debito a lungo termine		1.434,8	194,2	3.224,6	1.917,1	1.912,5	196,1	1.860,4
Prestiti		23,8	1.619,4	10.627,7	1.194,0	371,0	366,4	1.324,1
di cui a lungo termine		20,2	875,6	8.062,9	887,8	303,9	327,7	.
Azioni e altre partecipazioni		4.770,7	6.920,9	1.638,4	4.264,5	2.211,9	992,3	4.638,2
Azioni quotate		1.134,1	1.659,8	617,1	2.198,3	754,7	341,9	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.015,2	4.846,1	762,5	1.480,3	438,6	523,4	.
Quote di fondi di investimento		1.621,3	415,0	258,8	585,9	1.018,6	127,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		4.834,7	129,1	1,8	0,0	141,9	3,0	170,0
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		234,7	2.398,3	1.378,1	244,8	276,0	563,6	506,5
Ricchezza finanziaria netta								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		210,1	215,4	596,1	265,6	68,7	-39,0	455,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,8				0,8
Banconote, monete e depositi		137,4	73,5	168,6	49,3	22,9	-18,3	101,0
Titoli di debito a breve termine		-5,4	-1,5	-4,7	43,9	-0,6	0,6	-11,0
Titoli di debito a lungo termine		11,9	10,7	54,0	-38,0	23,0	9,2	178,8
Prestiti		-0,5	66,4	253,2	72,8	-8,4	-6,1	88,0
di cui a lungo termine		-0,7	17,0	210,0	58,0	-4,7	-11,7	.
Azioni e altre partecipazioni		-23,6	20,0	62,1	137,6	24,1	-4,4	92,2
Azioni quotate		-4,8	-20,3	29,0	105,4	0,9	-3,9	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-6,5	46,0	31,1	2,2	12,1	-2,7	.
Quote di fondi di investimento		-12,4	-5,7	1,9	30,1	11,1	2,1	.
Riserve tecniche di assicurazione		70,8	0,7	0,0	0,0	2,5	0,0	9,5
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		19,5	45,6	63,6	0,0	5,3	-20,0	-3,4
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		191,9	307,4	-11,6	91,8	49,7	44,9	27,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				3,1				
Banconote, monete e depositi		-5,0	-9,7	-27,0	4,9	0,7	-0,3	-41,4
Titoli di debito a breve termine		-1,0	-1,1	-2,0	5,1	-4,7	0,1	-5,6
Titoli di debito a lungo termine		9,7	-1,8	-29,8	8,2	-34,7	-1,3	-39,6
Prestiti		0,0	-2,3	-14,5	-16,2	-1,2	0,6	-7,5
di cui a lungo termine		0,0	1,5	-16,8	-13,4	-1,1	0,6	.
Azioni e altre partecipazioni		169,7	312,3	42,6	89,2	92,2	46,9	141,1
Azioni quotate		83,7	129,6	23,3	56,7	69,8	38,1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		58,0	179,6	16,1	24,9	11,5	5,4	.
Quote di fondi di investimento		28,1	3,1	3,3	7,6	10,9	3,3	.
Riserve tecniche di assicurazione		14,4	0,4	0,0	0,0	-0,8	0,0	-19,7
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		4,0	9,6	15,9	0,6	-1,8	-0,9	0,3
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		16.920,6	13.402,6	19.737,4	9.366,9	5.947,3	2.675,4	13.146,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				180,9				
Banconote, monete e depositi		5.314,0	1.569,5	2.146,9	1.235,0	721,4	507,6	3.519,2
Titoli di debito a breve termine		31,9	109,5	91,8	257,4	212,5	22,5	688,5
Titoli di debito a lungo termine		1.456,4	203,1	3.248,8	1.887,3	1.900,8	204,0	1.999,6
Prestiti		23,3	1.683,5	10.866,4	1.250,5	361,4	360,9	1.404,6
di cui a lungo termine		19,5	894,2	8.256,1	932,4	298,0	316,5	.
Azioni e altre partecipazioni		4.916,8	7.253,2	1.743,1	4.491,3	2.328,1	1.034,7	4.871,6
Azioni quotate		1.213,0	1.769,1	669,4	2.360,4	825,3	376,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.066,8	5.071,7	809,7	1.507,3	462,2	526,1	.
Quote di fondi di investimento		1.637,0	412,4	264,0	623,6	1.040,6	132,4	.
Riserve tecniche di assicurazione		4.920,0	130,2	1,9	0,0	143,6	3,1	159,8
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		258,2	2.453,5	1.457,6	245,5	279,5	542,8	503,4
Ricchezza finanziaria netta								

Fonte: BCE.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
4° trim. 2006								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		5.318,3	20.571,8	19.459,3	8.980,5	5.945,4	6.814,9	11.454,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	11.819,0	201,1	3,9	336,5	2.196,5
Titoli di debito a breve termine			261,1	305,5	66,5	0,1	590,4	178,6
Titoli di debito a lungo termine			428,3	2.426,8	1.169,6	23,1	4.421,9	2.270,1
Prestiti		4.920,2	6.093,7		1.210,0	161,5	1.077,6	2.063,4
di cui a lungo termine		4.611,7	4.097,2		581,9	77,8	916,4	
Azioni e altre partecipazioni			11.292,0	3.133,5	6.084,9	635,3	4,5	4.286,7
Azioni quotate			4.093,3	985,4	285,1	310,0	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.198,7	1.194,2	861,0	325,3	4,5	
Quote di fondi di investimento				953,8	4.938,8			
Riserve tecniche di assicurazione		34,4	322,8	51,4	0,5	4.871,0	0,5	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		363,7	2.174,0	1.723,2	247,8	250,7	383,3	459,3
Ricchezza finanziaria netta¹⁾	-1.030,8	11.200,3	-7.692,0	-306,3	29,1	-116,6	-4.145,3	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		99,0	305,9	582,5	243,0	80,5	-20,1	482,1
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	367,6	-0,2	0,0	9,0	158,0
Titoli di debito a breve termine			7,7	19,4	4,7	0,1	-32,6	21,9
Titoli di debito a lungo termine			-3,9	86,9	88,1	3,1	-8,9	84,3
Prestiti		111,9	178,5		41,8	-5,3	-2,4	141,0
di cui a lungo termine		104,1	124,5		20,3	2,6	27,6	
Azioni e altre partecipazioni			59,3	41,9	126,8	0,7	0,0	79,2
Azioni quotate			12,9	2,4	0,5	0,2	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			46,4	30,2	-2,9	0,5	0,0	
Quote di fondi di investimento				9,4	129,2			
Riserve tecniche di assicurazione		0,7	3,3	1,8	0,0	77,8	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-13,6	61,0	64,8	-18,1	4,2	14,7	-2,4
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾	26,2	111,2	-90,5	13,6	22,6	-11,8	-18,9	-26,2
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-8,0	628,6	12,3	120,4	14,9	-63,2	-6,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	-38,9	0,0	0,0	0,0	-38,9
Titoli di debito a breve termine			-6,8	0,4	0,0	0,0	2,5	-5,5
Titoli di debito a lungo termine			2,3	-13,2	0,3	0,0	-45,7	-33,1
Prestiti		-10,4	-25,7		4,4	-0,4	0,2	-9,3
di cui a lungo termine		-6,5	-23,0		3,5	-0,8	0,2	
Azioni e altre partecipazioni			643,3	40,6	109,8	18,9	0,3	81,1
Azioni quotate			352,9	68,2	13,6	10,6	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			290,4	-2,7	6,4	8,3	0,3	
Quote di fondi di investimento				-24,9	89,8			
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	-5,6	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		2,4	15,4	23,4	5,9	2,0	-20,6	-0,7
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾	-31,0	199,8	-321,2	-24,0	-28,6	34,8	108,2	34,1
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		5.409,3	21.506,2	20.054,1	9.343,8	6.040,9	6.731,5	11.930,1
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	12.147,7	200,8	3,8	345,6	2.315,6
Titoli di debito a breve termine			262,1	325,2	71,2	0,1	560,4	194,9
Titoli di debito a lungo termine			426,6	2.500,6	1.258,1	26,1	4.367,3	2.321,2
Prestiti		5.021,7	6.246,4		1.256,2	155,8	1.075,4	2.195,1
di cui a lungo termine		4.709,3	4.198,7		605,7	79,7	944,1	
Azioni e altre partecipazioni			11.994,6	3.216,0	6.321,4	654,8	4,9	4.447,1
Azioni quotate			4.459,1	1.056,0	299,2	320,8	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.535,5	1.221,6	864,5	334,0	4,9	
Quote di fondi di investimento				938,3	5.157,8			
Riserve tecniche di assicurazione		35,0	326,1	53,2	0,5	4.943,2	0,6	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		352,5	2.250,4	1.811,3	235,6	256,9	377,4	456,3
Ricchezza finanziaria netta¹⁾	-1.035,6	11.511,3	-8.103,7	-316,7	23,1	-93,5	-4.056,1	

Fonte: BCE.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2002	2003	2004	1° trim. 2005- 4° trim. 2005	2° trim. 2005- 1° trim. 2006	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.563,4	3.657,3	3.760,8	3.858,6	3.891,3	3.931,6	3.970,3	4.000,7
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	106,9	110,6	123,3	130,3	132,0	135,3	137,7	135,3
Consumo di capitale fisso	1.028,4	1.062,9	1.109,3	1.157,8	1.172,1	1.187,9	1.204,0	1.219,3
Margine operativo lordo e reddito misto ¹⁾	1.804,1	1.858,2	1.953,0	2.006,0	2.028,0	2.033,0	2.059,8	2.105,3
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.389,4	2.275,7	2.329,2	2.532,2	2.596,3	2.675,4	2.745,7	2.825,7
Interessi	1.382,4	1.265,4	1.241,9	1.317,2	1.359,5	1.413,8	1.481,4	1.548,1
Altri redditi da capitale	1.007,0	1.010,3	1.087,4	1.215,0	1.236,7	1.261,6	1.264,2	1.277,6
Reddito nazionale netto ¹⁾	6.182,1	6.367,7	6.636,3	6.840,0	6.910,8	6.979,8	7.060,9	7.157,2
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	859,1	856,8	882,6	932,4	948,4	973,1	992,1	1.023,4
Contributi sociali	1.337,9	1.388,0	1.427,8	1.468,5	1.482,9	1.498,9	1.515,7	1.531,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.351,4	1.407,2	1.453,2	1.495,5	1.506,8	1.517,2	1.527,2	1.538,3
Altri trasferimenti correnti	642,4	658,7	685,4	711,3	706,4	705,6	705,9	706,9
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	170,8	173,9	176,8	180,3	179,4	178,0	177,5	176,3
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	174,4	174,6	177,4	181,3	180,0	178,4	177,3	175,7
Altro	297,2	310,2	331,3	349,7	347,0	349,2	351,1	354,8
Reddito netto disponibile ¹⁾	6.122,0	6.297,0	6.558,2	6.754,2	6.826,6	6.896,0	6.975,9	7.070,1
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	5.647,9	5.845,3	6.054,7	6.272,3	6.336,3	6.396,9	6.453,5	6.514,3
Spese per consumi individuali	5.047,7	5.224,0	5.411,3	5.612,2	5.672,3	5.727,2	5.779,3	5.833,9
Spese per consumi collettivi	600,2	621,2	643,4	660,1	663,9	669,7	674,2	680,4
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	51,2	54,7	57,6	58,2	58,8	59,7	60,6	61,3
Risparmio netto ¹⁾	474,3	451,9	503,7	482,1	490,5	499,3	522,6	556,0
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.441,1	1.485,4	1.565,4	1.645,8	1.687,9	1.715,6	1.756,6	1.783,9
Investimenti fissi lordi	1.452,0	1.482,7	1.553,4	1.623,9	1.651,4	1.679,7	1.711,0	1.752,3
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	-10,9	2,7	12,0	22,0	36,5	35,9	45,6	31,6
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,5	0,6	-1,1	0,1	0,8	1,4	1,5	1,3
Trasferimenti in conto capitale	137,0	181,3	164,6	172,9	160,7	157,0	170,3	185,7
Imposte in conto capitale	20,2	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2
Altri trasferimenti in conto capitale	116,8	145,5	134,8	148,9	136,4	133,3	148,0	163,5
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	72,7	41,0	65,6	8,6	-11,5	-16,9	-18,5	3,7

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro (continua)

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

Risorse	2002	2003	2004	1° trim. 2005- 4° trim. 2005	2° trim. 2005- 1° trim. 2006	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	6.502,8	6.689,0	6.946,3	7.152,8	7.223,5	7.287,8	7.371,8	7.460,5
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	737,5	761,0	796,5	838,8	857,4	872,4	881,2	898,1
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	7.240,3	7.449,9	7.742,8	7.991,5	8.080,9	8.160,2	8.253,0	8.358,6
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	1.804,1	1.858,2	1.953,0	2.006,0	2.028,0	2.033,0	2.059,8	2.105,3
Redditi da lavoro dipendente	3.570,9	3.664,4	3.767,9	3.864,5	3.896,9	3.937,2	3.976,1	4.006,6
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	850,2	880,6	933,3	980,7	999,7	1.018,1	1.029,2	1.043,9
Redditi da capitale	2.346,3	2.240,1	2.311,4	2.520,9	2.582,3	2.666,8	2.741,4	2.827,2
Interessi	1.347,4	1.234,1	1.207,6	1.289,7	1.333,0	1.387,9	1.458,1	1.525,8
Altri redditi da capitale	998,9	1.006,0	1.103,7	1.231,2	1.249,3	1.278,9	1.283,3	1.301,3
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	6.182,1	6.367,7	6.636,3	6.840,0	6.910,8	6.979,8	7.060,9	7.157,2
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	861,4	858,7	885,4	935,9	952,2	977,5	996,7	1.028,2
Contributi sociali	1.336,8	1.387,0	1.426,8	1.468,0	1.482,5	1.498,6	1.515,3	1.530,5
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.344,9	1.400,8	1.445,7	1.488,1	1.499,5	1.509,8	1.519,8	1.530,8
Altri trasferimenti correnti	587,5	593,5	613,0	629,9	626,2	625,1	624,2	623,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	174,4	174,6	177,4	181,3	180,0	178,4	177,3	175,7
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	168,0	171,2	174,5	178,9	177,6	175,8	175,0	173,7
Altro	245,1	247,7	261,1	269,7	268,7	270,9	271,9	273,6
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	6.122,0	6.297,0	6.558,2	6.754,2	6.826,6	6.896,0	6.975,9	7.070,1
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	51,3	54,9	57,8	58,4	59,0	59,9	60,8	61,5
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	474,3	451,9	503,7	482,1	490,5	499,3	522,6	556,0
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.028,4	1.062,9	1.109,3	1.157,8	1.172,1	1.187,9	1.204,0	1.219,3
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	148,6	193,5	181,4	187,6	175,1	169,9	183,3	199,3
Imposte in conto capitale	20,2	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2
Altri trasferimenti in conto capitale	128,4	157,6	151,6	163,6	150,8	146,2	161,0	177,1
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE e Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

3.3 Famiglie

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2002	2003	2004	1° trim. 2005- 4° trim. 2005	2° trim. 2005- 1° trim. 2006	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.570,9	3.664,4	3.767,9	3.864,5	3.896,9	3.937,2	3.976,1	4.006,6
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.196,3	1.231,0	1.284,5	1.329,6	1.345,2	1.362,6	1.381,5	1.405,9
Interessi attivi (+)	252,9	237,1	228,9	226,7	228,1	232,3	238,1	244,2
Interessi passivi (-)	139,8	123,2	121,3	125,5	129,5	135,7	144,6	152,8
Altri redditi da capitali attivi (+)	602,3	611,2	645,1	696,8	709,2	717,6	721,4	726,8
Altri redditi da capitali passivi (-)	8,4	8,7	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	697,8	702,5	706,8	740,3	751,7	766,4	774,4	791,9
Contributi sociali netti (-)	1.334,2	1.384,2	1.423,8	1.464,1	1.478,5	1.494,5	1.511,3	1.526,6
Prestazioni sociali nette (+)	1.340,4	1.396,0	1.440,6	1.482,6	1.493,9	1.504,2	1.514,2	1.525,1
Trasferimenti correnti netti attivi (-)	64,4	64,8	64,7	69,3	69,7	69,2	68,9	71,8
= Reddito lordo disponibile	4.847,0	4.986,0	5.170,5	5.330,3	5.374,1	5.417,1	5.460,6	5.499,7
Spese per consumi finali (-)	4.173,1	4.307,1	4.461,8	4.617,3	4.665,7	4.708,7	4.749,2	4.792,9
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	50,9	54,6	57,4	58,0	58,6	59,5	60,4	61,1
= Risparmio lordo	724,9	733,5	766,1	771,0	767,0	768,0	771,7	767,8
Consumo di capitale fisso (-)	270,5	281,6	296,4	310,1	312,9	316,0	319,1	322,1
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	8,6	12,6	18,9	21,7	18,9	17,7	23,8	25,6
Altre variazioni nella ricchezza netta ¹⁾	-653,1	236,9	323,0	618,8	704,9	469,9	330,8	449,4
= Variazioni nella ricchezza netta ¹⁾	-190,2	701,5	811,7	1.101,4	1.178,0	939,6	807,3	920,7
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	458,3	477,2	505,0	530,2	541,4	551,8	565,2	576,3
Consumo di capitale fisso (-)	270,5	281,6	296,4	310,1	312,9	316,0	319,1	322,1
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi	226,7	219,9	246,1	238,5	245,6	245,8	262,9	275,6
Titoli di debito a breve termine	1,1	-33,9	6,5	-18,6	-2,7	2,7	12,1	15,9
Titoli di debito a lungo termine	79,4	21,2	71,6	41,9	46,9	49,7	97,8	99,9
Azioni e altre partecipazioni	-39,9	95,0	-14,6	126,9	81,8	30,8	-33,2	-47,6
Azioni quotate	-12,2	32,9	-49,6	8,7	-24,8	-25,6	-38,5	-17,3
Azioni non quotate e altre partecipazioni	-73,0	-19,0	38,1	58,1	63,0	32,5	22,0	1,6
Quote di fondi di investimento	45,3	81,1	-3,1	60,2	43,7	23,9	-16,8	-31,9
di cui quote di fondi del mercato monetario	16,1	13,5	-21,7	-13,8	-16,1	-13,3	-13,4	-7,7
Riserve tecniche di assicurazione	213,1	244,3	269,5	315,3	324,1	309,8	299,7	278,3
Finanziamento (-)								
Prestiti	207,4	262,8	309,3	387,9	415,2	416,0	411,3	401,4
di cui da IFM dell'area dell'euro	187,3	211,6	277,4	357,5	379,6	382,6	371,0	342,9
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	-526,6	265,2	268,9	488,6	588,6	400,0	302,6	406,1
Riserve tecniche di assicurazione	-69,9	28,6	76,8	136,3	113,8	62,3	46,3	37,4
Flussi netti restanti (+)	-54,6	-71,7	-12,5	-59,7	-33,3	18,8	-15,7	2,3
= Variazioni nella ricchezza netta ¹⁾	-190,2	701,5	811,7	1.101,4	1.178,0	939,6	807,3	920,7
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Banconote, monete e depositi	4.377,1	4.569,3	4.807,0	5.053,6	5.072,2	5.162,0	5.181,6	5.314,0
Titoli di debito a breve termine	59,6	27,1	34,5	16,6	27,1	35,2	38,2	31,9
Titoli di debito a lungo termine	1.264,9	1.257,1	1.327,8	1.366,0	1.403,6	1.400,7	1.434,8	1.456,4
Azioni e altre partecipazioni	3.328,3	3.688,5	3.942,8	4.558,3	4.799,5	4.660,9	4.770,7	4.916,8
Azioni quotate	645,4	793,5	843,6	1.031,7	1.126,6	1.056,5	1.134,1	1.213,0
Azioni non quotate e altre partecipazioni	1.314,6	1.401,9	1.596,8	1.876,8	1.993,8	1.979,3	2.015,2	2.066,8
Quote di fondi di investimento	1.368,3	1.493,1	1.502,4	1.649,7	1.679,1	1.625,1	1.621,3	1.637,0
di cui quote di fondi del mercato monetario	187,4	255,0	237,7	219,0	195,8	198,3	192,4	166,5
Riserve tecniche di assicurazione	3.533,4	3.806,3	4.152,6	4.604,2	4.706,2	4.747,6	4.834,7	4.920,0
Restanti attività finanziarie	-49,7	-77,3	-92,4	-144,5	-156,5	-133,8	-139,5	-106,0
Passività (-)								
Prestiti	3.712,9	3.968,2	4.281,7	4.655,6	4.737,1	4.841,8	4.920,2	5.021,7
di cui da IFM dell'area dell'euro	3.327,7	3.521,2	3.809,0	4.191,6	4.280,8	4.384,5	4.459,3	4.535,4
= Ricchezza finanziaria netta	8.800,7	9.302,8	9.890,5	10.798,6	11.115,2	11.030,8	11.200,3	11.511,3

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Escluse le variazioni nel reddito netto dovute a altre variazioni in attività non finanziarie come le rivalutazioni di immobili residenziali.

3.4 Società non finanziarie

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2002	2003	2004	1° trim. 2005- 4° trim. 2005	2° trim. 2005- 1° trim. 2006	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	3.697,1	3.780,6	3.922,8	4.028,8	4.071,7	4.103,8	4.154,2	4.213,9
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.249,8	2.304,4	2.368,4	2.422,8	2.444,1	2.470,6	2.495,7	2.519,1
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	58,8	58,9	66,5	71,6	72,9	76,4	78,6	79,1
= Margine operativo lordo (+)	1.388,6	1.417,2	1.488,0	1.534,4	1.554,6	1.556,8	1.579,9	1.615,7
Consumo di capitale fisso (-)	584,6	602,0	626,2	653,2	662,6	673,1	684,2	694,7
= Margine operativo netto (+)	804,0	815,3	861,8	881,1	892,0	883,6	895,7	921,0
Redditi da capitale attivi (+)	328,5	318,9	365,7	415,2	421,6	422,3	430,7	438,8
Interessi attivi	142,0	125,0	119,6	127,8	130,9	135,1	140,5	145,4
Altri redditi da capitale	186,4	194,0	246,1	287,4	290,6	287,2	290,2	293,4
Interest and rents payable (-)	243,3	227,9	228,6	238,1	244,4	252,1	262,7	273,7
= Reddito lordo di impresa (+)	889,1	906,3	998,8	1.058,3	1.069,2	1.053,8	1.063,7	1.086,1
Utili distribuiti (-)	688,0	690,7	752,2	834,6	847,4	860,4	863,6	874,9
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	125,4	116,7	131,4	147,1	149,8	156,4	165,8	177,8
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,4	73,3	73,7	74,1	74,3	74,8	75,5	76,1
Prestazioni sociali da erogare (-)	57,4	59,6	61,2	62,8	62,6	62,6	62,6	62,4
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	43,7	43,3	48,5	48,4	46,3	47,0	47,4	47,5
Variazione della ricchezza netta delle famiglie in fondi pensione (-)	14,7	13,1	12,0	10,9	11,3	11,8	12,3	12,7
= Risparmio netto	33,4	56,3	67,2	28,6	26,0	-9,5	-12,5	-13,0
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	180,9	179,3	201,0	221,2	241,5	246,6	258,3	255,4
Investimenti fissi lordi (+)	776,4	780,4	819,9	855,6	871,5	887,2	902,5	922,0
Consumo di capitale fisso (-)	584,6	602,0	626,2	653,2	662,6	673,1	684,2	694,7
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	-10,9	0,9	7,4	18,8	32,6	32,6	40,0	28,0
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi	29,9	112,7	80,7	148,7	147,3	154,0	156,1	163,2
Titoli di debito a breve termine	-3,3	-29,9	-57,1	-23,5	-3,7	8,7	-0,6	17,4
Titoli di debito a lungo termine	78,9	141,5	58,0	131,4	98,6	120,7	128,2	153,8
Azioni e altre partecipazioni	237,8	181,6	178,7	160,6	180,7	241,9	195,6	217,2
Riserve tecniche di assicurazione	5,6	4,8	5,9	8,6	5,8	5,1	4,6	4,8
Restanti attività nette (+)	40,7	-8,4	53,2	15,6	77,4	82,0	104,8	122,0
Finanziamento (-)								
Debito	262,7	295,0	208,7	392,8	466,8	575,2	626,2	665,9
Prestiti	233,4	217,2	188,5	384,4	460,5	555,6	589,7	614,1
di cui da IFM dell'area dell'euro	93,5	102,8	163,9	262,7	333,9	371,6	421,9	444,3
Titoli di debito	17,6	62,7	6,8	-4,3	-6,5	7,3	24,4	39,5
Riserve di fondi pensione	11,7	15,0	13,5	12,6	12,8	12,3	12,2	12,3
Azioni e altre partecipazioni	213,6	185,4	190,2	182,6	205,0	242,1	168,3	200,6
Azioni quotate	17,5	19,2	11,8	101,3	95,8	112,8	39,0	31,8
Azioni non quotate e altre partecipazioni	196,1	166,2	178,3	81,3	109,1	129,3	129,3	168,9
Trasferimenti netti di capitale attivi (-)	60,8	45,1	54,4	58,7	49,8	51,3	65,0	80,4
= Risparmio netto	33,4	56,3	67,2	28,6	26,0	-9,5	-12,5	-13,0
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Banconote, monete e depositi	1.113,8	1.202,6	1.267,8	1.418,8	1.421,9	1.463,8	1.505,6	1.569,5
Titoli di debito	441,1	405,4	320,0	292,7	308,3	315,0	306,4	312,6
Prestiti	1.223,9	1.344,9	1.393,5	1.519,6	1.537,8	1.587,9	1.619,4	1.683,5
Azioni e altre partecipazioni	4.285,0	4.866,6	5.375,0	6.259,4	6.716,6	6.642,3	6.920,9	7.253,2
Riserve tecniche di assicurazione	106,1	110,8	118,2	124,3	126,6	128,0	129,1	130,2
Restanti attività finanziarie nette (+)	158,0	138,4	184,3	173,5	191,5	239,3	224,4	203,1
Passività								
Debiti	5.827,7	6.076,7	6.238,2	6.638,0	6.791,5	6.988,4	7.105,9	7.261,2
Prestiti	4.981,5	5.159,1	5.268,6	5.658,4	5.803,5	5.982,1	6.093,7	6.246,4
di cui da IFM dell'area dell'euro	2.965,1	3.034,4	3.152,2	3.409,1	3.525,1	3.640,0	3.731,0	3.846,8
Titoli di debito	568,1	629,2	668,4	665,8	671,2	686,7	689,4	688,7
Riserve di fondi pensione	278,1	288,5	301,2	313,8	316,8	319,6	322,8	326,1
Azioni e altre partecipazioni	7.137,7	7.998,2	8.940,6	10.380,0	11.117,5	10.946,3	11.292,0	11.994,6
Azioni quotate	2.392,0	2.732,5	2.987,6	3.681,6	4.088,2	3.948,9	4.093,3	4.459,1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	4.745,7	5.265,7	5.952,9	6.698,5	7.029,3	6.997,3	7.198,7	7.535,5

Fonti: BCE e Eurostat.

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2002	2003	2004	1° trim. 2005- 4° trim. 2005	2° trim. 2005- 1° trim. 2006	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi	34,9	29,7	49,5	27,5	14,7	30,8	42,2	59,5
Titoli di debito a breve termine	7,7	10,8	29,6	21,4	23,1	14,7	11,7	2,2
Titoli di debito a lungo termine	94,2	140,7	132,7	149,3	141,2	135,1	134,1	118,3
Prestiti	2,2	11,6	6,5	-7,8	8,0	15,2	18,0	13,6
Azioni e altre partecipazioni	80,2	59,5	46,4	123,4	138,6	141,2	150,0	137,0
Azioni quotate	7,3	10,0	14,0	21,7	10,2	10,8	10,3	13,4
Azioni non quotate e altre partecipazioni	25,6	5,1	-1,2	16,3	20,8	26,9	32,5	28,8
Quote di fondi di investimento	47,3	44,4	33,6	85,3	107,6	103,5	107,2	94,8
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	9,1	6,5	3,0	-1,2	-1,0	-4,3	-5,4	2,7
Restanti attività nette (+)	-7,7	-1,9	3,5	20,3	21,4	9,9	4,8	1,7
Finanziamento (-)								
Titoli di debito	-0,3	5,0	-1,8	0,1	-0,4	-0,3	-0,3	4,1
Prestiti	-1,1	12,4	4,8	9,6	22,3	23,7	32,4	27,7
Azioni e altre partecipazioni	1,3	11,4	12,7	10,4	11,1	10,2	13,5	8,5
Riserve tecniche di assicurazione	216,6	237,0	261,1	330,8	339,3	328,4	325,4	305,1
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	188,8	210,3	229,5	289,8	303,7	294,1	288,3	264,8
Riserve premi e riserve sinistri	27,8	26,8	31,6	41,0	35,7	34,2	37,1	40,3
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-5,0	-15,5	-8,7	-16,8	-25,4	-15,2	-10,3	-13,0
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	-248,6	106,6	109,0	200,3	235,9	124,9	117,3	181,0
Altre attività nette	51,6	-9,1	162,9	43,3	11,7	-26,9	-13,2	-58,9
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	-244,7	98,2	20,5	118,0	128,2	87,6	90,6	55,4
Riserve tecniche di assicurazione	-70,9	33,7	85,2	145,7	118,6	69,3	54,5	25,9
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	-69,3	34,2	65,4	151,6	126,1	69,4	53,8	47,7
Riserve premi e riserve sinistri	-1,6	-0,5	19,8	-5,9	-7,5	-0,2	0,8	-21,7
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	118,6	-34,4	166,3	-20,0	0,8	-58,9	-41,1	40,8
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Banconote, monete e depositi	554,7	580,3	630,7	661,1	669,3	678,4	697,8	721,4
Titoli di debito	59,8	69,2	205,8	212,9	220,6	218,7	217,8	212,5
Debito	1.357,6	1.488,1	1.659,6	1.828,1	1.840,4	1.853,0	1.912,5	1.900,8
Prestiti	357,8	364,3	359,5	356,9	369,1	371,0	371,0	361,4
Azioni e altre partecipazioni	1.364,9	1.531,0	1.686,4	2.010,1	2.129,9	2.104,3	2.211,9	2.328,1
Azioni quotate	462,6	525,6	574,2	697,5	733,9	706,0	754,7	825,3
Azioni non quotate e altre partecipazioni	275,3	307,0	337,4	399,6	425,2	425,1	438,6	462,2
Quote di fondi di investimento	627,0	698,3	774,8	913,0	970,9	973,3	1.018,6	1.040,6
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	57,8	64,8	67,8	81,9	81,6	85,5	85,9	85,9
Restanti attività nette (+)	80,9	92,7	112,8	162,3	163,8	164,7	163,3	162,4
Passività (-)								
Titoli di debito	18,1	23,4	21,9	22,0	22,2	22,4	23,1	26,3
Prestiti	111,5	125,6	119,2	127,8	147,1	151,7	161,5	155,8
Azioni e altre partecipazioni	319,7	429,3	462,5	590,9	619,5	584,5	635,3	654,8
Riserve tecniche di assicurazione	3.518,7	3.789,4	4.135,7	4.612,1	4.718,3	4.771,3	4.871,0	4.943,2
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	2.964,0	3.208,5	3.503,4	3.944,8	4.042,7	4.090,0	4.175,8	4.257,3
Riserve premi e riserve sinistri	554,6	580,9	632,3	667,3	675,6	681,3	695,2	685,9
= Ricchezza finanziaria netta	-192,2	-242,1	-84,5	-121,3	-113,9	-139,8	-116,6	-93,5

Fonte: BCE.

MERCATI FINANZIARI

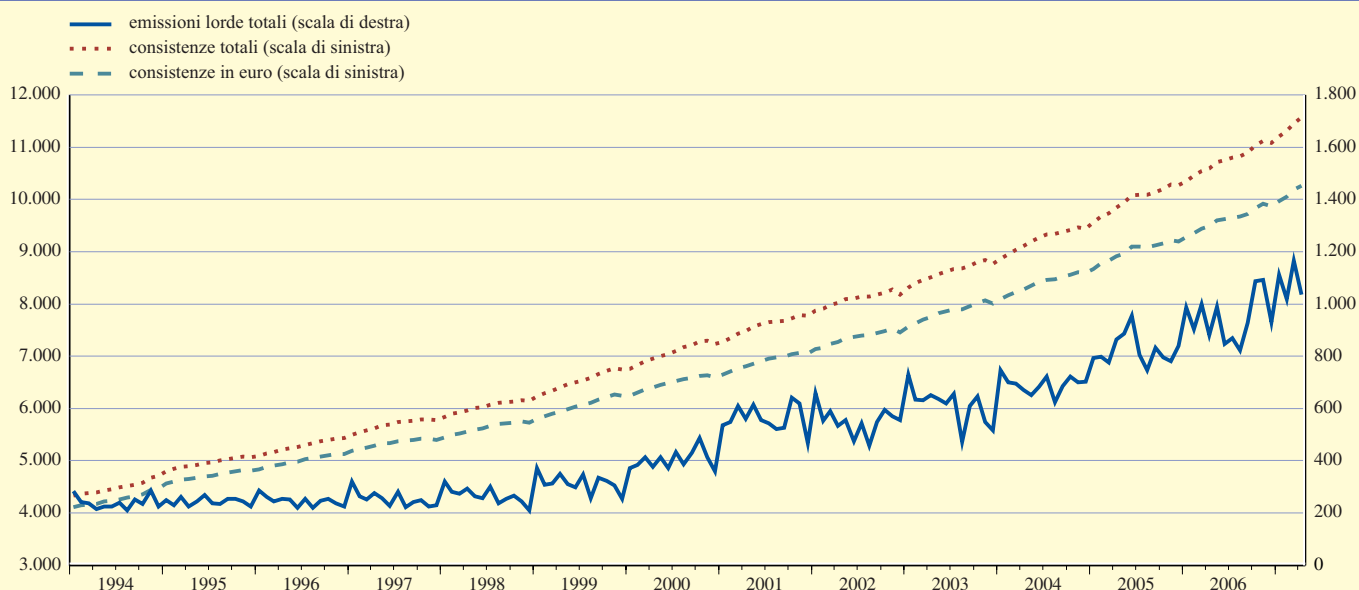
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro									
				In euro			In tutte le valute						
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	Tassi di crescita sui sei mesi	12
	Totale												
2006 apr.	11.164,7	873,9	16,3	9.485,2	820,8	45,4	10.596,9	881,1	63,8	7,1	51,9	7,8	
mag.	11.291,6	1.007,8	127,1	9.597,4	936,9	112,3	10.717,9	989,4	126,3	7,7	89,1	8,1	
giu.	11.354,3	896,0	64,6	9.619,1	793,4	23,5	10.751,2	846,7	32,5	6,6	24,9	7,1	
lug.	11.372,0	883,7	17,1	9.652,9	820,0	33,3	10.799,2	868,0	43,4	7,0	52,4	6,8	
ago.	11.404,3	837,9	31,8	9.674,4	779,9	21,0	10.829,0	822,8	24,6	7,3	74,7	7,1	
set.	11.524,9	1.004,1	120,2	9.724,9	882,0	50,1	10.897,8	927,9	56,9	7,3	57,1	6,8	
ott.	11.620,4	1.106,2	93,3	9.828,4	1.023,0	101,6	11.033,1	1.086,0	122,2	7,9	123,0	8,1	
nov.	11.759,0	1.134,6	137,7	9.919,8	1.036,7	90,8	11.124,5	1.092,7	107,4	8,2	100,1	8,3	
dic.	11.735,1	976,6	-24,6	9.865,3	884,8	-55,5	11.079,9	929,6	-59,7	7,9	39,8	8,5	
2007 gen.	11.833,0	1.144,1	98,0	9.962,8	1.052,0	97,6	11.207,4	1.111,5	116,1	7,9	76,6	8,9	
feb.	11.938,9	1.041,9	105,9	10.052,8	953,2	90,2	11.317,2	1.019,2	117,0	8,1	88,3	9,1	
mar.	12.168,5	1.254,6	228,5	10.184,7	1.112,5	130,6	11.454,7	1.165,1	136,7	8,4	108,8	10,1	
apr.	.	.	.	10.261,1	981,4	75,6	11.566,8	1.036,2	92,6	8,6	78,0	9,1	
	A lungo termine												
2006 apr.	10.167,0	175,0	31,5	8.584,9	141,8	25,0	9.551,9	170,3	44,2	7,4	45,6	8,0	
mag.	10.267,8	206,0	101,1	8.670,9	167,5	86,2	9.645,2	187,4	96,0	7,7	63,9	7,7	
giu.	10.327,3	200,2	60,3	8.734,8	168,2	64,5	9.729,9	193,5	80,9	6,7	52,9	7,2	
lug.	10.365,7	192,9	38,5	8.759,0	158,6	24,4	9.769,5	177,5	35,8	7,1	47,7	6,9	
ago.	10.382,0	90,5	16,5	8.770,3	71,6	11,4	9.787,7	88,2	21,1	7,5	66,0	7,2	
set.	10.475,7	218,5	94,1	8.825,2	156,7	55,3	9.857,2	175,7	62,9	7,5	53,5	7,0	
ott.	10.576,9	224,8	98,8	8.895,6	173,9	68,4	9.949,8	206,5	86,1	8,1	102,0	8,2	
nov.	10.712,0	226,0	134,2	8.990,2	167,2	94,0	10.043,4	193,5	108,6	8,3	101,6	9,0	
dic.	10.733,4	171,0	18,7	9.009,3	132,5	16,1	10.070,2	152,6	13,2	8,1	56,3	9,0	
2007 gen.	10.808,9	229,8	75,4	9.060,0	176,4	50,6	10.142,0	200,2	61,6	8,1	64,8	9,3	
feb.	10.904,0	234,6	95,3	9.136,4	184,5	76,6	10.232,3	218,1	98,1	8,3	74,8	9,5	
mar.	11.039,7	274,5	135,7	9.227,8	206,4	91,2	10.326,7	227,3	96,3	8,5	75,5	9,9	
apr.	.	.	.	9.280,8	156,8	52,2	10.386,0	178,4	65,8	8,6	66,8	9,0	

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 finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2005	10.269	4.122	926	612	4.326	283	9.874	6.988	325	1.032	1.434	95
2006	11.080	4.566	1.158	645	4.407	305	11.333	8.377	414	1.118	1.339	85
2006 2° trim.	10.751	4.349	1.029	638	4.436	299	2.717	1.977	107	261	351	22
3° trim.	10.898	4.448	1.064	637	4.451	298	2.619	1.928	78	265	329	18
4° trim.	11.080	4.566	1.158	645	4.407	305	3.108	2.365	144	336	241	23
2007 1° trim.	11.455	4.762	1.239	657	4.489	309	3.296	2.447	126	284	415	23
2007 gen.	11.207	4.645	1.165	645	4.446	306	1.112	851	24	76	153	7
feb.	11.317	4.710	1.197	649	4.456	306	1.019	772	45	75	118	8
mar.	11.455	4.762	1.239	657	4.489	309	1.165	823	57	133	144	8
apr.	11.567	4.811	1.254	667	4.526	310	1.036	748	30	133	118	7
A breve termine												
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	59	1.023	686	31
2006 2° trim.	1.021	531	10	101	374	5	2.166	1.739	16	227	175	8
3° trim.	1.041	561	12	96	367	4	2.177	1.733	16	249	171	8
4° trim.	1.010	570	12	94	329	4	2.556	2.086	14	305	144	7
2007 1° trim.	1.128	621	12	106	385	4	2.650	2.132	16	271	222	8
2007 gen.	1.065	607	12	96	346	4	911	753	6	73	77	3
feb.	1.085	612	11	100	357	4	801	655	5	71	68	3
mar.	1.128	621	12	106	385	4	938	724	5	128	78	3
apr.	1.181	638	11	113	414	5	858	659	3	124	68	3
A lungo termine ¹⁾												
2005	9.324	3.639	919	522	3.965	278	2.078	942	280	89	705	61
2006	10.070	3.996	1.145	551	4.078	301	2.158	1.002	354	95	653	54
2006 2° trim.	9.730	3.818	1.019	537	4.062	294	551	237	91	34	175	14
3° trim.	9.857	3.887	1.052	540	4.084	294	441	196	62	16	158	9
4° trim.	10.070	3.996	1.145	551	4.078	301	553	279	130	31	97	16
2007 1° trim.	10.327	4.141	1.227	551	4.104	304	646	315	110	13	192	14
2007 gen.	10.142	4.038	1.153	549	4.100	302	200	99	18	4	76	4
feb.	10.232	4.099	1.185	548	4.099	301	218	117	40	5	51	5
mar.	10.327	4.141	1.227	551	4.104	304	227	99	52	5	66	5
apr.	10.386	4.173	1.243	553	4.112	305	178	89	27	9	50	3
Di cui a lungo termine con tasso fisso												
2005	6.724	2.020	459	413	3.615	217	1.230	414	91	54	622	48
2006	7.048	2.136	535	420	3.719	237	1.289	476	137	61	576	39
2006 2° trim.	6.921	2.084	499	415	3.691	232	332	109	41	21	151	10
3° trim.	6.974	2.112	508	415	3.707	233	275	94	22	11	140	8
4° trim.	7.048	2.136	535	420	3.719	237	280	117	44	20	90	10
2007 1° trim.	7.164	2.212	561	421	3.727	243	404	174	39	9	169	13
2007 gen.	7.097	2.162	539	420	3.737	238	139	59	7	2	67	4
feb.	7.131	2.189	554	419	3.729	239	135	62	21	4	43	4
mar.	7.164	2.212	561	421	3.727	243	131	53	11	3	58	5
apr.	7.190	2.222	567	420	3.737	244	102	43	12	5	39	3
Di cui a lungo termine con tasso variabile												
2005	2.266	1.350	456	93	305	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.604	1.507	603	117	313	64	715	405	214	31	51	15
2006 2° trim.	2.433	1.431	514	107	320	62	177	96	50	12	15	4
3° trim.	2.491	1.450	538	109	333	60	134	77	40	4	13	2
4° trim.	2.604	1.507	603	117	313	64	231	124	86	11	5	6
2007 1° trim.	2.715	1.560	658	117	320	61	200	113	69	4	13	1
2007 gen.	2.616	1.520	607	116	311	63	46	32	9	1	3	0
feb.	2.663	1.547	623	116	315	62	70	45	19	1	4	1
mar.	2.715	1.560	658	117	320	61	83	36	41	1	5	1
apr.	2.751	1.574	667	120	329	61	64	37	15	4	9	0

Fonte: BCE.

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

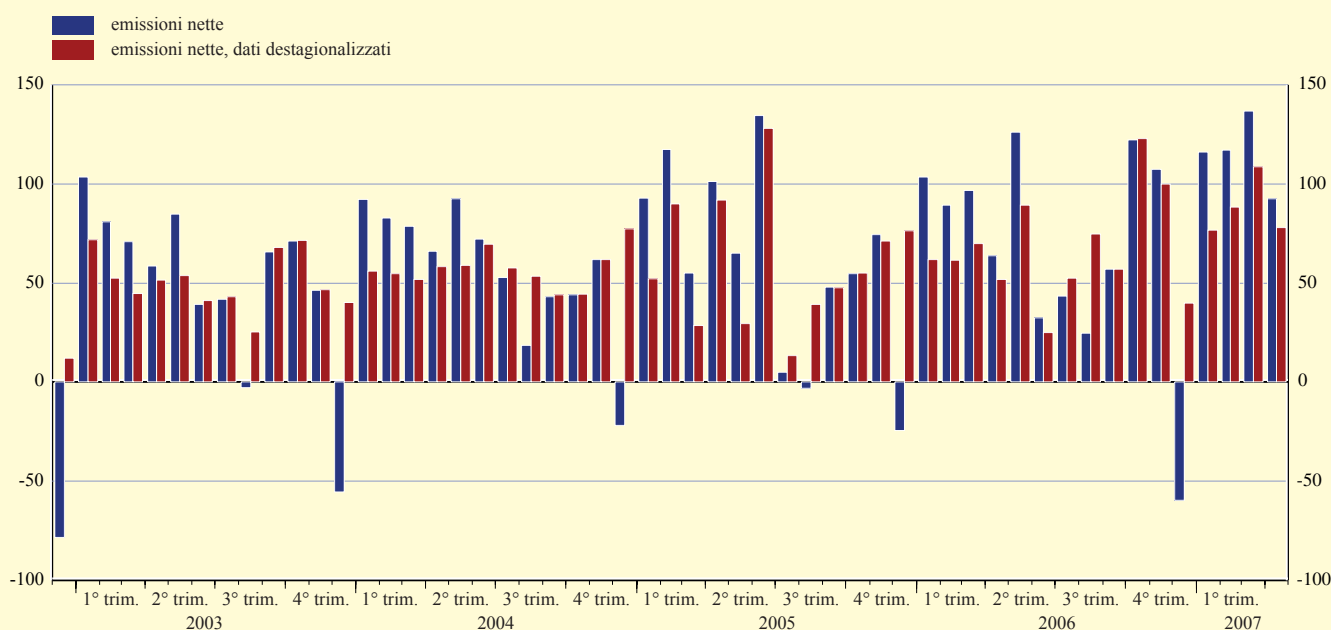
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento (miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2005	720,9	319,9	176,0	21,8	170,7	32,4	722,7	323,4	171,8	22,0	173,0	32,6
2006	806,7	419,3	238,0	36,9	90,2	22,3	805,9	423,6	233,5	37,3	89,2	22,4
2006 2° trim.	222,5	83,4	61,3	20,0	48,6	9,1	165,9	87,8	48,9	13,3	7,3	8,6
3° trim.	124,9	78,7	34,7	-2,4	14,4	-0,5	184,1	95,2	51,3	1,7	33,7	2,3
4° trim.	170,0	98,4	96,3	10,0	-41,4	6,7	262,9	133,7	67,6	16,2	40,0	5,4
2007 1° trim.	369,9	187,8	82,6	12,9	82,6	3,9	273,7	129,7	108,1	9,4	23,7	2,8
2007 gen.	116,1	70,3	6,4	-0,1	38,3	1,2	76,6	52,8	25,0	-3,0	1,2	0,5
feb.	117,0	69,0	32,9	4,2	11,0	-0,2	88,3	49,5	34,6	3,8	1,8	-1,3
mar.	136,7	48,4	43,3	8,8	33,3	2,9	108,8	27,3	48,5	8,6	20,8	3,6
apr.	92,6	50,0	17,5	10,7	13,1	1,3	78,0	40,0	18,3	7,8	10,0	1,9
A lungo termine												
2005	713,2	296,5	176,4	22,1	185,5	32,6	714,9	298,4	172,3	22,1	189,3	32,8
2006	757,1	346,5	232,6	33,4	121,3	23,3	756,4	348,7	228,1	33,3	123,0	23,3
2006 2° trim.	221,1	87,1	58,3	16,9	49,7	9,1	162,4	84,9	45,7	10,2	12,9	8,7
3° trim.	119,7	62,4	33,3	2,6	21,5	-0,1	167,2	67,2	49,9	4,8	42,7	2,6
4° trim.	207,9	96,3	95,6	12,2	-3,3	7,2	260,0	126,5	66,9	11,3	49,2	6,0
2007 1° trim.	256,0	142,2	82,9	0,9	26,7	3,3	215,1	108,3	108,3	6,5	-10,1	2,1
2007 gen.	61,6	35,1	6,9	-2,1	21,0	0,7	64,8	38,4	25,4	1,2	-0,2	0,0
feb.	98,1	64,8	33,4	0,1	0,1	-0,4	74,8	46,7	35,4	1,6	-7,6	-1,3
mar.	96,3	42,2	42,6	2,9	5,6	3,0	75,5	23,2	47,6	3,6	-2,3	3,4
apr.	65,8	34,5	18,4	3,5	8,5	0,9	66,8	34,2	20,0	3,8	7,3	1,5

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

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



Fonte: BCE.

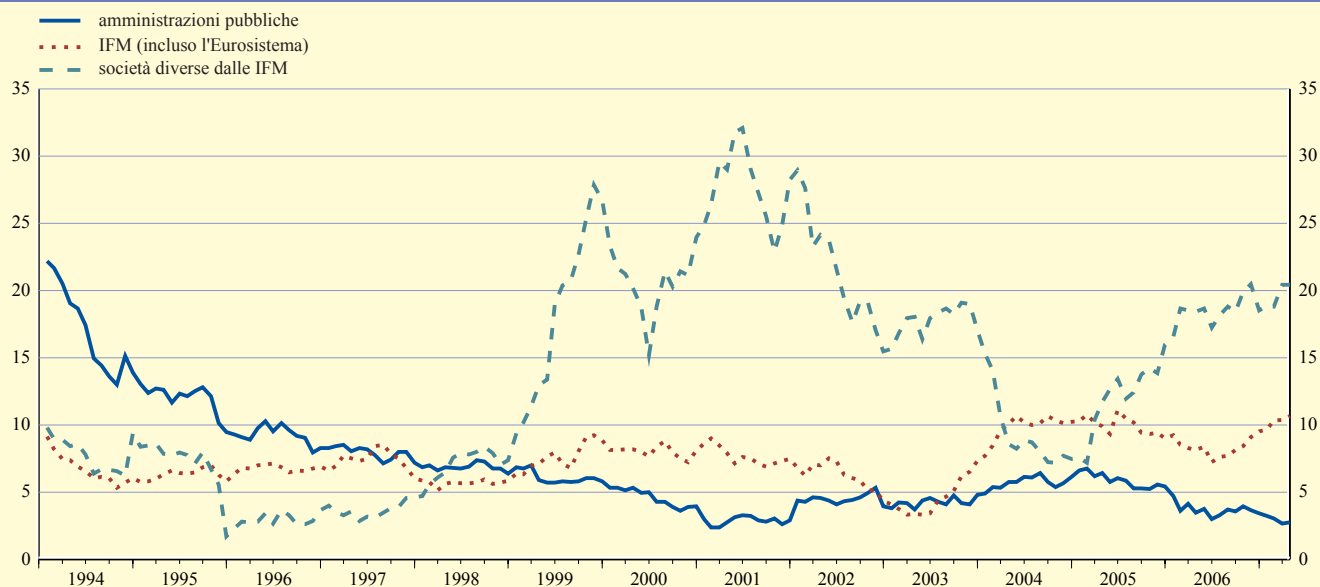
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(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 diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2006 apr.	7,1	8,9	26,8	2,6	2,5	10,3	7,8	9,2	30,5	3,3	2,7	11,5
mag.	7,7	10,0	26,1	3,7	2,6	12,2	8,1	10,5	30,6	6,2	1,8	10,6
giu.	6,6	8,1	24,0	4,7	1,8	12,4	7,1	9,6	26,9	6,4	0,7	10,6
lug.	7,0	8,3	25,7	4,8	2,2	11,8	6,8	8,8	25,4	5,4	1,2	10,7
ago.	7,3	8,4	27,3	3,5	2,5	12,2	7,1	8,8	24,1	2,8	2,3	10,2
set.	7,3	9,0	26,5	4,4	2,2	10,4	6,8	8,8	21,7	4,9	1,9	7,7
ott.	7,9	9,6	29,1	4,1	2,6	9,5	8,1	10,1	27,9	4,9	2,5	7,6
nov.	8,2	10,0	29,6	5,3	2,5	8,8	8,3	9,5	28,5	4,4	3,3	7,0
dic.	7,9	10,2	25,8	6,0	2,1	7,9	8,5	10,8	24,6	5,7	3,4	5,3
2007 gen.	7,9	10,5	26,3	5,4	1,9	7,4	8,9	12,3	27,0	5,3	2,5	4,1
feb.	8,1	10,7	26,3	5,5	2,1	5,8	9,1	12,8	28,4	8,3	1,9	1,3
mar.	8,4	10,5	28,4	6,5	2,4	6,7	10,1	12,1	35,5	8,2	2,9	5,5
apr.	8,6	10,6	28,2	7,0	2,6	7,3	9,1	11,1	28,6	9,1	2,6	6,9
A lungo termine												
2006 apr.	7,4	8,1	27,0	5,3	3,0	10,6	8,0	7,8	30,5	5,9	3,7	12,0
mag.	7,7	8,4	26,2	6,8	3,2	12,6	7,7	7,7	30,3	8,1	2,7	11,1
giu.	6,7	7,2	23,8	6,5	2,3	12,8	7,2	8,7	26,2	6,7	1,6	10,8
lug.	7,1	7,6	25,6	6,1	2,7	12,0	6,9	7,9	24,8	5,3	2,1	10,8
ago.	7,5	7,7	27,0	5,6	3,1	12,5	7,2	7,8	23,4	4,1	3,3	10,1
set.	7,5	8,1	26,2	5,8	3,1	10,9	7,0	8,3	20,8	5,8	2,8	8,1
ott.	8,1	8,4	28,8	5,3	3,6	10,0	8,2	9,1	27,3	4,8	3,5	8,2
nov.	8,3	9,1	29,3	5,8	3,3	9,4	9,0	10,5	28,1	3,4	3,9	7,7
dic.	8,1	9,5	25,4	6,4	3,1	8,4	9,0	10,4	24,5	6,1	4,6	6,0
2007 gen.	8,1	9,6	25,9	6,3	2,9	7,6	9,3	11,5	26,9	7,4	3,7	4,5
feb.	8,3	10,3	26,0	5,7	2,8	5,9	9,5	12,9	28,7	7,4	2,4	1,8
mar.	8,5	10,4	28,1	6,2	2,4	6,9	9,9	12,4	35,9	6,7	1,9	5,6
apr.	8,6	10,7	28,2	6,0	2,4	7,4	9,0	12,2	29,2	7,1	1,3	6,7

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



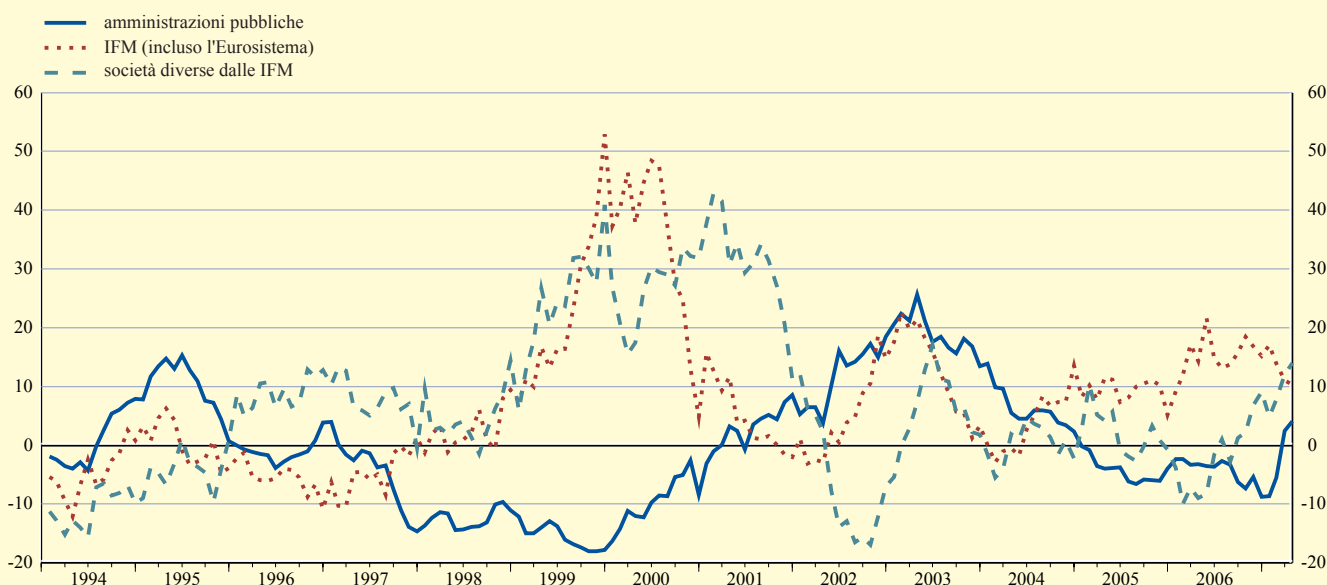
Fonte: BCE.

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

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,5	15,0	19,5	18,6	35,8	22,2	9,9	4,8
2006	4,5	4,7	13,8	1,2	3,1	13,4	16,4	11,8	41,4	27,5	5,2	4,4
2006 2° trim.	4,2	4,5	11,7	1,1	3,0	13,5	16,7	11,9	44,6	28,3	3,6	5,5
3° trim.	4,4	4,6	14,9	1,1	2,8	13,8	14,9	10,0	38,3	30,4	4,1	6,4
4° trim.	5,1	5,4	19,5	1,9	3,1	11,1	15,5	11,0	36,5	27,0	5,5	4,7
2007 1° trim.	5,3	6,3	19,5	3,9	2,9	7,9	15,0	12,1	32,6	21,6	1,4	4,0
2006 nov. dic.	5,2 5,2	5,6 6,0	20,9 18,2	2,6 3,1	3,0 3,1	10,2 9,3	16,1 15,0	11,3 11,7	37,6 32,2	24,6 25,4	6,5 2,7	6,5 5,3
2007 gen. feb. mar. apr.	5,2 5,5 5,2 5,3	5,7 6,7 7,1 7,6	19,0 20,8 19,2 18,7	4,2 3,7 4,4 4,0	3,1 3,0 2,2 2,2	8,4 6,6 8,2 9,0	14,8 14,7 16,1 16,6	12,2 12,3 12,0 12,2	32,6 30,9 36,5 37,3	21,3 20,8 20,3 19,7	0,2 1,0 3,6 5,6	4,8 3,5 2,2 1,7
	Euro											
2005	4,3	0,9	9,2	-0,2	5,4	15,3	18,9	17,3	35,2	22,2	10,3	5,4
2006	3,8	3,1	11,3	0,4	3,2	13,6	15,3	10,1	37,9	30,5	5,4	3,6
2006 2° trim.	3,6	2,8	10,0	0,8	3,1	13,9	15,3	10,1	40,5	31,6	3,6	4,4
3° trim.	3,7	3,1	11,2	-0,1	2,9	13,7	13,3	8,0	33,8	34,3	4,1	5,0
4° trim.	4,3	4,1	14,8	0,2	3,3	11,1	14,6	9,5	33,7	29,9	5,6	3,7
2007 1° trim.	4,7	5,5	15,3	1,8	3,2	7,9	13,8	10,8	29,1	22,9	1,5	3,5
2006 nov. dic.	4,4 4,6	4,4 5,0	15,8 14,6	0,7 1,2	3,2 3,4	10,3 9,4	15,3 13,7	10,0 10,2	34,9 28,7	27,2 27,3	6,6 2,8	5,6 4,3
2007 gen. feb. mar. apr.	4,7 4,8 4,5 4,7	5,0 5,8 6,3 7,1	15,0 15,8 15,5 15,6	2,2 1,6 1,7 1,7	3,5 3,3 2,5 2,5	8,3 6,6 8,1 8,9	13,4 13,6 15,1 15,9	10,6 11,2 11,2 11,4	29,1 27,5 32,7 34,8	22,5 21,9 21,3 20,8	0,2 1,1 3,8 5,8	4,2 3,2 1,8 1,3

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)

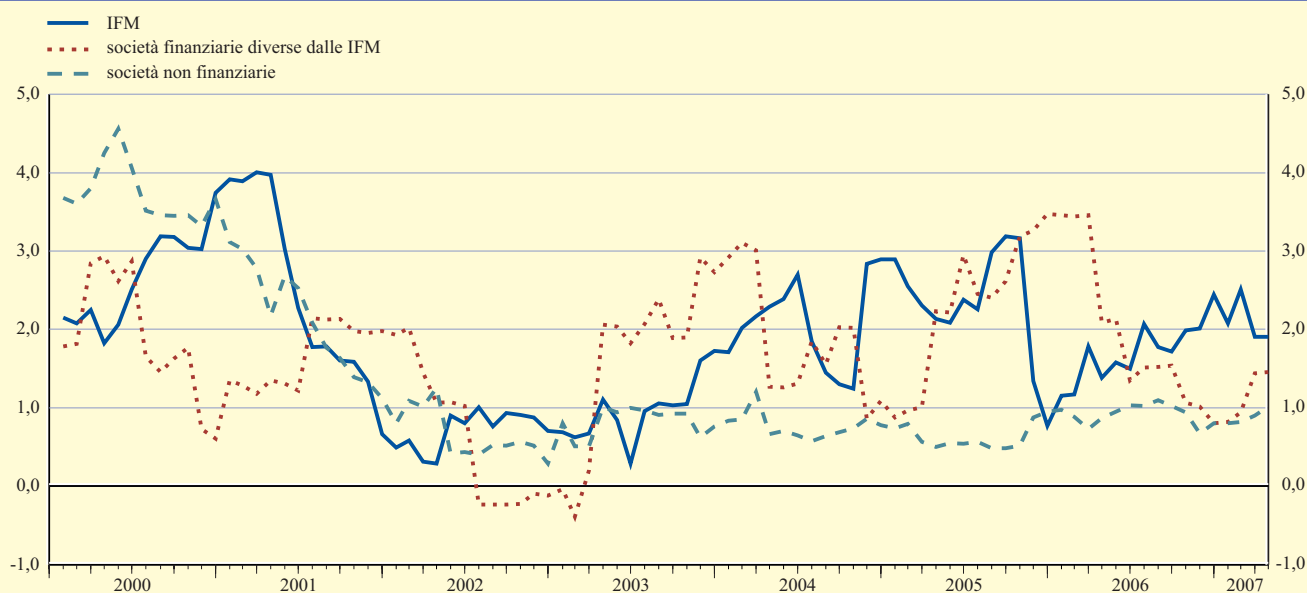
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		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
2005 apr.	4.102,5	102,9	0,9	656,0	2,1	410,8	2,2	3.035,6	0,5
mag.	4.280,1	102,9	1,0	678,1	2,1	425,4	2,2	3.176,5	0,6
giu.	4.388,2	103,1	1,1	698,1	2,4	442,6	2,9	3.247,5	0,5
lug.	4.638,2	103,1	1,0	727,9	2,3	467,7	2,5	3.442,6	0,6
ago.	4.613,0	103,1	1,1	723,5	3,0	458,2	2,4	3.431,4	0,5
set.	4.834,1	103,2	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.585,2	0,5
ott.	4.666,6	103,4	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
nov.	4.889,2	103,7	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
dic.	5.063,5	103,8	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 gen.	5.296,6	103,8	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.875,0	1,0
feb.	5.436,6	103,8	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.935,1	0,9
mar.	5.637,3	103,9	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.094,9	0,7
apr.	5.662,8	104,0	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.140,1	0,9
mag.	5.373,0	104,1	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.941,8	0,9
giu.	5.384,8	104,3	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.949,1	1,0
lug.	5.381,0	104,4	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.918,2	1,0
ago.	5.545,2	104,4	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.990,8	1,1
set.	5.689,4	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.095,6	1,0
ott.	5.869,1	104,6	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.239,0	0,9
nov.	5.922,6	104,7	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,5	0,7
dic.	6.139,4	104,9	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.459,9	0,8
2007 gen.	6.310,4	104,9	1,0	1.111,3	2,1	641,7	0,8	4.557,4	0,8
feb.	6.223,4	105,0	1,1	1.081,2	2,5	633,4	0,9	4.508,8	0,8
mar.	6.424,9	105,1	1,1	1.099,9	1,9	646,2	1,4	4.678,8	0,9
apr.	6.654,2	105,3	1,2	1.156,5	1,9	672,3	1,5	4.825,4	1,0

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

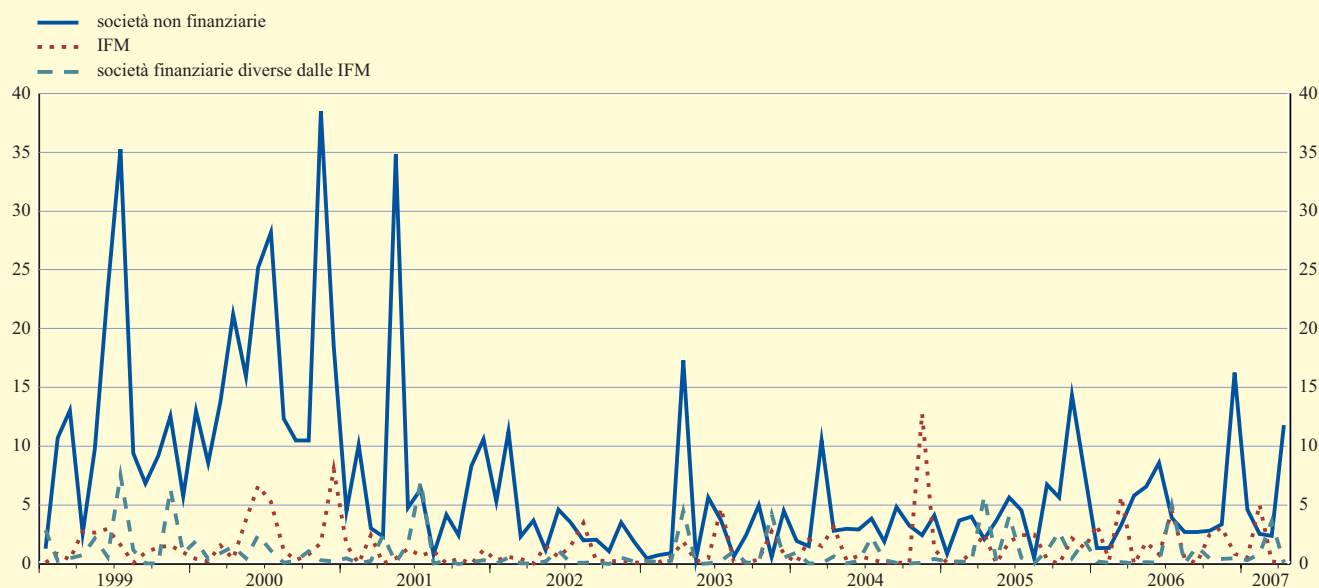
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005 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	3,1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	-0,1	3,7	2,8	0,8
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	3,9	13,0	2,1	0,0	2,1	0,5	0,1	0,4	14,4	3,9	10,5
dic.	10,9	7,4	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,7	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	0,1	0,0	0,1	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	0,5	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	6,4	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	6,5	2,2	4,4
giu.	9,4	2,7	6,8	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	8,6	2,4	6,2
lug.	13,4	6,6	6,8	4,5	0,0	4,5	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	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	1,1
set.	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
ott.	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
nov.	6,9	2,1	4,8	3,1	0,0	3,1	0,4	0,2	0,3	3,3	1,9	1,5
dic.	17,6	5,1	12,5	0,9	0,3	0,5	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,5
2007 gen.	5,4	3,9	1,5	0,5	0,1	0,4	0,3	0,0	0,3	4,6	3,8	0,8
feb.	8,4	2,0	6,4	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
mar.	6,2	1,7	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	0,4	3,3	2,4	1,4	1,0
apr.	12,0	0,4	11,6	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1	11,8	0,2	11,6

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 ¹⁾

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ^{2) 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fin a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fin a 3 mesi	oltre 3 mesi		fin a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006 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	2,99	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
nov.	0,91	3,10	3,34	2,80	2,30	2,81	1,49	3,26	3,47	3,66	3,23
dic.	0,92	3,27	3,31	2,79	2,38	2,87	1,51	3,47	4,99	3,88	3,41
2007 gen.	0,98	3,33	3,48	2,92	2,35	2,98	1,61	3,49	3,91	4,07	3,46
feb.	1,00	3,37	3,64	2,72	2,35	3,07	1,64	3,48	3,80	4,15	3,47
mar.	1,02	3,51	3,65	2,69	2,39	3,14	1,71	3,67	3,84	3,72	3,64
apr.	1,04	3,59	3,69	2,80	2,42	3,20	1,75	3,74	4,02	3,87	3,70

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

	Conti correnti attivi ²⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione					Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 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
2006 mag.	9,78	7,14	6,23	7,89	7,74	3,90	4,16	4,40	4,20	4,34	4,43	5,07	4,76
giu.	9,84	7,01	6,31	7,82	7,67	4,00	4,20	4,48	4,25	4,42	4,52	5,09	4,71
lug.	9,86	7,23	6,33	8,02	7,84	4,11	4,24	4,52	4,35	4,51	4,56	5,24	4,74
ago.	9,95	7,73	6,39	8,15	8,08	4,21	4,37	4,60	4,40	4,59	4,65	5,27	4,94
set.	10,06	7,72	6,26	8,09	7,95	4,30	4,37	4,61	4,45	4,66	4,76	5,30	4,98
ott.	10,04	7,50	6,02	8,17	7,78	4,42	4,45	4,58	4,47	4,73	4,93	5,18	4,80
nov.	10,08	7,66	6,16	8,15	7,83	4,49	4,50	4,58	4,47	4,76	4,97	5,26	4,91
dic.	10,03	7,56	6,08	7,97	7,72	4,55	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,24	4,82
2007 gen.	10,15	7,63	6,71	8,39	8,26	4,67	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
feb.	10,33	7,69	6,86	8,27	8,30	4,71	4,71	4,70	4,61	4,90	5,27	5,38	5,14
mar.	10,23	7,51	6,71	8,34	8,15	4,78	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
apr.	10,30	7,76	6,72	8,23	8,18	4,83	4,71	4,73	4,64	5,00	5,28	5,57	5,14

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

	Conti correnti attivi ²⁾	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
2006 mag.	5,36	4,38	4,84	4,26	3,59	4,13	4,32
giu.	5,45	4,47	4,84	4,33	3,76	4,12	4,23
lug.	5,52	4,57	4,99	4,38	3,85	4,21	4,37
ago.	5,56	4,70	5,09	4,60	3,98	4,33	4,49
set.	5,69	4,75	5,02	4,54	4,04	4,41	4,47
ott.	5,76	4,91	5,17	4,57	4,24	4,38	4,45
nov.	5,82	5,00	5,25	4,68	4,31	4,62	4,58
dic.	5,80	5,08	5,24	4,71	4,50	4,77	4,63
2007 gen.	5,94	5,16	5,31	4,69	4,44	4,67	4,71
feb.	6,03	5,21	5,44	4,86	4,50	4,69	4,71
mar.	6,04	5,30	5,45	4,88	4,65	4,81	4,87
apr.	6,11	5,36	5,43	4,82	4,70	4,98	4,86

Fonte: BCE.

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

2) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.

3) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.

4) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

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

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

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

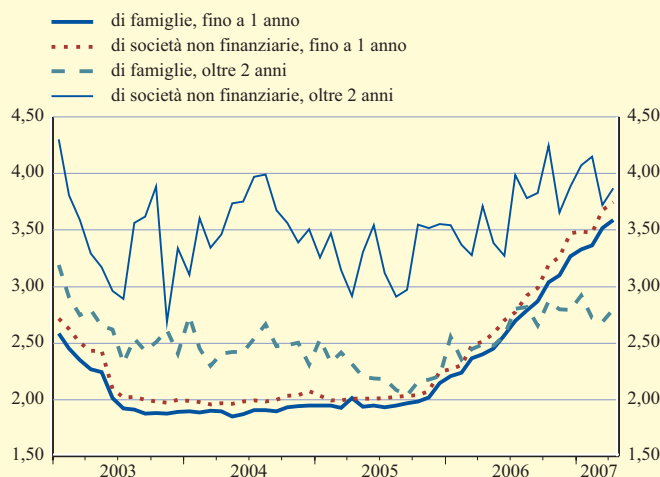
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 mag.	0,79	2,27	3,05	2,00	2,48	1,18	2,59	3,57	2,49
giu.	0,81	2,34	3,08	2,04	2,53	1,22	2,72	3,57	2,63
lug.	0,81	2,43	3,03	2,08	2,58	1,24	2,80	3,61	2,71
ago.	0,85	2,52	3,05	2,23	2,63	1,32	2,93	3,69	2,81
set.	0,86	2,59	3,08	2,26	2,68	1,36	3,00	3,69	2,90
ott.	0,90	2,69	3,10	2,30	2,75	1,45	3,15	3,80	3,05
nov.	0,91	2,78	3,05	2,30	2,81	1,49	3,24	3,80	3,14
dic.	0,92	2,89	3,05	2,38	2,87	1,51	3,42	3,88	3,29
2007 gen.	0,98	2,99	3,06	2,35	2,98	1,61	3,45	3,91	3,36
feb.	1,00	3,07	3,12	2,35	3,07	1,64	3,49	3,92	3,41
mar.	1,02	3,16	3,05	2,39	3,14	1,71	3,61	3,93	3,54
apr.	1,04	3,23	3,06	2,42	3,20	1,75	3,68	3,93	3,59

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
2006 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.	4,82	4,27	4,62	8,31	6,81	5,87	4,93	4,40	4,53
ott.	4,90	4,29	4,65	8,36	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
nov.	4,98	4,33	4,68	8,34	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
dic.	5,01	4,34	4,70	8,43	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007 gen.	5,05	4,38	4,72	8,55	6,84	5,95	5,30	4,76	4,77
feb.	5,11	4,46	4,79	8,67	6,95	5,96	5,37	4,83	4,83
mar.	5,14	4,46	4,79	8,64	6,88	5,95	5,43	4,89	4,84
apr.	5,19	4,48	4,80	8,69	6,91	5,99	5,49	4,94	4,88

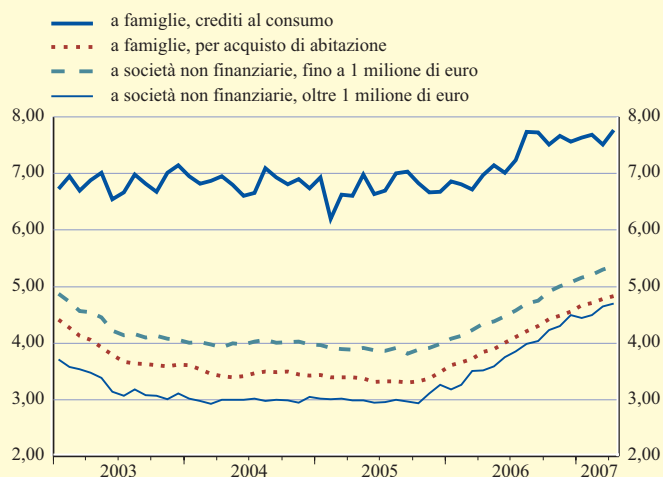
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

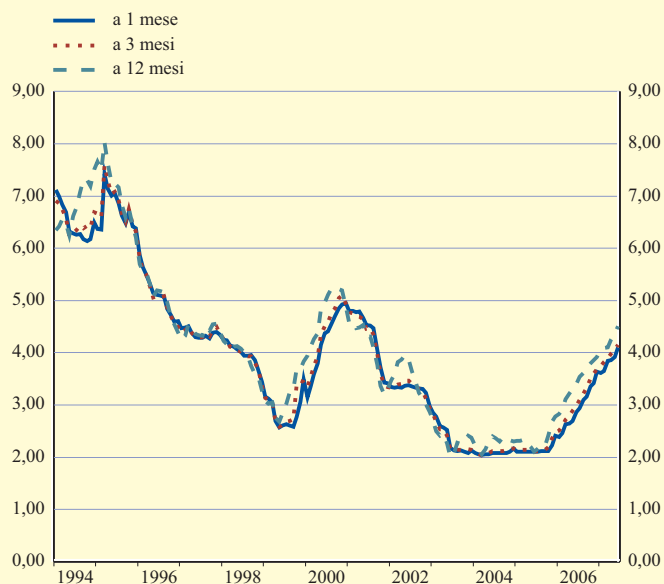
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ^{1) 2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
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
2006 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
2007 1° trim.	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
2° trim.	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
2006 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
2007 gen.	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	5,36	0,56
feb.	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	5,36	0,59
mar.	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	5,35	0,71
apr.	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66
mag.	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67
giu.	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	5,36	0,73

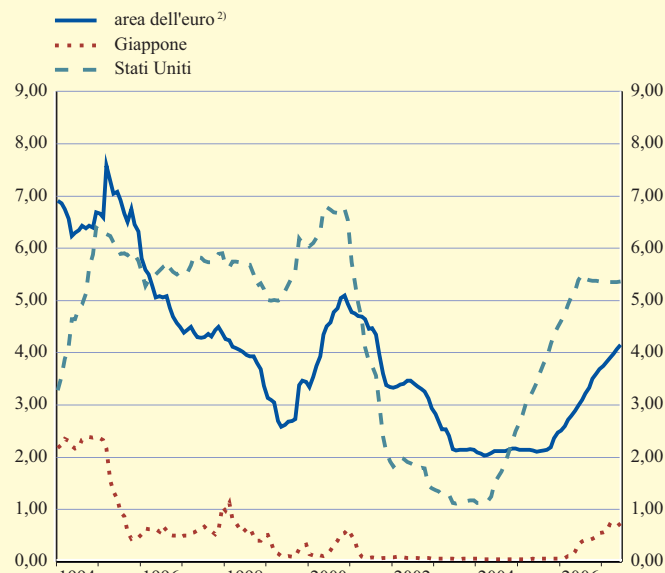
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ²⁾

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

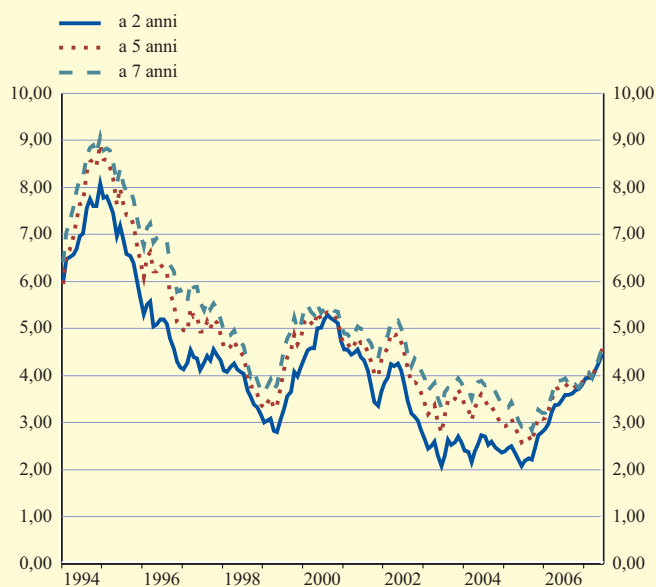
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro ¹⁾²⁾					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni	a 3 anni	a 5 anni	a 7 anni	a 10 anni	a 10 anni	a 10 anni
	1	2	3	4	5	6	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
2006 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
2007 1° trim.	3,95	3,96	3,99	4,02	4,08	4,68	1,68
2° trim.	4,27	4,30	4,34	4,38	4,42	4,84	1,74
2006 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
2007 gen.	3,94	3,96	4,02	4,02	4,10	4,76	1,71
feb.	3,96	3,98	4,02	4,07	4,12	4,73	1,71
mar.	3,94	3,94	3,95	3,96	4,02	4,56	1,62
apr.	4,11	4,12	4,15	4,20	4,25	4,69	1,67
mag.	4,26	4,28	4,31	4,34	4,37	4,75	1,67
giu.	4,45	4,51	4,57	4,62	4,66	5,11	1,89

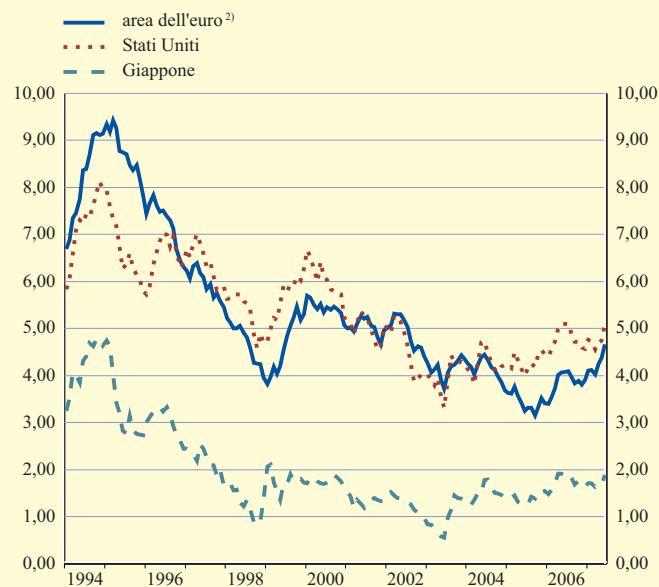
F25 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro²⁾

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

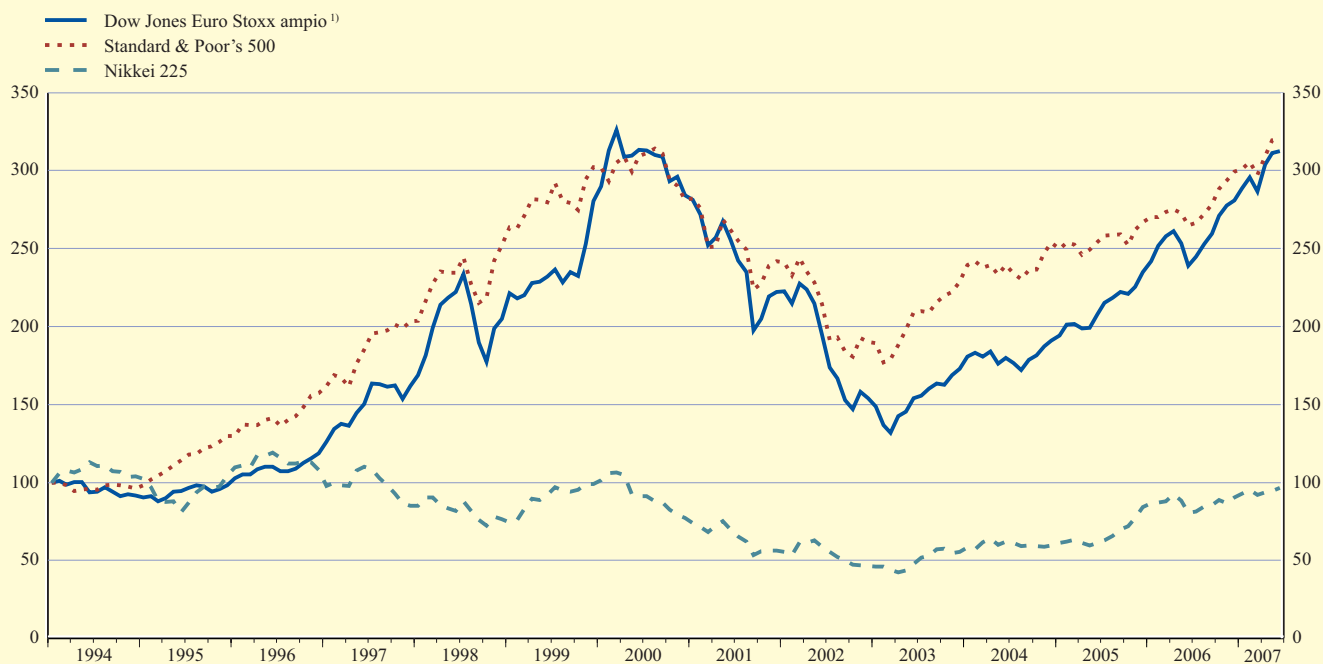
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero 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
2006 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
2007 1° trim.	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9
2° trim.	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
2006 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
2007 gen.	400,4	4.157,8	476,4	229,1	328,2	426,5	419,8	452,2	350,4	505,0	485,0	538,1	1.423,9	17.270,0
feb.	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4
mar.	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0
apr.	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5
mag.	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7
giu.	433,4	4.470,2	571,9	244,2	380,4	471,1	429,4	529,0	393,1	568,2	473,8	529,9	1.514,5	18.001,4

F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)¹⁾

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾	
	Indice 2005 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici											
in perc. del totale ³⁾	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,1	13,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	2,0	2,4
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,1
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,0	3,1
2006 1° trim.	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,4	0,5	0,7	0,1	1,3	0,4	2,2	2,9
2° trim.	102,4	2,5	1,5	2,8	2,0	0,8	0,4	0,6	0,3	3,9	0,5	2,4	3,2
3° trim.	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,4	1,9	0,2	0,6	0,6	2,0	3,3
4° trim.	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,8	0,8	0,3	-4,2	0,6	1,6	3,0
2007 1° trim.	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,4	-0,2	0,4	1,0	0,7	1,7	2,9
2007 gen.	102,5	1,8	1,8	1,5	2,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	1,6	3,0
feb.	102,8	1,8	1,9	1,5	2,4	0,2	0,1	-0,5	0,3	0,3	0,3	1,7	3,1
mar.	103,5	1,9	1,9	1,7	2,4	0,2	0,1	-0,2	0,2	1,5	0,1	1,8	2,7
apr.	104,2	1,9	1,9	1,5	2,5	0,4	0,1	1,3	0,0	1,4	0,3	1,8	2,6
mag.	104,4	1,9	1,9	1,4	2,6	0,2	0,1	-0,4	0,0	0,9	0,3	1,7	2,4
giu. ⁴⁾	.	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 ³⁾	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
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
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
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
4° trim.	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4
2007 1° trim.	2,5	2,1	3,1	1,1	1,1	1,1	2,6	2,0	2,9	-2,1	2,8	2,5
2006 dic.	2,7	2,1	3,7	1,4	0,9	2,9	2,5	2,1	2,2	-2,3	2,4	2,4
2007 gen.	2,8	2,2	3,7	0,9	0,9	0,9	2,6	2,0	2,9	-1,7	2,7	2,4
feb.	2,4	2,1	2,8	1,1	1,1	0,8	2,6	2,0	2,8	-1,8	2,8	2,6
mar.	2,3	1,9	2,9	1,4	1,2	1,8	2,6	2,0	2,9	-2,8	2,9	2,6
apr.	2,7	1,9	3,9	1,0	1,1	0,4	2,7	2,1	2,6	-2,2	2,7	3,7
mag.	2,4	1,9	3,1	0,9	1,0	0,3	2,8	2,0	2,8	-1,8	2,9	3,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Stime della BCE basate su dati Eurostat; queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo <http://www.ecb.int/stats/prices/hicp/html/index.en.html> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- 3) Con riferimento al 2007.
- 4) 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		
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici					
				Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
Totale							Durevoli	Non durevoli							
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
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,7	2,2	7,0	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,8	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	3,2	7,4	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,3	1,1	1,3	1,1	13,4	3,1	7,9	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,2	3,8	6,4	19,7	24,8	52,9
2006 2° trim.	115,8	5,8	3,9	2,6	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,3	4,0	6,9 ⁶⁾	30,0	26,2	56,2
3° trim.	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	4,3	-	13,4	26,6	55,7
4° trim.	116,6	4,1	2,8	3,5	6,2	1,8	1,6	1,7	1,6	6,1	3,9	6,0 ⁶⁾	3,9	23,0	47,3
2007 1° trim.	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	2,0	1,5	1,2	.	-	-5,5	15,7	44,8
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,1	13,8	51,0
2007 gen.	116,9	3,1	2,4	3,5	6,2	2,0	1,5	1,9	1,4	1,7	-	-	-9,6	15,6	42,2
feb.	117,3	2,9	2,5	3,5	6,0	2,1	1,6	2,0	1,6	1,1	-	-	-4,6	13,9	44,9
mar.	117,6	2,8	2,6	3,4	5,9	2,0	1,5	1,9	1,4	0,9	-	-	-2,3	17,6	47,3
apr.	118,1	2,4	2,5	3,4	5,8	2,0	1,7	1,8	1,6	-0,9	-	-	-5,6	15,3	50,2
mag.	118,5	2,3	2,5	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,7	-0,5	-	-	-3,9	11,9	50,3
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	0,3	14,2	52,6

3. Costo orario del lavoro ⁷⁾

	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
2003	110,9	3,1	2,9	3,8	3,2	3,9	2,9	2,4
2004	113,9	2,7	2,3	3,2	3,0	3,1	2,4	2,1
2005	116,6	2,4	2,5	1,9	2,5	2,3	2,4	2,1
2006	119,4	2,4	2,7	1,8	2,7	2,0	2,3	2,3
2006 1° trim.	118,4	2,4	2,9	1,1	2,5	2,2	2,4	2,2
2° trim.	119,1	2,6	2,8	2,0	3,3	1,7	2,3	2,4
3° trim.	119,7	2,4	2,7	2,1	3,1	1,9	2,1	2,1
4° trim.	120,4	2,2	2,4	1,9	2,2	2,3	2,3	2,5
2007 1° trim.	121,0	2,2	2,3	2,1	2,2	1,9	2,2	2,0

Fonti: Eurostat, HWWI (colonna 13 e 14 nella tavola 2 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 15 nella tavola 2 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 6 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 8 nella tavola 3 della sezione 5.1).

1) Costruzioni residenziali, sulla base di dati non armonizzati.

2) Indicatore dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, sulla base di fonti non armonizzate.

3) Si riferisce a prezzi espressi in euro.

4) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

5) Nel 2000.

6) I dati trimestrali per il secondo e quarto trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima e seconda metà dell'anno rispettivamente. Alcuni dati nazionali sono disponibili solo a frequenza annuale, pertanto la stima del dato semestrale essendo parzialmente derivata da quello annuale risulta meno accurata di quest'ultimo.

7) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾							
2003	106,5	1,8	5,9	0,2	3,2	2,1	1,5	2,8
2004	107,8	1,2	-9,4	0,2	3,4	-0,1	2,3	2,8
2005	108,8	0,9	7,3	-1,2	3,4	0,2	1,9	2,0
2006	109,6	0,8	5,4	-1,7	0,9	0,5	2,4	2,2
2005 4° trim.	109,4	0,9	9,4	-2,0	2,1	0,1	2,1	2,7
2006 1° trim.	109,5	0,9	6,6	-1,5	1,3	0,4	2,5	2,2
2° trim.	109,9	1,1	6,2	-1,5	-0,2	0,8	1,8	3,2
3° trim.	109,7	1,1	6,3	-1,5	0,6	0,4	3,0	2,6
4° trim.	109,4	0,0	2,5	-2,1	1,8	0,3	2,4	0,8
	Redditi per occupato							
2003	107,6	2,1	2,3	2,1	2,8	1,9	2,5	2,1
2004	109,8	2,1	2,2	2,7	2,6	1,5	1,9	2,3
2005	111,7	1,7	3,3	1,5	2,3	1,6	2,1	1,9
2006	114,2	2,2	3,7	2,5	2,7	2,1	1,6	2,1
2005 4° trim.	112,8	2,2	3,4	1,6	2,4	1,6	1,8	3,3
2006 1° trim.	113,4	2,2	2,9	2,5	2,8	2,1	1,6	2,3
2° trim.	114,2	2,5	3,3	2,5	2,4	2,4	1,1	3,2
3° trim.	114,5	2,4	4,7	2,7	2,3	1,9	1,9	2,6
4° trim.	114,8	1,8	4,0	2,3	3,3	2,1	2,0	0,6
	Produttività del lavoro ²⁾							
2003	101,0	0,4	-3,3	1,9	-0,5	-0,2	0,9	-0,7
2004	101,9	0,9	12,8	2,5	-0,8	1,6	-0,4	-0,4
2005	102,7	0,8	-3,8	2,7	-1,1	1,3	0,2	-0,1
2006	104,2	1,4	-1,6	4,2	1,8	1,7	-0,8	0,0
2006 1° trim.	103,5	1,3	-3,5	4,1	1,5	1,7	-0,9	0,0
2° trim.	104,0	1,4	-2,8	4,1	2,6	1,5	-0,7	0,0
3° trim.	104,3	1,3	-1,4	4,3	1,7	1,5	-1,1	0,0
4° trim.	104,9	1,8	1,5	4,5	1,4	1,8	-0,3	-0,1
2007 1° trim.	105,2	1,6	.	.	.	.	.	.

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
2003	107,3	2,1	2,0	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,8
2004	109,4	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,1	1,5
2005	111,4	1,9	2,2	2,0	2,4	2,3	2,7	3,7
2006	113,3	1,8	2,3	2,2	1,9	2,7	2,6	4,0
2006 1° trim.	112,5	1,7	2,7	2,4	2,3	2,3	2,8	5,4
2° trim.	113,1	1,8	2,6	2,4	2,8	2,8	3,0	5,1
3° trim.	113,7	1,9	2,2	2,1	1,9	2,9	2,7	3,5
4° trim.	114,2	1,7	1,7	1,8	0,5	2,9	1,8	2,0
2007 1° trim.	115,3	2,5	1,7	1,7	1,3	3,1	2,3	0,4

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
A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)									
2003	7.486,4	7.329,9	4.291,7	1.531,5	1.504,7	1,9	156,6	2.638,4	2.481,9
2004	7.766,0	7.607,3	4.442,2	1.586,1	1.571,1	7,9	158,7	2.838,8	2.680,1
2005	8.037,7	7.919,1	4.602,0	1.648,0	1.651,8	17,3	118,6	3.044,6	2.926,0
2006	8.412,3	8.309,4	4.784,9	1.712,7	1.783,9	27,9	102,9	3.387,8	3.284,9
2006 1° trim.	2.061,3	2.043,6	1.180,1	422,8	430,1	10,5	17,6	819,5	801,9
2° trim.	2.091,5	2.069,5	1.190,5	428,3	443,3	7,4	22,1	834,2	812,1
3° trim.	2.116,0	2.095,2	1.203,6	429,4	450,6	11,6	20,8	852,0	831,2
4° trim.	2.143,5	2.101,1	1.210,6	432,2	459,9	-1,7	42,4	882,0	839,6
2007 1° trim.	2.176,8	2.141,7	1.215,5	436,7	475,4	14,1	35,1	891,0	855,9
in percentuale del PIL									
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,3	1,2	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ³⁾)									
variazioni percentuali sul trimestre precedente									
2006 1° trim.	0,9	0,5	0,5	1,1	1,2	-	-	3,6	2,7
2° trim.	0,9	0,8	0,3	0,1	2,1	-	-	1,0	0,8
3° trim.	0,6	0,8	0,7	0,6	1,0	-	-	1,4	2,1
4° trim.	0,9	0,1	0,4	0,4	1,5	-	-	3,5	1,7
2007 1° trim.	0,6	1,1	-0,1	0,8	2,5	-	-	0,3	1,6
variazioni percentuali sul periodo corrispondente									
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,1	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,9	1,5	1,4	2,3	-	-	6,9	6,8
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,6	-	-	4,2	5,0
2006	2,7	2,5	1,7	2,0	4,9	-	-	8,3	7,9
2006 1° trim.	2,4	2,4	1,7	2,2	4,3	-	-	9,1	9,4
2° trim.	2,9	2,6	1,7	1,7	5,5	-	-	8,1	7,7
3° trim.	2,8	3,0	1,7	1,9	4,9	-	-	6,9	7,5
4° trim.	3,3	2,4	1,9	2,2	5,9	-	-	9,8	7,5
2007 1° trim.	3,0	3,0	1,3	1,9	7,2	-	-	6,3	6,3
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali									
2006 1° trim.	0,9	0,5	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,4	-	-
2° trim.	0,9	0,8	0,2	0,0	0,4	0,2	0,1	-	-
3° trim.	0,6	0,8	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,2	-	-
4° trim.	0,9	0,1	0,2	0,1	0,3	-0,4	0,7	-	-
2007 1° trim.	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,5	0,5	-0,5	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali									
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	-0,7	-	-
2004	2,0	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,9	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,7	2,5	1,0	0,4	1,0	0,1	0,3	-	-
2006 1° trim.	2,4	2,3	1,0	0,4	0,9	0,0	0,0	-	-
2° trim.	2,9	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,3	-	-
3° trim.	2,8	2,9	1,0	0,4	1,0	0,6	-0,1	-	-
4° trim.	3,3	2,4	1,1	0,5	1,2	-0,4	1,0	-	-
2007 1° trim.	3,0	3,0	0,7	0,4	1,5	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 nelle tavole 7.1.2 e 7.3.1.
- 2) Incluse 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
A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)								
2003	6.725,3	152,6	1.392,3	391,6	1.426,9	1.830,3	1.531,6	761,2
2004	6.969,8	157,8	1.421,1	412,8	1.482,9	1.906,1	1.589,0	796,3
2005	7.199,3	145,6	1.458,4	438,2	1.525,8	1.985,8	1.645,6	838,4
2006	7.508,8	143,7	1.527,0	481,3	1.575,7	2.081,7	1.699,4	903,5
2006 1° trim.	1.840,7	35,2	374,3	115,2	386,9	510,0	419,1	220,6
2° trim.	1.867,5	35,6	379,0	118,6	391,8	517,1	425,4	224,0
3° trim.	1.891,3	36,1	385,3	122,2	397,1	524,4	426,3	224,8
4° trim.	1.909,3	36,8	388,5	125,3	400,0	530,2	428,5	234,2
2007 1° trim.	1.936,4	36,3	397,0	128,9	402,2	538,9	433,0	240,4
in percentuale del valore aggiunto								
2006	100,0	1,9	20,3	6,4	21,0	27,7	22,6	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ¹⁾)								
variazioni percentuali sul trimestre precedente								
2006 1° trim.	0,8	-2,5	1,5	0,0	0,7	1,0	0,5	1,7
2° trim.	1,0	0,3	1,3	2,6	1,2	1,1	0,3	0,0
3° trim.	0,6	-0,2	1,0	1,2	0,6	0,4	0,2	0,8
4° trim.	0,7	2,3	0,6	1,5	0,7	0,7	0,3	2,7
2007 1° trim.	0,8	-1,7	1,1	1,9	0,4	0,9	0,5	-0,6
variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
2003	0,7	-5,9	0,4	0,3	0,4	1,6	1,0	1,4
2004	2,1	11,4	1,8	0,8	2,9	1,8	1,3	1,7
2005	1,5	-5,0	1,1	1,5	1,8	2,2	1,3	1,6
2006	2,6	-1,9	3,8	4,4	2,7	2,6	1,3	3,9
2006 1° trim.	2,2	-3,2	3,4	3,7	2,4	2,0	1,3	3,6
2° trim.	2,8	-1,8	4,0	4,6	3,0	2,9	1,4	3,6
3° trim.	2,8	-2,5	4,3	4,9	2,9	2,7	1,4	3,1
4° trim.	3,1	-0,2	4,4	5,3	3,3	3,2	1,3	5,3
2007 1° trim.	3,1	0,6	4,0	7,4	2,9	3,1	1,3	2,8
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali								
2006 1° trim.	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
2° trim.	1,0	0,0	0,3	0,2	0,2	0,3	0,1	-
3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-
4° trim.	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2007 1° trim.	0,8	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali								
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,3	0,4	0,0	0,6	0,5	0,3	-
2005	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,6	0,3	-
2006	2,6	0,0	0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	-
2006 1° trim.	2,2	-0,1	0,7	0,2	0,5	0,5	0,3	-
2° trim.	2,8	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
3° trim.	2,8	-0,1	0,9	0,3	0,6	0,7	0,3	-
4° trim.	3,1	0,0	0,9	0,3	0,7	0,9	0,3	-
2007 1° trim.	3,1	0,0	0,8	0,5	0,6	0,9	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
			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			
in perc. del totale ¹⁾	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	2,0	102,4	2,1	2,1	2,0	2,3	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,5
2005	1,2	103,8	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,5	-0,9	0,7	1,3	-0,4
2006	3,8	108,0	4,0	4,4	4,4	5,0	5,9	2,4	4,2	2,1	0,7	4,3
2006 2° trim.	3,2	107,8	4,3	4,4	4,7	5,7	5,7	2,6	3,7	2,4	0,9	3,6
3° trim.	4,2	108,6	4,2	4,5	4,4	5,8	5,7	1,7	5,1	1,1	1,5	4,4
4° trim.	4,1	109,2	4,0	4,9	4,9	5,3	6,8	3,1	5,5	2,7	-3,3	6,8
2007 1° trim.	4,6	110,1	3,8	5,6	5,9	6,3	7,2	3,4	4,3	3,2	-7,3	11,0
2006 nov.	3,9	108,9	3,0	4,0	3,8	3,5	6,5	2,4	5,3	1,9	-3,9	6,8
dic.	4,4	110,2	4,8	6,0	6,0	7,3	7,8	3,9	6,5	3,5	-4,2	8,7
2007 gen.	3,6	109,6	3,3	5,4	5,6	5,5	7,1	3,6	3,6	3,6	-7,5	9,8
feb.	4,9	110,1	4,0	5,8	6,0	7,1	7,6	2,6	5,0	2,2	-7,3	12,0
mar.	5,2	110,7	4,1	5,7	6,0	6,4	7,0	3,9	4,3	3,9	-7,1	11,2
apr.	3,1	109,8	2,9	4,0	4,1	3,7	5,7	2,3	1,6	2,4	-3,4	4,0
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2006 nov.	0,6	-	0,2	0,5	0,4	0,0	1,3	0,1	1,3	-0,1	0,5	0,8
dic.	0,9	-	1,2	1,3	1,4	2,1	0,8	1,2	0,8	1,2	1,8	0,7
2007 gen.	-0,3	-	-0,6	-0,2	-0,1	-0,7	0,3	-0,4	-1,7	-0,2	-3,5	0,4
feb.	0,7	-	0,5	0,5	0,4	0,6	0,8	0,0	0,7	-0,1	-0,2	1,0
mar.	0,9	-	0,6	0,4	0,8	0,5	0,3	0,8	0,0	1,0	0,7	0,7
apr.	-1,8	-	-0,9	-1,0	-1,5	-1,5	-1,0	-1,0	-1,8	-0,8	0,5	-0,9

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							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 (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari					
								Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	105,0	7,5	106,3	5,1	2,3	105,3	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	110,9	4,6	110,8	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	121,5	9,5	118,9	7,3	3,4	108,9	2,1	0,7	2,7	3,0	4,9	965	2,5
2006 2° trim.	119,8	8,4	118,4	6,4	3,8	108,7	2,3	1,3	2,7	2,9	4,2	973	3,4
3° trim.	123,3	10,6	119,9	6,5	3,8	109,3	2,3	1,3	2,8	3,5	5,1	938	-1,8
4° trim.	125,3	6,9	121,9	7,6	3,4	109,7	2,3	-0,2	3,5	3,2	7,0	984	5,2
2007 1° trim.	127,7	8,5	124,5	7,6	2,7	109,7	1,7	0,4	2,5	4,4	4,3	949	-1,7
2006 dic.	127,0	1,8	123,5	4,0	4,1	110,2	3,0	0,2	4,4	4,3	8,0	1.029	13,2
2007 gen.	127,0	12,4	123,5	10,1	2,0	109,1	1,0	-0,3	1,6	2,5	3,8	941	-2,9
feb.	126,3	5,2	123,9	7,3	2,0	109,6	1,2	-0,7	2,6	4,9	3,9	936	-3,7
mar.	129,9	8,2	126,0	5,9	3,8	110,3	2,7	2,0	3,1	6,0	5,1	969	0,8
apr.	129,3	12,1	123,4	8,9	2,8	110,2	1,5	0,4	2,5	7,0	3,0	919	-5,8
mag.	.	.	.	.	1,7	109,6	0,4	0,4	0,3	.	.	963	-0,8
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2006 dic.	-	1,6	-	0,9	0,4	-	0,4	0,2	0,5	0,6	1,3	-	5,6
2007 gen.	-	0,0	-	0,0	-0,8	-	-0,9	-0,3	-1,2	-0,4	-2,3	-	-8,6
feb.	-	-0,6	-	0,4	0,4	-	0,4	0,2	0,7	1,1	0,4	-	-0,5
mar.	-	2,9	-	1,7	0,8	-	0,6	0,7	0,4	0,2	1,0	-	3,5
apr.	-	-0,5	-	-2,0	0,0	-	-0,1	-0,1	0,0	1,5	-0,9	-	-5,3
mag.	-	.	-	.	-0,2	-	-0,5	-0,3	-0,6	.	.	-	4,8

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 nella tavola 4 della sezione 5.2 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Nel 2000.

2) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 62,6 per cento dell'intero settore nel 2000.

3) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili.

5.2 Produzione e domanda

(saldi percentuali ¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Clima di fiducia delle famiglie ³⁾					
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003	93,1	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,2	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,9	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2006 2° trim.	106,8	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
3° trim.	108,2	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
4° trim.	109,9	6	6	4	15	84,2	-7	-3	-7	10	-9
2007 1° trim.	110,0	6	7	4	14	84,6	-5	-2	-5	6	-8
2° trim.	111,6	6	8	4	14	.	-2	-1	0	2	-7
2007 gen.	109,2	5	6	4	15	84,4	-7	-2	-7	8	-9
feb.	109,7	5	7	3	12	-	-5	-3	-4	5	-8
mar.	111,1	6	8	4	14	-	-4	-1	-3	5	-8
apr.	111,0	7	9	4	15	84,8	-4	-2	-3	3	-9
mag.	112,1	6	8	5	14	-	-1	-1	2	1	-6
giu.	111,7	6	7	4	15	-	-2	-1	2	2	-7

	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	0	4	-4	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	0	-5	5	0	3	14	13	18	13	18	23
2006 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
2007 1° trim.	0	-8	9	-1	1	16	12	21	16	21	25
2° trim.	0	-6	6	1	4	14	13	22	19	22	25
2007 gen.	1	-8	10	-1	2	16	11	20	16	19	23
feb.	0	-8	8	-1	0	16	12	20	15	21	24
mar.	0	-9	9	0	2	15	13	22	18	22	28
apr.	1	-6	7	0	3	17	15	23	19	24	25
mag.	0	-7	7	2	5	11	13	23	20	23	25
giu.	1	-5	6	1	4	13	12	21	18	21	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 per il periodo dal 1990 al 2006.
- 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	84,7	15,3	4,3	17,5	7,6	24,8	15,3	30,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,139	0,4	0,5	0,1	-2,7	-1,5	0,8	0,7	0,7	1,7
2004	137,340	0,9	0,8	1,5	-1,1	-1,3	1,4	1,0	2,1	1,7
2005	138,439	0,8	1,0	0,0	-1,4	-1,3	2,7	0,6	2,1	1,4
2006	140,386	1,4	1,5	1,0	-0,4	-0,2	2,8	1,2	3,5	1,4
2006 1° trim.	139,620	1,1	1,2	0,7	0,3	-0,6	2,1	0,8	2,9	1,3
2° trim.	140,286	1,5	1,6	1,4	1,2	-0,1	2,0	1,5	3,6	1,4
3° trim.	140,617	1,5	1,6	0,9	-1,0	0,1	3,0	1,3	3,9	1,3
4° trim.	141,021	1,5	1,5	1,0	-1,9	-0,3	4,0	1,3	3,6	1,4
2007 1° trim.	141,554	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.
variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)										
2006 1° trim.	0,717	0,5	0,4	1,0	0,1	-0,1	0,6	0,6	0,9	0,7
2° trim.	0,666	0,5	0,5	0,6	0,7	0,2	0,7	0,5	0,9	0,3
3° trim.	0,331	0,2	0,4	-0,4	-2,0	0,0	0,9	0,0	1,0	0,3
4° trim.	0,404	0,3	0,3	0,1	-0,5	-0,1	1,7	0,3	0,8	0,0
2007 1° trim.	0,533	0,4	.	.	.	.	.	.	.	.

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		75,4		24,6		48,0		52,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,539	8,7	9,344	7,4	3,195	17,9	5,983	7,3	6,556	10,4
2004	12,882	8,8	9,661	7,5	3,221	18,2	6,193	7,5	6,690	10,4
2005	12,660	8,6	9,569	7,4	3,090	17,7	6,140	7,4	6,520	10,0
2006	11,734	7,9	8,842	6,7	2,891	16,8	5,628	6,8	6,106	9,3
2006 1° trim.	12,212	8,2	9,191	7,0	3,021	17,4	5,837	7,0	6,375	9,7
2° trim.	11,777	7,9	8,910	6,8	2,867	16,6	5,693	6,8	6,084	9,3
3° trim.	11,577	7,8	8,709	6,6	2,869	16,7	5,541	6,6	6,037	9,2
4° trim.	11,328	7,6	8,490	6,4	2,838	16,5	5,373	6,4	5,955	9,0
2007 1° trim..	10,805	7,2	8,081	6,1	2,724	15,9	5,103	6,1	5,702	8,7
2006 dic.	11,208	7,5	8,388	6,3	2,819	16,4	5,328	6,4	5,880	8,9
2007 gen.	10,975	7,4	8,211	6,2	2,764	16,2	5,208	6,2	5,767	8,8
feb.	10,800	7,2	8,069	6,1	2,731	16,0	5,097	6,1	5,703	8,7
mar.	10,638	7,1	7,963	6,0	2,675	15,7	5,003	6,0	5,636	8,6
apr.	10,530	7,1	7,896	6,0	2,634	15,5	4,944	5,9	5,587	8,5
mag.	10,446	7,0	7,844	5,9	2,602	15,3	4,900	5,9	5,545	8,4

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 per l'occupazione, nel 2006 per la disoccupazione.

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



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

1. Area dell'euro: entrate

	Totale		Entrate correnti									Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
			Imposte dirette			Imposte indirette	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
1998	46,6	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	46,7	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	11,8	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	2,3	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3
2004	44,7	44,3	11,4	8,6	2,5	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,0
2005	45,1	44,7	11,6	8,7	2,7	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2
2006	45,8	45,5	12,2	8,8	3,1	13,9	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	42,0

2. Area dell'euro: spese

	Totale		Spese correnti							Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie ³⁾
			Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	48,9	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	24,8	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3
2003	48,2	44,3	10,5	5,0	3,3	25,5	22,7	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,9
2004	47,6	43,7	10,4	5,0	3,1	25,2	22,5	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,6	43,7	10,4	5,1	3,0	25,2	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,6
2006	47,4	43,3	10,3	5,0	2,9	25,1	22,3	1,7	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,4

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)		
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11		
1998	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,7	4,8	1,9	2,3	8,2	11,6	11,6
1999	-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	11,6
2000	-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	11,6
2001	-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	11,7
2002	-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	12,0
2003	-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	12,2
2004	-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	12,2
2005	-2,2	-0,3	-0,3	0,2	0,5	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3	12,3
2006	-1,6	-0,1	-0,2	0,3	1,4	20,4	10,3	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3	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
2003	0,1	-4,0	0,4	-6,2	0,0	-4,1	-3,5	0,4	-3,1	-1,6	-2,9	-2,8	2,5
2004	0,0	-3,7	1,4	-7,9	-0,2	-3,6	-3,5	-1,2	-1,8	-1,2	-3,3	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,2	1,0	-5,5	1,1	-3,0	-4,2	-0,3	-0,3	-1,6	-6,1	-1,5	2,7
2006	0,2	-1,7	2,9	-2,6	1,8	-2,5	-4,4	0,1	0,6	-1,1	-3,9	-1,4	3,9

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

1) Dati relativi agli Euro 13. 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
1997	73,9	2,8	16,0	6,4	48,8	55,5	28,4	13,6	13,5	18,4
1998	72,6	2,7	15,0	5,3	49,6	52,2	26,5	14,5	11,2	20,4
1999	71,8	2,9	14,2	4,2	50,5	48,5	25,3	11,9	11,2	23,3
2000	69,3	2,7	13,0	3,7	49,8	44,0	22,0	11,0	11,0	25,3
2001	68,2	2,8	12,3	4,0	49,2	41,9	20,5	10,3	11,0	26,3
2002	68,0	2,7	11,7	4,5	49,1	40,0	19,3	9,7	11,0	28,0
2003	69,2	2,1	12,3	5,0	49,9	39,3	19,4	10,2	9,8	29,9
2004	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6	37,5	18,4	9,9	9,2	32,2
2005	70,5	2,4	11,7	4,7	51,6	35,5	17,3	10,4	7,8	35,0
2006	68,9	2,5	11,4	4,1	51,0	32,8	17,6	7,6	7,5	36,2

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	73,9	61,9	6,0	5,4	0,6	9,4	64,5	8,4	18,1	25,3	30,6	71,9	2,0
1998	72,6	60,9	6,1	5,3	0,4	8,1	64,5	7,5	15,4	26,4	30,8	70,8	1,8
1999	71,8	60,3	6,0	5,1	0,4	7,3	64,5	6,6	13,6	27,9	30,4	69,7	2,1
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	5,8	13,4	27,9	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,8	0,4	7,0	61,3	5,0	13,7	26,8	27,8	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,8	0,4	7,6	60,4	5,0	15,3	25,2	27,5	66,6	1,5
2003	69,2	57,0	6,6	5,1	0,6	7,8	61,4	4,9	14,3	26,1	28,8	68,1	1,1
2004	69,7	57,4	6,7	5,1	0,4	7,8	61,8	4,6	14,3	26,5	28,9	68,6	1,1
2005	70,5	57,9	6,8	5,3	0,5	7,9	62,6	4,9	14,4	26,1	30,0	69,3	1,2
2006	68,9	56,3	6,6	5,4	0,6	7,5	61,4	4,6	13,7	25,2	30,0	68,0	0,9

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
2003	98,6	63,9	31,2	107,8	48,8	62,4	104,3	6,3	52,0	64,6	56,8	28,6	44,3
2004	94,3	65,7	29,7	108,5	46,2	64,3	103,8	6,6	52,6	63,9	58,2	28,9	44,1
2005	93,2	67,9	27,4	107,5	43,2	66,2	106,2	6,1	52,7	63,5	63,6	28,4	41,4
2006	89,1	67,9	24,9	104,6	39,9	63,9	106,8	6,8	48,7	62,2	64,7	27,8	39,1

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

- 1) Dati relativi agli Euro 13. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

6.3 Variazione del debito ¹⁾ (in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Effetto di aggregazione ⁵⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁶⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri creditori ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,8	-0,2	-2,0	3,8
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,4	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,2	-0,6	-0,2	2,1
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,3	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,6	0,7	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,2	1,0	-2,3	2,7

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
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	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	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,5	-0,1	0,0	0,0
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	-0,1	0,0	0,1
2005	3,1	-2,5	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1
2006	1,5	-1,6	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,5

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 13 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 2001.
- 6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 10) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale		Entrate correnti					Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
	1	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 4° trim.	49,7	49,2	13,9	14,0	16,6	2,9	1,0	0,5	0,3	44,8
2001 1° trim.	42,3	41,9	10,5	12,8	15,2	1,8	0,8	0,4	0,2	38,7
2° trim.	47,0	46,6	13,5	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
3° trim.	43,4	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
4° trim.	49,0	48,5	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	43,9
2002 1° trim.	42,0	41,6	10,1	12,8	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
2° trim.	45,7	45,2	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
3° trim.	43,5	43,0	11,2	12,7	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6
4° trim.	49,1	48,5	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 1° trim.	42,1	41,6	9,8	12,9	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
2° trim.	46,0	44,6	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	39,3
4° trim.	49,3	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 1° trim.	41,5	41,1	9,6	12,9	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,1
2° trim.	45,2	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
3° trim.	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,0
4° trim.	49,3	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,0
2005 1° trim.	42,2	41,6	10,0	13,0	15,4	1,7	0,6	0,5	0,2	38,6
2° trim.	45,0	44,3	11,9	13,3	15,3	2,0	1,0	0,6	0,3	40,9
3° trim.	43,4	42,7	11,0	12,9	15,3	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
4° trim.	49,5	48,8	13,5	14,4	16,2	2,9	0,9	0,8	0,3	44,3
2006 1° trim.	42,8	42,4	10,3	13,4	15,4	1,7	0,8	0,5	0,3	39,3
2° trim.	46,2	45,8	12,7	13,7	15,4	2,0	1,2	0,5	0,3	42,1
3° trim.	43,7	43,3	11,5	13,0	15,4	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
4° trim.	49,9	49,3	14,3	14,4	16,0	2,9	0,9	0,6	0,3	45,0

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale		Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	1	2	Totale 3	Redditi da lavoro dipendente 4	Consumi intermedi 5	Interessi 6	Trasfe- rimenti correnti 7	Pagamenti sociali 8	9	Investimenti 10	Trasferimenti in conto capitale 11		
2000 4° trim.	49,7	45,9	11,0	5,3	3,7	25,8	22,0	1,6	3,8	3,1	1,5	0,1	3,8
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	-2,6	1,2
4° trim.	51,1	46,1	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-2,0	1,5
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	-0,6
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	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
4° trim.	50,8	46,4	11,0	5,7	3,3	26,3	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
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	-5,0	-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	-1,4	2,0
3° trim.	47,0	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
4° trim.	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
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	-1,8
2° trim.	46,7	43,4	10,4	4,9	3,1	25,0	21,6	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
3° trim.	46,2	42,7	10,0	4,7	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
4° trim.	50,7	45,9	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,4	1,6
2005 1° trim.	47,1	43,4	10,3	4,7	3,1	25,3	21,5	1,2	3,8	1,9	1,9	-5,0	-1,9
2° trim.	46,6	43,2	10,3	5,0	3,2	24,7	21,5	1,1	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,6
3° trim.	45,9	42,4	9,9	4,8	2,9	24,8	21,4	1,2	3,4	2,5	0,9	-2,5	0,5
4° trim.	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,6
2006 1° trim.	45,9	42,7	10,1	4,6	3,0	25,1	21,4	1,2	3,2	1,9	1,2	-3,0	-0,1
2° trim.	46,3	42,9	10,3	4,9	3,1	24,5	21,4	1,1	3,4	2,4	1,0	0,0	3,1
3° trim.	46,3	42,1	9,8	4,7	2,9	24,6	21,2	1,2	4,3	2,5	1,7	-2,6	0,3
4° trim.	50,8	45,3	10,7	5,8	2,7	26,1	22,4	1,4	5,4	3,3	2,2	-0,9	1,8

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

- 1) Dati relativi agli Euro 13. Quelli 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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ²⁾

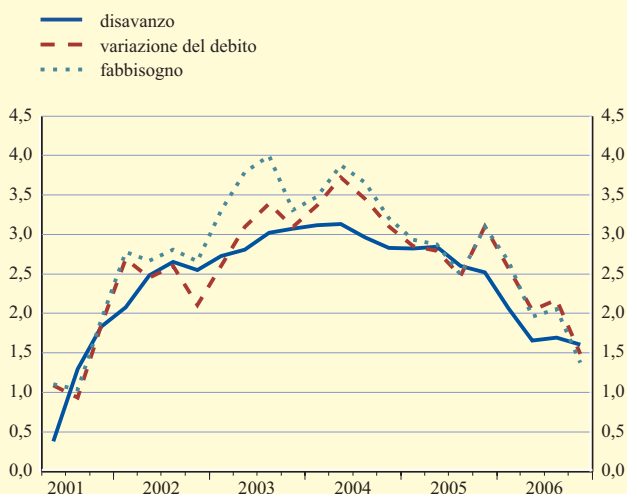
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2004 1° trim.	70,6	2,1	12,3	5,5	50,8
2° trim.	71,3	2,2	12,1	5,5	51,5
3° trim.	71,1	2,3	12,0	5,5	51,4
4° trim.	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6
2005 1° trim.	71,0	2,2	11,9	5,2	51,7
2° trim.	71,7	2,3	11,6	5,2	52,6
3° trim.	71,3	2,4	11,7	5,2	52,0
4° trim.	70,5	2,4	11,7	4,7	51,6
2006 1° trim.	70,9	2,5	11,7	4,9	51,8
2° trim.	71,1	2,5	11,6	4,9	52,0
3° trim.	70,6	2,5	11,6	4,7	51,7
4° trim.	68,9	2,5	11,4	4,1	51,0

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
2004 1° trim.	8,5	-5,1	3,4	1,9	1,4	-0,1	0,2	0,5	0,0	1,4	8,4
2° trim.	5,8	-1,5	4,3	4,0	3,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,3	5,8
3° trim.	1,8	-3,4	-1,6	-1,2	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,2	2,1
4° trim.		-1,4	-4,6	-3,3	-2,5	0,1	-0,2	-0,6	-0,2	-1,2	-3,0
2005 1° trim.	7,3	-5,0	2,3	2,2	1,3	0,1	0,3	0,5	0,1	0,0	7,2
2° trim.	5,5	-1,6	3,8	3,5	2,5	0,1	0,4	0,5	0,0	0,4	5,5
3° trim.	0,6	-2,5	-1,9	-2,5	-2,4	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,6
4° trim.		-1,2	-1,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,2	-0,5
2006 1° trim.	5,0	-3,0	1,9	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,9	5,2
2° trim.	3,3	0,0	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,3	0,7	-0,7	2,6
3° trim.	1,1	-2,6	-1,4	-0,8	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,8	1,0
4° trim.		-0,9	-3,9	-2,3	-1,4	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,6	-3,0

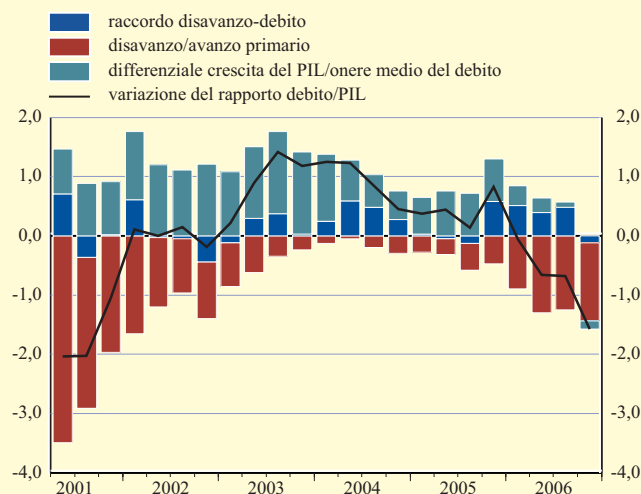
F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(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) Dati relativi agli Euro 13.

2) 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)

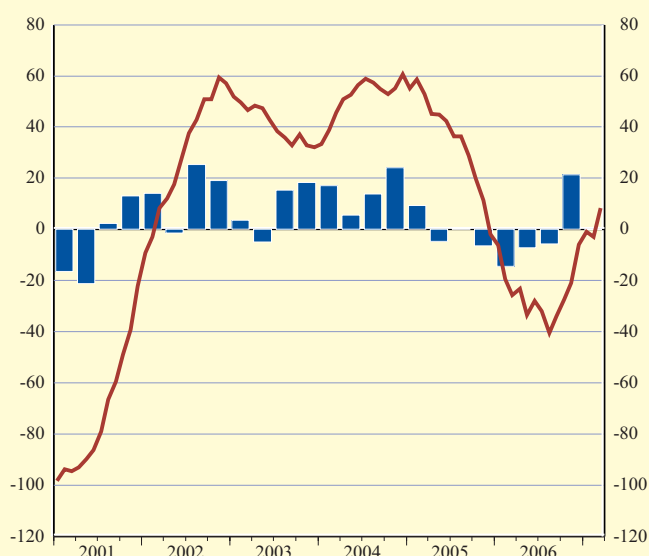
1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	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
2004	60,7	100,5	32,6	-13,7	-58,6	16,6	77,3	-18,7	-68,6	72,9	-8,3	-27,1	12,5	-58,6
2005	-1,9	45,4	34,8	-11,6	-70,5	12,1	10,3	25,5	-210,0	146,1	-13,9	85,3	18,0	-35,8
2006	-6,1	30,5	36,6	1,8	-75,0	11,3	5,3	134,0	-156,7	273,1	-2,6	21,7	-1,5	-139,3
2006 1° trim.		-3,5	5,0	4,4	-20,4	1,9	-12,6	72,8	-35,4	23,1	-7,6	86,8	5,9	-60,2
2° trim.	-7,2	6,8	12,5	-10,6	-15,8	1,3	-5,8	39,1	-20,0	97,6	-2,1	-34,9	-1,5	-33,3
3° trim.	-5,7	7,5	9,8	0,9	-23,9	2,1	-3,6	51,0	-43,9	22,3	7,9	67,8	-3,2	-47,4
4° trim.	21,3	19,7	9,3	7,1	-14,9	6,0	27,3	-28,8	-57,3	130,0	-0,8	-98,1	-2,7	1,5
2007 1° trim.	-0,1	8,6	6,8	2,5	-18,0	5,5	5,4	-6,4	-33,0	133,1	-14,4	-90,5	-1,5	1,0
2006 apr.	-5,7	1,1	3,3	-4,0	-6,2	0,3	-5,4	12,1	2,0	-9,0	-6,3	26,6	-1,2	-6,7
mag.		0,4	4,1	-9,5	-5,5	0,3	-10,3	25,6	-6,2	37,9	2,5	-6,9	-1,7	-15,3
giu.	9,1	5,3	5,0	2,9	-4,1	0,7	9,9	1,4	-15,8	68,7	1,8	-54,7	1,4	-11,2
lug.	-1,2	4,1	4,2	-1,1	-8,4	0,8	-0,4	8,2	-10,8	4,6	3,4	12,3	-1,3	-7,8
ago.	-5,9	-2,2	1,8	1,5	-7,0	1,0	-4,8	3,7	-5,5	-22,5	-2,5	35,0	-0,8	1,2
set.	1,4	5,6	3,8	0,5	-8,5	0,2	1,7	39,1	-27,7	40,2	7,1	20,5	-1,1	-40,7
ott.	1,8	6,0	3,3	0,4	-7,9	0,7	2,5	8,8	-12,8	35,3	5,8	-19,5	0,1	-11,3
nov.	5,7	7,8	2,3	2,7	-7,1	1,2	7,0	-8,4	-15,7	61,9	-2,1	-51,7	-0,8	1,5
dic.	13,8	5,9	3,6	4,1	0,2	4,1	17,9	-29,2	-28,8	32,8	-4,5	-26,8	-1,9	11,3
2007 gen.	-4,5	-3,0	0,6	-1,1	-1,0	2,5	-2,0	42,1	-12,3	35,4	-4,9	26,9	-3,1	-40,1
feb.	-5,7	2,5	2,9	0,4	-11,5	1,4	-4,3	-9,2	-12,4	26,2	-7,8	-14,7	-0,6	13,6
mar.	10,2	9,2	3,2	3,2	-5,5	1,6	11,7	-39,2	-8,4	71,4	-1,7	-102,7	2,1	27,5
apr.	-6,5	3,2	2,0	-4,4	-7,4	0,6	-5,9	18,2	-24,4	16,3	-3,4	31,4	-1,8	-12,2
flussi cumulati sui 12 mesi														
2007 apr.	7,6	44,7	37,1	-0,5	-73,7	15,2	22,8	60,9	-180,7	408,3	-6,4	-150,9	-9,4	-83,7

F30 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)

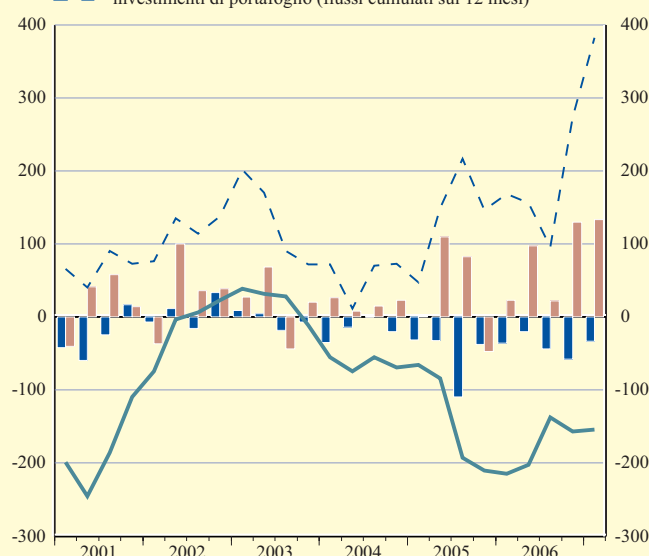
■ flussi trimestrali
— flussi cumulati sui 12 mesi



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

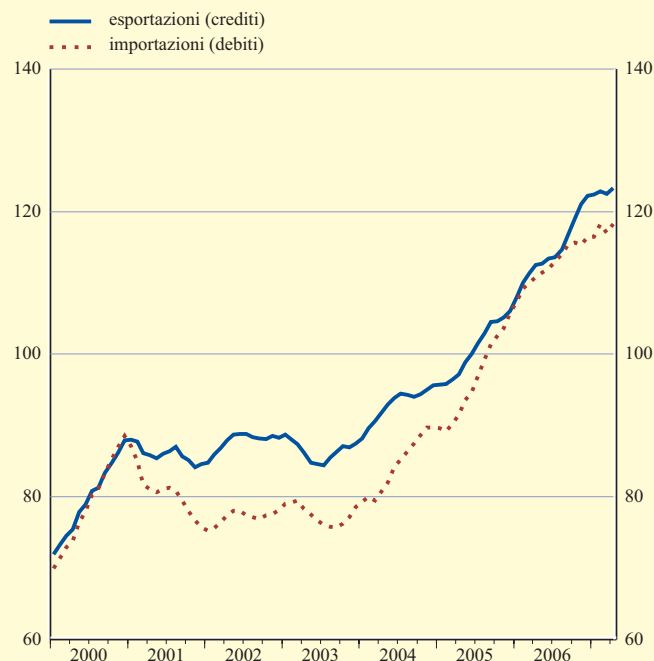
(miliardi di euro; transazioni)

2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente											Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti	Debiti
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2004	1.866,8	1.806,0	60,7	1.129,3	1.028,9	366,4	333,8	288,9	302,7	82,1	140,7	24,6	8,1
2005	2.066,1	2.067,9	-1,9	1.224,2	1.178,9	401,8	367,0	354,7	366,2	85,4	155,9	24,1	12,0
2006	2.338,7	2.344,8	-6,1	1.390,0	1.359,5	429,8	393,2	432,6	430,8	86,3	161,3	23,7	12,4
2006 1° trim.	545,2	559,7	-14,5	330,3	333,8	97,5	92,5	91,6	87,3	25,8	46,2	5,9	4,0
2° trim.	584,9	592,1	-7,2	343,5	336,6	107,5	95,1	116,4	127,0	17,5	33,4	4,5	3,2
3° trim.	575,8	581,4	-5,7	342,1	334,6	114,1	104,3	104,0	103,1	15,5	39,4	4,4	2,4
4° trim.	632,9	611,6	21,3	374,1	354,4	110,6	101,3	120,6	113,5	27,5	42,4	8,8	2,8
2007 1° trim.	606,6	606,6	-0,1	361,1	352,5	103,0	96,3	114,1	111,5	28,4	46,4	7,6	2,1
2007 feb.	196,2	201,9	-5,7	116,7	114,2	33,0	30,1	34,1	33,7	12,4	23,9	1,9	0,5
mar.	218,3	208,1	10,2	131,0	121,8	36,7	33,4	43,9	40,7	6,7	12,1	2,1	0,6
apr.	200,9	207,5	-6,5	119,2	116,0	35,5	33,5	41,2	45,6	5,0	12,3	1,3	0,7
Dati destagionalizzati													
2006 1° trim.	560,4	566,6	-6,2	333,9	330,0	106,5	96,6	98,0	99,8	22,0	40,2	.	.
2° trim.	576,3	580,8	-4,5	340,4	335,9	107,3	98,1	107,6	109,3	21,0	37,4	.	.
3° trim.	590,0	594,5	-4,4	350,5	346,2	107,0	98,3	111,1	109,1	21,5	40,8	.	.
4° trim.	614,6	603,7	10,8	366,7	349,3	109,4	100,5	114,6	111,5	23,8	42,5	.	.
2007 1° trim.	625,8	619,3	6,5	367,4	351,0	112,7	100,8	122,3	128,0	23,3	39,6	.	.
2006 ago.	195,8	199,4	-3,6	116,0	115,7	35,6	32,7	36,9	37,3	7,3	13,7	.	.
set.	202,5	199,4	3,1	121,1	116,1	35,9	33,1	38,2	36,6	7,4	13,6	.	.
ott.	200,3	196,9	3,4	119,7	115,0	35,7	33,5	36,8	33,6	8,1	14,8	.	.
nov.	199,8	199,1	0,7	122,2	114,7	36,7	33,8	35,1	36,8	5,8	14,0	.	.
dic.	214,4	207,7	6,8	124,8	119,6	37,0	33,3	42,8	41,1	9,8	13,7	.	.
2007 gen.	202,0	198,5	3,5	120,2	115,2	36,8	33,8	40,2	40,3	4,8	9,2	.	.
feb.	211,8	215,5	-3,7	123,5	119,8	37,3	33,2	38,5	43,4	12,4	19,1	.	.
mar.	212,0	205,3	6,7	123,7	115,9	38,6	33,9	43,6	44,2	6,1	11,4	.	.
apr.	204,9	208,8	-4,0	122,6	119,1	37,9	35,7	38,5	39,3	5,9	14,7	.	.

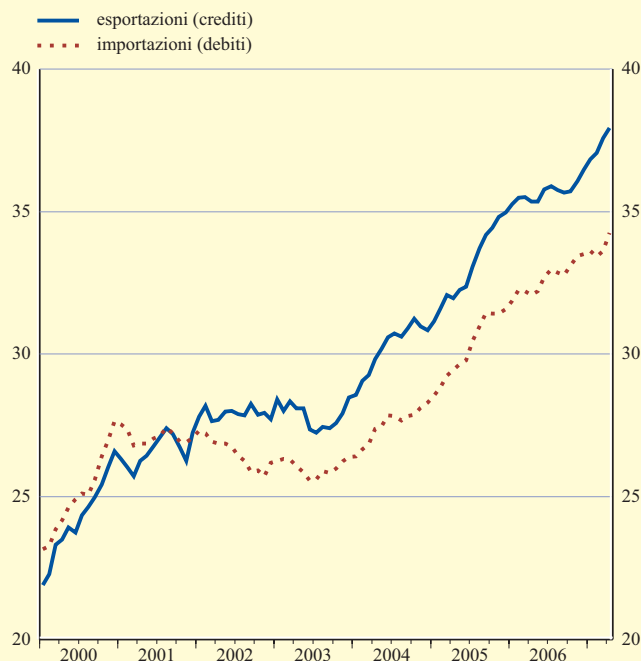
F32 Conto dei beni

(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	
					Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi			
	Crediti 1	Debiti 2	Crediti 3	Debiti 4	Crediti 5	Debiti 6	Crediti 7	Debiti 8	Crediti 9	Debiti 10	Crediti 11	Debiti 12	Crediti 13	Debiti 14
2004	15,5	7,9	273,4	294,7	100,6	76,2	13,4	12,8	24,5	56,2	67,7	77,0	67,2	72,4
2005	15,7	9,3	339,0	357,0	121,5	89,1	14,0	13,5	31,3	71,2	78,1	82,4	94,1	100,7
2006	16,1	10,0	416,5	420,8	124,4	66,7	18,4	16,3	38,0	99,4	100,0	89,6	135,7	148,8
2005 4° trim.	4,1	2,4	99,7	104,1	38,7	33,1	4,2	4,1	7,3	14,0	20,9	23,3	28,6	29,7
2006 1° trim.	4,0	2,2	87,6	85,1	22,9	12,9	4,2	3,4	8,2	16,0	22,7	21,8	29,6	31,0
2° trim.	4,0	2,4	112,4	124,6	38,1	18,6	4,5	4,0	13,2	43,0	24,0	23,1	32,5	36,0
3° trim.	4,0	2,9	100,0	100,1	26,8	15,4	4,5	4,1	8,5	21,4	25,8	21,2	34,4	38,1
4° trim.	4,2	2,5	116,5	111,0	36,6	19,8	5,2	4,9	8,0	19,0	27,5	23,6	39,3	43,7

4. Investimenti diretti (transazioni nette)

	All'estero da residenti							Nell'area dell'euro da non residenti						
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	-161,0	-171,1	-21,4	-149,8	10,1	0,1	10,0	92,4	95,7	0,7	95,0	-3,3	0,5	-3,8
2005	-301,6	-242,0	-11,0	-230,9	-59,7	-0,2	-59,5	91,6	64,0	0,7	63,2	27,7	-0,3	28,0
2006	-314,8	-264,2	-34,7	-229,5	-50,6	-1,0	-49,6	158,1	128,8	4,3	124,6	29,3	0,3	29,0
2006 1° trim.	-56,3	-49,6	-1,7	-47,9	-6,8	0,2	-7,0	20,9	17,8	1,6	16,2	3,1	-0,3	3,5
2° trim.	-112,5	-92,0	-6,5	-85,5	-20,5	-0,6	-19,9	92,5	79,6	0,5	79,1	12,8	1,0	11,9
3° trim.	-73,5	-65,1	-10,4	-54,6	-8,4	0,2	-8,6	29,6	25,6	1,2	24,4	4,0	-0,3	4,3
4° trim.	-72,5	-57,5	-16,1	-41,4	-14,9	-0,7	-14,2	15,2	5,8	0,9	4,9	9,4	0,0	9,4
2007 1° trim.	-75,7	-55,4	-10,5	-44,9	-20,3	2,2	-22,5	42,7	8,8	0,7	8,1	33,9	-1,1	35,0
2006 apr.	-83,0	-60,2	-1,7	-58,4	-22,8	-0,3	-22,5	85,0	71,4	0,0	71,3	13,6	0,2	13,4
mag.	-16,2	-20,4	-3,5	-16,9	4,2	-0,2	4,4	10,0	8,3	0,4	7,9	1,7	0,4	1,3
giu.	-13,3	-11,4	-1,2	-10,2	-1,9	-0,1	-1,8	-2,5	0,0	0,1	-0,1	-2,4	0,4	-2,8
lug.	-21,1	-18,1	-1,5	-16,5	-3,1	0,1	-3,1	10,3	7,1	0,4	6,7	3,3	-0,1	3,4
ago.	-4,3	-7,4	-3,6	-3,8	3,1	0,0	3,1	-1,2	4,6	0,4	4,1	-5,7	-0,1	-5,6
set.	-48,0	-39,6	-5,3	-34,3	-8,5	0,1	-8,5	20,4	14,0	0,4	13,6	6,4	-0,1	6,5
ott.	-22,2	-13,2	-5,8	-7,5	-9,0	0,1	-9,1	9,4	3,4	1,1	2,3	6,0	1,5	4,4
nov.	-12,3	-16,2	-1,9	-14,3	3,8	-0,2	4,0	-3,3	-3,8	-0,2	-3,6	0,5	-1,7	2,1
dic.	-37,9	-28,1	-8,5	-19,6	-9,8	-0,7	-9,1	9,1	6,2	0,0	6,2	3,0	0,1	2,9
2007 gen.	-24,3	-25,8	-2,6	-23,2	1,5	2,3	-0,8	12,0	2,0	0,2	1,8	10,1	-1,1	11,2
feb.	-29,6	-10,8	-0,1	-10,7	-18,8	-0,3	-18,5	17,2	7,7	4,2	3,5	9,4	0,2	9,2
mar.	-21,9	-18,9	-7,8	-11,1	-3,0	0,2	-3,2	13,5	-0,9	-3,7	2,8	14,4	-0,2	14,6
apr.	-30,0	-18,9	-1,2	-17,7	-11,1	-0,4	-10,7	5,6	4,9	-0,1	5,0	0,7	0,6	0,2

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni				Passività	Titoli di debito									
						Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario				
	Attività			Passività		Attività			Passività	Attività			Passività		
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			
														Amministrazioni pubbliche	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2004	0,0	-22,4	-84,1	-3,7	126,8	0,6	-81,9	-98,1	-2,1	273,5	0,0	-43,1	-14,9	0,1	16,5
2005	-0,1	-14,4	-119,8	-3,5	263,2	-0,7	-119,6	-142,2	-0,8	248,6	0,1	-14,5	-0,1	0,1	45,6
2006	0,0	-27,9	-101,5	-6,1	290,3	-2,4	-166,4	-117,6	-1,1	459,3	-0,1	-48,7	-12,5	0,1	0,6
2006 1° trim.	0,0	-19,5	-77,6	-0,8	120,4	-0,2	-53,9	-36,1	-0,2	81,7	0,7	2,5	-10,0	-3,8	15,2
2° trim.	0,0	11,1	7,2	-2,6	32,8	1,0	-23,4	-25,6	0,1	116,5	-3,2	-7,6	-0,7	-3,2	-10,4
3° trim.	0,0	-4,7	-23,7	-0,9	53,5	-0,4	-51,9	-15,7	-0,2	80,9	1,9	-25,0	0,7	3,1	6,8
4° trim.	0,0	-14,8	-7,4	-1,8	83,6	-2,8	-37,2	-40,2	-0,8	180,2	0,6	-18,5	-2,4	4,0	-10,9
2007 1° trim.	0,0	-16,5	0,8	-	110,5	-0,6	-50,0	-41,9	-	133,5	0,7	-25,5	-2,9	-	24,5
2006 apr.	0,0	3,3	-6,0	-	-11,5	0,2	-6,1	-10,7	-	25,3	-1,1	-7,1	0,6	-	4,2
mag.	0,0	3,2	12,3	-	-16,4	0,1	-10,8	-12,2	-	65,3	-1,6	-2,2	-2,0	-	2,3
giu.	0,0	4,5	1,0	-	60,7	0,6	-6,4	-2,7	-	25,9	-0,4	1,7	0,7	-	-16,8
lug.	0,0	3,2	-11,7	-	42,8	0,2	-13,2	-2,0	-	6,2	0,4	-18,1	-1,1	-	-2,0
ago.	0,0	-4,7	-7,2	-	-13,6	0,0	-8,9	-9,1	-	15,1	1,0	0,2	1,2	-	3,3
set.	0,0	-3,2	-4,8	-	24,2	-0,6	-29,8	-4,6	-	59,6	0,5	-7,1	0,5	-	5,5
ott.	0,0	-5,8	-2,1	-	23,9	-1,8	-14,6	-19,4	-	52,7	0,4	-5,8	-5,3	-	13,1
nov.	0,0	-0,8	-7,4	-	27,2	-0,5	-24,7	-9,7	-	69,6	0,3	-9,6	5,0	-	12,5
dic.	0,0	-8,2	2,1	-	32,4	-0,6	2,1	-11,1	-	57,9	-0,1	-3,1	-2,1	-	-36,6
2007 gen.	0,0	-6,0	-3,4	-	43,6	-0,1	-32,2	-11,1	-	35,7	0,5	-8,4	-2,2	-	18,9
feb.	0,0	-14,7	-7,5	-	40,4	0,0	-15,5	-14,0	-	35,6	0,1	-4,3	1,5	-	4,6
mar.	0,0	4,1	11,8	-	26,9	-0,5	-2,4	-16,8	-	62,2	0,2	-12,8	-2,2	-	1,0
apr.	0,0	1,0	-12,0	-	2,7	0,0	-22,8	-5,7	-	38,8	0,0	-3,2	0,2	-	17,2

6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche			IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori		
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Banconote, monete e depositi	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	
2004	-310,7	283,6	0,4	7,8	-1,6	-2,0	-3,8	-260,1	245,7	6,2	-17,0	-266,3	262,7	-49,3	-9,1	33,8
2005	-569,1	654,3	-0,9	6,7	5,1	-2,4	-2,2	-395,5	483,5	-96,9	55,3	-298,6	428,2	-177,7	-6,0	166,4
2006	-751,0	772,6	-2,9	18,6	3,4	-3,0	1,2	-522,1	489,1	-133,3	82,5	-388,8	406,6	-229,3	25,6	263,7
2006 1° trim.	-219,2	305,9	-3,2	7,0	7,6	3,8	-2,2	-135,7	222,9	-12,9	13,1	-122,8	209,8	-87,8	-10,5	78,3
2° trim.	-113,7	78,8	0,9	2,1	-11,0	-12,1	0,3	-57,5	9,0	-15,1	21,6	-42,4	-12,5	-46,0	6,7	67,4
3° trim.	-144,5	212,3	0,5	4,9	12,3	8,5	6,3	-119,9	161,7	-32,6	21,3	-87,3	140,5	-37,4	10,7	39,4
4° trim.	-273,6	175,6	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-209,1	95,4	-72,8	26,6	-136,3	68,8	-58,0	18,7	78,7
2007 1° trim.	-388,5	298,0	-5,4	9,4	3,9	5,5	1,1	-280,1	249,9	-60,9	22,8	-219,2	227,2	-106,9	-37,0	37,6
2006 apr.	-86,2	112,8	0,0	-1,4	-4,5	-4,9	4,3	-64,6	81,7	-0,1	10,1	-64,5	71,6	-17,1	2,9	28,3
mag.	-75,7	68,8	0,1	4,4	-4,3	-4,7	-4,7	-45,0	40,4	-3,0	2,5	-42,0	38,0	-26,4	-7,0	28,7
giu.	48,2	-102,9	0,8	-0,9	-2,2	-2,6	0,7	52,1	-113,0	-11,9	9,0	64,1	-122,0	-2,5	10,8	10,3
lug.	-58,8	71,1	1,6	1,0	7,2	7,1	2,1	-48,5	64,9	-10,4	8,6	-38,1	56,3	-19,1	8,0	3,1
ago.	11,1	23,9	-1,5	1,3	0,6	0,0	-0,6	7,3	18,7	-7,1	6,7	14,4	12,0	4,8	0,2	4,5
set.	-96,8	117,3	0,5	2,5	4,6	1,5	4,8	-78,6	78,1	-15,1	6,0	-63,5	72,1	-23,2	2,5	31,8
ott.	-104,7	85,2	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,0	63,2	-41,8	5,0	-36,2	58,3	-23,8	3,3	25,2
nov.	-148,4	96,7	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-105,9	70,3	-10,5	27,3	-95,4	42,9	-39,2	-8,4	21,6
dic.	-20,5	-6,3	-1,1	2,5	0,7	5,2	-2,7	-25,2	-38,1	-20,5	-5,7	-4,7	-32,4	5,0	23,9	31,9
2007 gen.	-141,9	168,8	-1,5	5,7	1,0	1,3	-5,3	-91,7	144,7	-27,1	9,4	-64,6	135,3	-49,6	-30,7	23,6
feb.	-126,2	111,6	-3,5	0,4	0,1	1,6	4,6	-89,8	78,2	-4,7	7,8	-85,1	70,3	-33,1	-10,3	28,4
mar.	-120,4	17,6	-0,4	3,2	2,8	2,6	1,8	-98,6	27,0	-29,2	5,5	-69,5	21,5	-24,2	4,0	-14,4
apr.	-154,3	185,7	0,8	2,3	1,1	-2,3	0,6	-125,6	163,8	-17,0	9,1	-108,6	154,7	-30,5	-7,0	19,1

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	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
2004	0,6	-0,3	7,8	0,0	0,0	-0,4	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,7	-0,2
2005	-0,9	0,0	6,6	0,0	0,0	6,3	8,8	-2,4	-1,1	0,0	-1,9	-0,3
2006	-2,9	0,0	18,6	0,0	0,0	4,2	7,2	-3,0	-0,8	0,0	1,3	-0,1
2005 4° trim.	-1,2	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.	-3,2	0,0	6,9	0,1	0,0	7,7	4,0	3,8	-0,2	0,0	-1,8	-0,4
2° trim.	0,9	0,0	2,1	0,0	0,0	-10,8	1,4	-12,1	-0,3	0,0	0,2	0,1
3° trim.	0,5	0,0	4,8	0,0	0,0	12,3	3,7	8,5	0,1	0,0	6,2	0,1
4° trim.	-1,1	0,0	4,7	0,0	0,0	-5,0	-1,9	-3,2	-0,4	0,0	-3,3	0,0

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	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
2004	-256,2	-4,0	242,8	2,9	-6,2	-39,0	-30,0	-9,1	-4,1	9,5	22,8	1,6
2005	-392,3	-3,2	481,9	1,6	-8,9	-152,2	-146,2	-6,0	-16,7	11,8	148,8	5,8
2006	-517,9	-4,2	486,1	3,0	-6,9	-215,8	-241,5	25,6	-6,5	8,6	252,8	2,3
2005 4° trim.	-90,7	3,4	125,0	-4,8	-1,9	-36,2	-50,1	13,9	1,0	5,0	50,3	0,8
2006 1° trim.	-131,8	-3,9	217,0	5,9	-3,8	-75,7	-65,2	-10,5	-8,4	4,4	68,2	5,6
2° trim.	-58,0	0,5	14,6	-5,6	-3,7	-44,2	-50,9	6,7	1,9	4,1	67,9	-4,7
3° trim.	-118,8	-1,0	159,5	2,3	2,4	-36,0	-46,8	10,7	-3,8	3,2	33,2	3,0
4° trim.	-209,3	0,3	95,0	0,4	-1,8	-59,9	-78,6	18,7	3,7	-3,2	83,4	-1,6

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
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,8	-2,9	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
2006	-1,5	4,2	-0,5	5,2	-10,6	6,1	-2,8	0,0	-19,4	5,5	0,0	0,2
2005 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.	5,9	0,8	0,0	3,4	2,2	6,2	-4,8	0,0	-4,1	4,9	0,0	-0,5
2° trim.	-1,5	1,4	0,0	-0,5	-3,1	0,9	2,4	0,0	-7,2	0,7	0,0	0,7
3° trim.	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,6	1,0	-2,9	0,0	-4,1	1,4	0,0	0,0
4° trim.	-2,7	1,1	-0,2	1,6	-5,1	-2,0	2,5	0,0	-4,0	-1,5	0,0	0,0

Fonte: BCE.

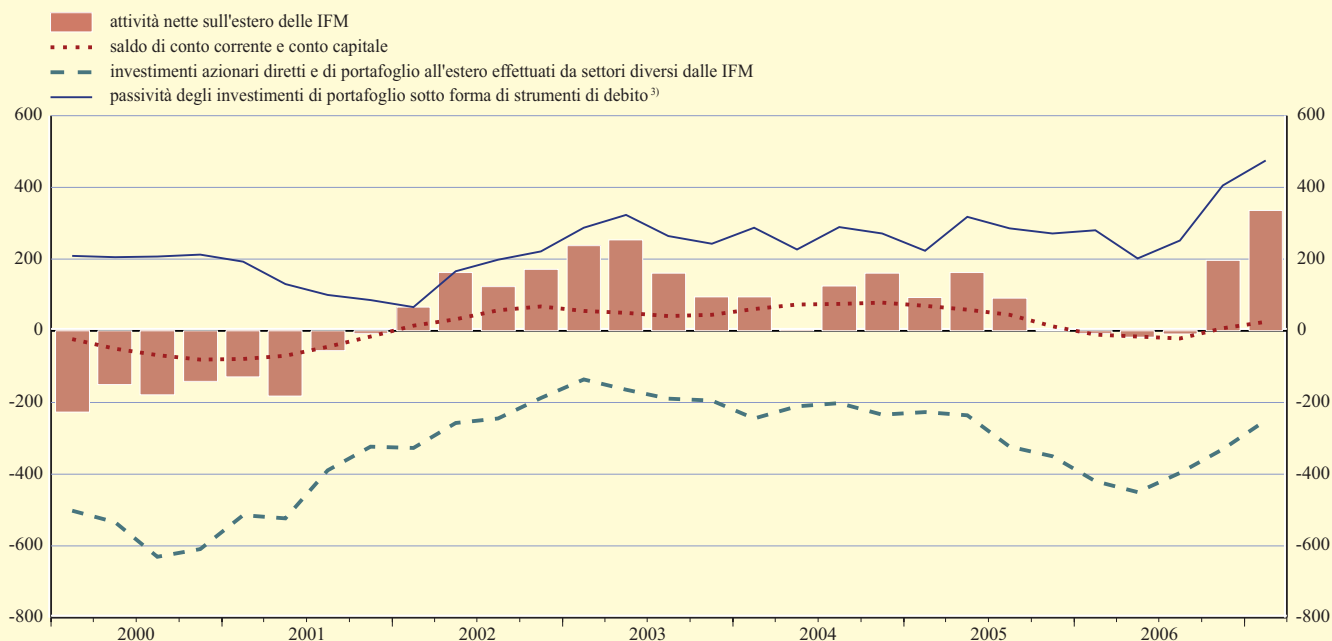
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

(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 ²⁾	Strumenti di debito ³⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	79,1	-139,7	91,7	-196,8	116,9	270,5	-51,0	29,7	-8,3	-58,0	134,0	160,8
2005	12,0	-290,5	92,0	-261,6	220,2	270,4	-172,6	164,2	-13,9	-35,8	-15,5	0,5
2006	7,6	-279,1	157,8	-231,1	229,3	404,5	-225,7	264,7	-2,6	-140,4	185,1	196,3
2006 1° trim.	-11,9	-54,8	21,3	-123,6	115,4	74,7	-80,1	76,1	-7,6	-60,0	-50,7	-38,1
2° trim.	-5,5	-105,4	91,5	-19,0	26,3	101,5	-56,9	67,7	-2,1	-34,2	63,8	60,2
3° trim.	-2,9	-63,3	29,8	-38,7	20,2	78,1	-25,1	45,6	7,9	-47,4	4,3	2,1
4° trim.	27,9	-55,5	15,3	-49,8	67,5	150,2	-63,5	75,3	-0,8	1,2	167,6	172,1
2007 1° trim.	5,4	-67,4	43,8	-44,0	91,8	145,2	-103,0	38,7	-14,4	1,4	97,6	100,7
2006 apr.	-5,3	-80,9	84,7	-16,2	-15,6	19,8	-21,5	32,6	-6,3	-7,6	-16,4	-16,4
mag.	-10,1	-12,5	9,6	-1,9	-16,7	63,3	-30,7	24,0	2,5	-15,4	12,0	6,4
giu.	9,9	-12,0	-2,8	-0,9	58,7	18,4	-4,8	11,1	1,8	-11,1	68,2	70,3
lug.	-0,2	-19,7	10,4	-14,8	24,6	7,6	-11,9	5,2	3,4	-8,0	-3,2	3,9
ago.	-4,6	-0,7	-1,1	-15,1	-8,4	11,1	5,4	3,8	-2,5	1,2	-11,0	-19,0
set.	2,0	-42,9	20,4	-8,9	4,0	59,4	-18,5	36,6	7,1	-40,6	18,6	17,2
ott.	2,6	-16,5	7,9	-26,8	13,4	49,5	-26,2	23,0	5,8	-11,9	20,8	25,8
nov.	7,1	-10,2	-1,6	-12,0	31,7	77,1	-43,0	23,1	-2,1	1,3	71,4	65,2
dic.	18,1	-28,8	9,0	-11,0	22,3	23,6	5,6	29,2	-4,5	11,8	75,4	81,1
2007 gen.	-2,0	-24,0	13,1	-16,7	33,6	48,1	-48,6	18,3	-4,9	-40,1	-23,1	-23,2
feb.	-4,3	-29,2	17,0	-20,0	45,0	35,8	-33,0	33,0	-7,8	13,6	50,0	39,4
mar.	11,7	-14,3	13,7	-7,2	13,6	61,3	-21,4	-12,7	-1,7	27,5	70,6	84,5
apr.	-5,9	-28,3	5,1	-17,5	0,5	35,0	-29,4	19,6	-3,4	-12,2	-36,7	-39,1
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2007 apr.	24,3	-239,1	100,7	-152,8	222,3	490,2	-256,5	214,3	-6,4	-84,0	313,0	312,5

F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

7.3 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 27 (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 1° trim. 2006 al 4° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	2.338,7	880,1	47,9	73,5	453,6	244,4	60,7	31,0	54,6	153,1	384,9	835,1
Beni	1.390,0	500,1	31,5	49,7	224,3	194,5	0,1	17,8	34,1	77,8	200,9	559,3
Servizi	429,8	154,3	8,7	11,7	104,3	24,5	5,2	6,1	11,3	41,9	79,6	136,6
Redditi	432,6	162,4	7,2	11,5	114,5	22,9	6,3	6,8	8,9	27,3	97,9	129,3
di cui: redditi da capitale	416,5	157,0	7,1	11,4	112,8	22,7	3,0	6,7	8,9	21,0	96,5	126,5
Trasferimenti correnti	86,3	63,3	0,5	0,7	10,4	2,5	49,2	0,4	0,2	6,1	6,5	9,8
Conto capitale	23,7	18,8	0,0	0,0	0,8	0,2	17,7	0,0	0,4	0,4	0,9	3,2
Debiti												
Conto corrente	2.344,8	778,3	39,6	71,9	380,2	190,0	96,6	22,5	87,7	144,4	326,4	985,6
Beni	1.359,5	397,5	27,2	45,9	172,5	152,0	0,0	10,6	53,6	68,1	131,8	697,8
Servizi	393,2	126,8	7,2	9,3	82,8	27,4	0,1	5,6	7,7	30,8	86,5	135,8
Redditi	430,8	151,2	4,8	15,8	115,7	7,6	7,4	4,9	26,0	40,1	101,0	107,7
di cui: redditi da capitale	420,8	145,7	4,7	15,7	114,5	3,4	7,4	4,8	25,9	39,6	100,1	104,7
Trasferimenti correnti	161,3	102,7	0,5	0,8	9,2	3,1	89,2	1,4	0,4	5,4	7,1	44,3
Conto capitale	12,4	2,0	0,0	0,2	1,2	0,3	0,2	0,1	0,0	0,5	1,2	8,5
Saldo												
Conto corrente	-6,1	101,8	8,3	1,6	73,4	54,4	-35,9	8,5	-33,1	8,7	58,5	-150,5
Beni	30,5	102,6	4,3	3,8	51,9	42,6	0,1	7,2	-19,4	9,7	69,1	-138,5
Servizi	36,6	27,5	1,5	2,3	21,5	-3,0	5,1	0,5	3,6	11,1	-6,9	0,8
Redditi	1,8	11,2	2,5	-4,3	-1,2	15,3	-1,1	1,9	-17,0	-12,8	-3,1	21,6
di cui: redditi da capitale	-4,4	11,3	2,4	-4,3	-1,8	19,4	-4,4	1,9	-17,0	-18,6	-3,6	21,7
Trasferimenti correnti	-75,0	-39,4	0,0	-0,2	1,2	-0,5	-40,0	-1,0	-0,3	0,7	-0,6	-34,4
Conto capitale	11,3	16,8	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	17,5	-0,1	0,4	-0,1	-0,3	-5,3

2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (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 1° trim. 2006 al 4° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-156,7	-70,6	2,6	11,0	-52,7	-31,6	0,1	-6,9	11,7	-3,7	-47,3	9,4	-49,4
All'estero	-314,8	-159,2	-0,5	3,8	-131,0	-31,5	0,0	-9,9	4,0	-8,4	-66,1	-25,2	-50,0
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-264,2	-148,1	-0,8	4,1	-123,6	-27,8	0,0	-8,0	6,8	-1,0	-47,4	-17,7	-48,8
Debito	-50,6	-11,0	0,3	-0,3	-7,4	-3,7	0,0	-1,8	-2,9	-7,4	-18,8	-7,5	-1,2
Nell'area dell'euro	158,1	88,6	3,1	7,2	78,3	-0,1	0,1	3,0	7,8	4,7	18,8	34,6	0,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	128,8	66,6	2,7	4,0	60,6	-0,9	0,1	0,3	4,8	10,2	1,1	42,3	3,6
Debito	29,3	22,0	0,4	3,2	17,6	0,8	0,0	2,7	3,0	-5,5	17,8	-7,7	-3,0

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 27 (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 1° trim. 2006 al 4° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti di portafoglio: attività	-477,1	-125,3	-2,5	-12,9	-100,4	-8,3	-1,2	-7,7	-6,8	-5,2	-161,0	-96,3	-74,7
Azioni e altre partecipazioni	-129,5	-5,5	0,7	-3,3	-2,4	-0,4	-0,1	-2,2	-14,4	-1,5	-43,5	-30,5	-31,9
Strumenti di debito	-347,6	-119,8	-3,2	-9,6	-98,0	-8,0	-1,0	-5,5	7,5	-3,7	-117,5	-65,8	-42,8
Obbligazioni e notes	-286,4	-89,6	-2,3	-9,2	-69,9	-7,2	-1,0	-4,8	-3,1	-1,5	-93,9	-47,7	-45,8
Strumenti di mercato monetario	-61,3	-30,2	-0,9	-0,4	-28,1	-0,7	-0,1	-0,7	10,6	-2,3	-23,6	-18,1	3,0

4. Bilancia dei pagamenti: altri investimenti distinti per settore (transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (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 1° trim. 2006 al 4° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Altri investimenti	21,7	-80,8	-16,8	7,4	-71,6	-15,6	15,7	2,0	41,7	-28,0	21,0	27,3	15,7	22,8
Attività	-751,0	-548,6	-36,2	-3,4	-473,1	-36,2	0,3	-0,3	26,0	-57,4	-49,0	-71,5	-2,0	-48,0
Amministrazioni pubbliche	3,4	-6,3	-1,9	0,2	-5,0	0,1	0,2	0,1	-0,4	0,0	0,2	0,1	-1,2	10,9
IFM	-525,0	-356,2	-33,6	0,1	-290,9	-32,0	0,2	-1,4	24,5	-50,7	-53,1	-42,8	-0,9	-44,4
Altri settori	-229,3	-186,1	-0,7	-3,7	-177,2	-4,3	-0,1	1,0	1,8	-6,7	3,8	-28,7	0,1	-14,5
Passività	772,6	467,8	19,5	10,8	401,5	20,6	15,4	2,3	15,8	29,4	70,0	98,8	17,7	70,8
Amministrazioni pubbliche	1,2	2,0	0,0	0,0	0,1	0,0	1,8	0,0	-0,2	-0,6	-0,7	0,1	2,8	-2,1
IFM	507,7	256,2	19,5	9,4	208,0	17,4	1,9	1,1	12,6	26,3	37,7	94,1	15,0	64,6
Altri settori	263,7	209,6	0,0	1,4	193,3	3,2	11,7	1,2	3,4	3,6	33,0	4,6	-0,1	8,4

5. Posizione patrimoniale sull'estero (consistenze di fine periodo)

	Totale	Unione Europea 27 (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	324,1	-142,8	0,8	-17,3	-292,9	166,8	-0,2	25,2	4,7	35,3	-1,6	-13,9	-0,3	417,5
All'estero	2.710,3	957,2	33,8	81,0	651,8	190,6	0,0	76,1	68,8	241,8	558,1	316,1	0,0	492,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	2.184,8	753,5	29,7	56,8	502,1	164,9	0,0	64,9	63,6	193,8	419,2	297,1	0,0	392,8
Debito	525,4	203,7	4,1	24,2	149,6	25,7	0,0	11,2	5,2	48,1	138,9	19,0	0,0	99,4
Nell'area dell'euro	2.386,2	1.100,0	33,0	98,3	944,7	23,8	0,2	50,9	64,1	206,6	559,6	330,0	0,3	74,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.777,9	874,0	26,9	81,9	757,1	8,0	0,1	45,9	53,5	142,2	396,0	199,7	0,0	66,7
Debito	608,2	226,0	6,1	16,4	187,6	15,8	0,1	5,1	10,7	64,4	163,6	130,2	0,3	8,0
Investimenti di portafoglio:														
attività	3.874,9	1.202,7	61,2	119,3	861,3	90,8	70,0	83,4	270,4	122,3	1.308,8	411,5	30,8	445,0
Azioni e altre partecipazioni	1.733,6	422,4	10,9	46,5	342,4	22,6	0,0	21,7	182,4	112,1	617,1	155,6	1,4	220,9
Strumenti di debito	2.141,3	780,3	50,3	72,8	519,0	68,2	70,0	61,7	88,0	10,2	691,7	255,9	29,4	224,1
Obbligazioni e notes	1.826,7	652,8	45,9	61,6	408,2	67,2	69,9	60,2	62,4	7,8	592,5	228,7	28,7	193,7
Strumenti di mercato monetario	314,6	127,5	4,3	11,2	110,8	1,0	0,1	1,5	25,6	2,4	99,2	27,2	0,7	30,5
Altri investimenti	-304,2	-50,7	51,8	15,4	17,8	9,3	-145,0	4,5	9,4	-81,5	-13,0	-216,6	-22,8	66,4
Attività	3.664,7	1.872,1	77,0	62,0	1.618,3	105,1	9,8	21,7	92,6	209,2	510,6	354,2	41,8	562,6
Amministrazioni pubbliche	102,2	17,4	0,2	0,3	8,9	0,5	7,5	0,1	0,1	0,1	3,3	1,2	35,8	44,2
IFM	2.515,2	1.432,7	65,7	44,5	1.243,0	78,5	0,9	11,6	67,1	122,0	316,3	245,0	5,4	315,2
Altri settori	1.047,4	422,0	11,0	17,2	366,4	26,0	1,4	10,0	25,4	87,2	191,0	107,9	0,6	203,2
Passività	3.969,0	1.922,8	25,2	46,6	1.600,5	95,8	154,8	17,2	83,1	290,7	523,6	570,7	64,6	496,2
Amministrazioni pubbliche	46,5	23,7	0,0	0,3	3,3	0,0	20,1	0,0	0,8	0,1	7,4	0,2	3,3	11,1
IFM	3.180,6	1.491,7	20,0	26,3	1.270,8	74,0	100,6	12,2	55,5	243,9	400,6	518,2	60,0	398,5
Altri settori	741,9	407,4	5,2	20,0	326,4	21,8	34,0	5,0	26,8	46,7	115,6	52,3	1,4	86,6

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	-714,9	-9,8	179,5	-940,9	-12,6	-307,1	366,1
2003	-784,9	-10,5	87,4	-916,1	-7,5	-255,4	306,7
2004	-829,9	-10,7	106,7	-996,6	-14,9	-206,2	281,0
2005	-817,1	-10,2	324,1	-1.142,6	-14,4	-304,2	320,1
2006 3° trim.	-957,1	-11,5	433,4	-1.294,7	-15,4	-405,4	325,1
4° trim.	-969,7	-11,5	473,3	-1.473,6	-15,3	-279,9	325,8
Attività							
2002	7.419,6	102,1	2.005,9	2.291,9	133,1	2.622,6	366,1
2003	7.964,9	106,5	2.169,3	2.658,1	160,8	2.670,0	306,7
2004	8.768,7	112,7	2.337,1	3.035,8	174,1	2.940,8	281,0
2005	10.806,1	134,4	2.710,3	3.874,9	236,1	3.664,7	320,1
2006 3° trim.	11.857,5	142,8	2.944,9	4.213,6	300,0	4.073,9	325,1
4° trim.	12.325,0	146,6	3.006,2	4.393,5	289,0	4.310,5	325,8
Passività							
2002	8.134,5	111,9	1.826,4	3.232,7	145,7	2.929,7	-
2003	8.749,8	117,0	2.081,9	3.574,2	168,3	2.925,4	-
2004	9.598,6	123,4	2.230,4	4.032,3	189,0	3.147,0	-
2005	11.623,2	144,5	2.386,2	5.017,6	250,5	3.969,0	-
2006 3° trim.	12.814,5	154,3	2.511,5	5.508,4	315,4	4.479,2	-
4° trim.	13.294,7	158,1	2.532,9	5.867,1	304,3	4.590,4	-

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	1.544,6	132,3	1.412,3	461,3	1,6	459,7	1.295,6	42,1	1.253,5	530,8	2,7	528,1
2003	1.726,8	124,4	1.602,4	442,5	2,1	440,4	1.510,1	46,2	1.464,0	571,8	3,2	568,6
2004	1.897,4	144,6	1.752,8	439,7	3,1	436,5	1.661,2	43,9	1.617,4	569,1	8,2	560,9
2005	2.184,8	166,5	2.018,3	525,4	6,6	518,8	1.777,9	45,9	1.732,1	608,2	10,1	598,1
2006 3° trim.	2.394,6	176,9	2.217,7	550,3	2,7	547,6	1.907,8	46,5	1.861,3	603,7	10,0	593,7
4° trim.	2.445,6	191,9	2.253,7	560,6	2,8	557,8	1.905,3	46,9	1.858,4	627,6	10,1	617,5

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				
						Attività				Passività	Attività				Passività
	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		
			Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori				Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori				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	1.364,4	7,2	403,1	6,3	784,7	1.660,1	1,3	189,4	1,1	47,1	208,2
2003	1,7	53,5	11,5	1.026,2	1.570,4	9,3	460,2	8,0	846,0	1.755,7	1,1	191,5	0,6	48,5	248,0
2004	2,1	73,9	16,1	1.160,6	1.755,9	7,9	540,7	9,7	938,0	2.041,3	0,9	231,4	0,4	54,2	235,1
2005	3,0	100,8	26,6	1.603,3	2.428,0	8,3	693,0	11,6	1.113,9	2.271,9	0,8	260,5	0,4	52,9	317,6
2006 3° trim.	2,9	114,0	33,0	1.729,4	2.748,1	7,8	789,9	10,8	1.177,5	2.442,4	1,4	283,1	4,2	59,8	317,8
4° trim.	2,8	131,4	36,2	1.817,1	2.990,4	10,4	809,7	11,4	1.210,2	2.576,1	0,9	301,0	0,2	62,1	300,6

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		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	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	4,9	0,3	57,2	0,1	1,4	62,1	57,4	4,7	55,4	0,1	42,6	13,8
2003	5,2	0,7	66,0	0,2	0,2	59,0	53,2	5,8	42,4	0,0	42,3	3,8
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	0,2	62,3	54,1	8,3	42,6	0,0	42,4	3,4
2005	5,4	0,4	82,2	0,2	0,1	57,5	45,7	11,8	44,6	0,0	42,8	3,6
2006 3° trim.	7,4	0,4	95,6	0,3	0,1	50,1	38,5	11,6	45,0	0,0	46,8	3,4
4° trim.	8,4	0,4	100,0	0,2	0,1	55,0	40,2	14,8	44,7	0,0	45,1	3,4

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	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	1.685,1	61,0	2.250,8	48,4	174,4	487,4	199,3	288,1	90,7	104,5	364,3	47,8
2003	1.734,6	38,5	2.241,9	31,0	169,2	535,9	206,7	329,2	84,3	107,2	387,3	45,7
2004	1.950,5	45,4	2.423,0	42,2	172,4	568,8	236,8	332,0	93,5	110,2	401,4	49,7
2005	2.453,1	56,3	3.045,8	52,4	185,1	730,4	374,9	355,5	131,9	125,3	547,5	69,1
2006 3° trim.	2.705,7	56,8	3.360,7	52,3	181,8	886,5	535,7	350,8	140,1	131,0	701,0	88,1
4° trim.	2.879,2	58,6	3.414,0	55,8	185,0	943,0	610,3	332,8	136,1	128,3	759,0	84,6

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 nette predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di once				Banconote, monete e depositi		Titoli							Strumenti finanziari derivati
							presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Eurosistema															
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,7	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 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
3° trim.	325,1	174,2	367,958	4,5	7,0	139,4	4,5	25,3	109,7	0,5	79,1	30,1	-0,1	0,0	26,8	-21,9
4° trim.	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,4	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 mar.	331,6	180,4	363,108	4,6	4,3	142,2	4,9	27,6	109,5	-	-	-	0,3	0,0	25,1	-22,6
apr.	330,0	179,9	361,562	4,6	4,1	141,4	4,2	25,7	111,1	-	-	-	0,4	0,0	27,3	-25,0
mag.	327,4	176,5	360,323	4,7	4,4	141,8	4,4	26,6	110,8	-	-	-	0,1	0,0	27,3	-23,8
	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 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
3° trim.	40,8	10,1	21,312	0,2	0,0	30,5	1,4	3,8	25,3	0,0	18,4	6,9	0,0	0,0	2,9	-0,7
4° trim.	39,9	9,9	20,572	0,4	0,0	29,6	1,6	1,5	26,5	0,0	19,1	7,4	0,0	0,0	2,8	-0,3
2007 mar.	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,9	1,4	3,3	25,2	-	-	-	0,0	0,0	3,0	-0,6
apr.	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,8	0,8	3,9	25,1	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-1,2
mag.	40,7	10,1	20,632	0,4	0,0	30,2	0,7	3,7	25,7	-	-	-	0,0	0,0	3,1	-0,7

Fonte: BCE.

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:		12	13
			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)													
2003	-2,3	0,5	1.056,9	499,2	221,3	299,8	916,0	987,7	552,9	164,1	240,0	708,6	109,1
2004	8,9	9,4	1.142,8	545,8	246,6	314,6	994,1	1.073,2	604,4	183,3	255,4	767,4	129,2
2005	7,8	13,5	1.237,1	590,1	269,6	334,7	1.068,6	1.223,1	705,0	206,5	275,9	842,8	186,3
2006	11,1	13,3	1.379,8	662,9	289,2	366,2	1.184,0	1.391,6	825,5	207,6	302,8	940,1	224,8
2005 4° trim.	9,8	15,9	321,6	154,4	69,2	86,6	276,6	328,1	189,5	56,2	72,6	222,4	53,8
2006 1° trim.	15,9	22,4	332,0	158,6	71,4	89,6	282,2	337,9	198,2	53,1	73,7	223,7	55,1
2° trim.	9,4	14,4	340,4	162,5	71,3	89,9	290,7	344,7	204,3	52,0	75,1	231,9	57,3
3° trim.	7,9	10,4	346,1	167,4	71,4	90,9	298,2	353,7	212,4	51,2	75,7	238,8	60,0
4° trim.	11,8	7,7	361,3	174,4	75,0	95,7	312,9	355,3	210,6	51,4	78,3	245,7	52,4
2007 1° trim.	9,3	5,3	365,7	174,8	76,7	96,3	312,8	357,8	211,0	52,3	78,7	249,7	46,7
2006 nov.	12,7	6,5	120,3	58,6	25,8	31,3	104,9	116,5	69,3	17,1	26,0	80,9	17,1
dic.	6,4	2,5	122,6	58,5	24,7	33,0	106,2	120,8	71,1	16,9	26,4	83,8	17,4
2007 gen.	12,1	8,3	121,5	58,0	25,3	32,3	104,2	119,7	70,8	18,1	25,8	83,2	16,1
feb.	9,9	7,5	121,7	58,1	25,9	31,9	104,2	120,9	71,6	17,9	26,3	84,4	15,4
mar.	6,6	0,7	122,6	58,8	25,5	32,2	104,4	117,2	68,6	16,3	26,6	82,2	15,2
apr.	11,9	7,6	123,3					119,8					
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	1,0	3,6	108,5	105,9	106,8	113,1	108,4	101,9	100,2	97,1	109,7	100,2	103,2
2004	9,0	6,5	117,4	115,6	119,9	118,4	117,9	107,8	104,1	109,2	117,4	108,2	105,2
2005	4,9	5,1	123,6	120,1	129,5	123,5	124,2	113,8	107,5	123,7	123,5	116,3	109,9
2006	7,4	5,7	133,2	129,4	136,3	131,1	134,0	120,7	113,8	124,1	131,0	125,4	109,7
2005 4° trim.	5,6	5,4	126,5	123,0	131,9	125,9	127,2	116,9	108,5	133,3	126,8	120,9	111,0
2006 1° trim.	10,5	8,5	128,6	125,0	134,2	128,7	128,1	117,1	109,9	124,1	127,1	119,7	105,4
2° trim.	5,2	3,8	131,9	127,8	134,8	128,4	132,3	119,1	111,8	124,4	130,8	124,5	106,2
3° trim.	5,0	4,5	133,7	130,2	135,3	130,5	135,1	121,8	115,8	123,5	130,5	126,8	115,9
4° trim.	9,1	6,0	138,7	134,7	140,7	136,9	140,5	124,5	117,6	124,5	135,5	130,6	111,5
2007 1° trim.	7,7	6,2	139,5	133,7	143,6	136,9	139,6	125,0	117,2	127,3	135,5	131,7	100,6
2006 nov.	9,4	4,5	138,4	135,2	145,4	134,8	141,0	122,3	116,3	123,2	135,3	128,7	112,1
dic.	4,3	1,6	141,0	135,8	138,7	141,2	143,2	126,5	118,3	123,7	136,8	133,7	106,4
2007 gen.	11,2	9,4	139,6	133,3	142,9	137,9	140,1	125,9	118,1	132,9	133,5	131,9	104,0
feb.	7,7	8,2	139,0	132,9	145,5	135,2	139,2	126,5	119,2	129,4	135,3	132,7	100,4
mar.	4,7	1,6	140,0	134,7	142,5	137,5	139,5	122,7	114,2	119,6	137,5	130,5	97,2
apr.	9,3	8,7	140,2					125,2					
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	-3,2	-3,0	97,6	96,2	96,3	101,1	97,4	94,8	93,6	92,3	99,5	96,0	86,4
2004	-0,1	2,6	97,5	96,4	95,7	101,4	97,1	97,3	98,4	91,8	98,9	96,3	99,5
2005	2,8	7,9	100,2	100,2	96,8	103,4	99,1	105,0	111,2	91,2	101,5	98,3	137,4
2006	3,5	7,4	103,8	104,5	98,7	106,5	101,8	112,8	123,1	91,4	105,1	101,8	166,8
2005 4° trim.	4,0	9,9	101,8	102,5	97,6	105,0	100,2	109,8	118,5	92,2	104,2	99,9	157,6
2006 1° trim.	4,9	12,8	103,4	103,6	99,0	106,3	101,5	112,8	122,4	93,5	105,5	101,5	170,4
2° trim.	4,0	10,2	103,4	103,8	98,4	106,8	101,3	113,2	124,0	91,4	104,4	101,1	175,5
3° trim.	2,8	5,7	103,8	104,9	98,1	106,3	101,7	113,6	124,4	90,6	105,5	102,3	168,2
4° trim.	2,5	1,6	104,4	105,7	99,2	106,7	102,7	111,6	121,5	90,3	105,1	102,2	153,0
2007 1° trim.	1,5	-0,9	105,0	106,8	99,4	107,4	103,3	111,9	122,2	89,8	105,7	103,0	151,1
2006 nov.	3,1	1,9	104,5	106,2	99,0	106,4	102,8	111,7	121,2	90,9	105,0	102,4	148,6
dic.	2,1	0,9	104,5	105,6	99,3	106,8	102,6	112,0	122,3	89,7	105,2	102,2	159,2
2007 gen.	0,9	-1,0	104,6	106,6	98,9	107,1	102,9	111,6	122,0	89,2	105,4	102,7	150,9
feb.	2,0	-0,6	105,2	107,1	99,2	107,9	103,5	112,1	122,2	90,8	106,2	103,6	149,9
mar.	1,7	-1,0	105,3	106,9	100,1	107,1	103,5	112,0	122,3	89,4	105,5	102,6	152,5
apr.	2,4	-1,1	105,7					112,3					

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 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone	Altri paesi asiatici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2003	1.056,9	24,9	38,6	194,5	125,0	29,1	63,3	24,8	167,0	35,1	31,2	135,3	59,2	37,9	90,9
2004	1.142,8	25,7	42,2	205,4	138,3	35,9	66,2	32,1	172,5	40,3	33,2	150,4	64,2	40,4	96,0
2005	1.237,1	29,0	45,1	203,2	157,9	43,6	70,7	34,8	185,0	43,3	34,0	165,9	72,9	46,9	104,8
2006	1.379,8	31,1	49,6	214,5	193,7	55,4	76,7	38,6	199,6	53,5	34,4	183,3	76,9	54,3	118,2
2005 4° trim.	321,6	7,5	11,3	51,3	42,5	11,5	17,7	9,5	48,3	11,5	8,5	42,2	19,3	12,5	28,0
2006 1° trim.	332,0	7,5	11,6	53,1	44,5	12,5	18,0	9,7	49,6	12,6	8,8	43,4	19,3	13,2	28,2
2° trim.	340,4	7,7	12,2	53,3	47,5	13,0	18,4	9,8	49,6	12,8	8,5	45,2	18,9	13,3	30,1
3° trim.	346,1	7,8	12,7	54,3	49,5	14,2	19,3	9,6	49,5	13,5	8,6	45,9	19,0	13,7	28,6
4° trim.	361,3	8,0	13,0	53,8	52,2	15,6	20,8	9,5	50,9	14,6	8,6	48,8	19,8	14,2	31,4
2007 1° trim.	365,7	8,4	13,5	56,2	53,7	15,7	20,5	10,1	49,1	14,2	8,7	48,9	21,2	14,8	30,9
2006 nov.	120,3	2,7	4,3	18,0	17,3	5,3	6,9	3,4	17,1	5,0	2,9	16,5	6,7	4,6	9,7
dic.	122,6	2,7	4,4	18,0	17,9	5,1	7,0	3,1	17,7	4,9	2,8	16,5	6,7	4,8	11,2
2007 gen.	121,5	2,8	4,6	18,9	17,8	5,2	7,0	3,5	16,7	4,6	2,9	16,4	7,1	4,9	9,2
feb.	121,7	2,8	4,4	18,7	17,8	5,2	6,8	3,2	16,3	4,8	2,9	16,2	7,0	5,0	10,5
mar.	122,6	2,8	4,5	18,5	18,1	5,3	6,7	3,4	16,1	4,7	2,9	16,3	7,1	5,0	11,2
apr.	123,3	.	.	.	.	5,4	6,8	3,3	16,8	4,9	2,9	16,0	7,0	5,1	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2006	100,0	2,3	3,6	15,6	14,0	4,0	5,6	2,8	14,5	3,9	2,5	13,3	5,6	3,9	8,6
Importazioni (c.i.f.)															
2003	987,7	23,7	36,9	138,6	108,9	47,2	50,4	19,2	110,5	74,4	52,0	141,8	68,8	39,7	75,5
2004	1.073,2	25,4	39,8	145,0	116,6	56,4	53,5	23,2	113,1	92,1	54,4	161,0	72,8	45,2	74,8
2005	1.223,1	26,3	42,2	152,6	129,2	76,7	58,0	25,2	119,9	117,9	53,1	189,8	95,9	53,5	82,8
2006	1.391,6	27,4	47,3	165,5	153,6	94,5	62,1	29,1	128,3	143,7	56,5	212,9	109,4	66,0	95,2
2005 4° trim.	328,1	6,6	11,0	39,4	34,0	21,1	15,2	6,7	31,1	32,1	13,7	52,8	26,3	14,8	23,4
2006 1° trim.	337,9	6,7	11,3	41,1	35,2	23,3	15,0	7,1	31,7	33,2	14,1	51,8	26,8	15,5	25,2
2° trim.	344,7	6,7	11,5	42,8	37,3	24,4	15,4	7,5	31,7	34,7	14,0	53,4	27,0	16,0	22,5
3° trim.	353,7	7,0	12,0	41,3	39,4	23,8	15,9	7,3	32,2	36,0	14,3	54,8	27,8	16,7	24,9
4° trim.	355,3	6,9	12,5	40,2	41,8	23,1	15,8	7,3	32,8	39,9	14,1	52,8	27,8	17,8	22,7
2007 1° trim.	357,8	6,9	12,7	40,2	41,9	23,0	16,7	7,9	33,1	41,7	14,6	51,7	25,7	18,0	23,8
2006 nov.	116,5	2,3	4,0	13,5	13,6	7,7	5,2	2,4	10,4	13,5	4,6	17,5	9,3	5,9	6,5
dic.	120,8	2,4	4,5	13,4	14,2	7,8	5,3	2,5	11,4	13,8	4,7	17,2	9,4	6,2	8,0
2007 gen.	119,7	2,4	4,3	13,5	14,0	7,6	5,5	2,6	11,1	13,7	5,0	17,4	8,8	6,2	7,5
feb.	120,9	2,2	4,2	13,6	13,8	7,7	5,6	2,7	11,3	13,9	4,9	17,9	8,8	6,1	8,3
mar.	117,2	2,3	4,1	13,1	14,0	7,7	5,6	2,7	10,7	14,2	4,7	16,3	8,1	5,7	8,0
apr.	119,8	.	.	.	.	8,0	5,7	2,7	10,8	12,9	4,5	17,4	8,5	5,6	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	11,0	6,8	4,5	2,1	9,2	10,3	4,1	15,3	7,9	4,7	6,8
Saldo															
2003	69,2	1,2	1,7	55,9	16,1	-18,1	12,9	5,6	56,5	-39,3	-20,8	-6,4	-9,6	-1,8	15,4
2004	69,6	0,4	2,4	60,4	21,7	-20,5	12,7	8,9	59,5	-51,8	-21,1	-10,6	-8,6	-4,8	21,2
2005	13,9	2,7	2,9	50,6	28,7	-33,1	12,7	9,6	65,1	-74,7	-19,1	-23,9	-23,0	-6,7	22,0
2006	-11,8	3,8	2,3	48,9	40,1	-39,1	14,5	9,5	71,3	-90,3	-22,0	-29,6	-32,5	-11,6	23,0
2005 4° trim.	-6,4	0,9	0,4	11,9	8,5	-9,6	2,5	2,8	17,2	-20,5	-5,2	-10,6	-7,0	-2,3	4,6
2006 1° trim.	-5,9	0,8	0,3	12,0	9,3	-10,8	3,0	2,6	17,9	-20,5	-5,3	-8,4	-7,5	-2,3	3,0
2° trim.	-4,3	1,0	0,8	10,4	10,3	-11,4	3,1	2,3	17,9	-21,9	-5,5	-8,2	-8,0	-2,7	7,6
3° trim.	-7,5	0,8	0,7	13,0	10,1	-9,5	3,4	2,3	17,3	-22,6	-5,8	-9,0	-8,8	-3,0	3,7
4° trim.	5,9	1,1	0,5	13,5	10,5	-7,4	5,1	2,2	18,2	-25,3	-5,4	-4,0	-8,1	-3,6	8,7
2007 1° trim.	7,9	1,4	0,8	16,0	11,9	-7,3	3,8	2,2	16,0	-27,6	-5,9	-2,8	-4,5	-3,2	7,1
2006 nov.	3,8	0,4	0,3	4,5	3,7	-2,4	1,6	0,9	6,7	-8,5	-1,7	-1,0	-2,6	-1,2	3,2
dic.	1,8	0,3	-0,1	4,6	3,6	-2,7	1,6	0,6	6,3	-8,9	-1,8	-0,7	-2,7	-1,4	3,2
2007 gen.	1,8	0,4	0,2	5,5	3,7	-2,5	1,5	1,0	5,5	-9,1	-2,1	-1,0	-1,7	-1,3	1,7
feb.	0,7	0,5	0,2	5,1	4,0	-2,5	1,3	0,6	5,0	-9,0	-2,0	-1,7	-1,8	-1,1	2,2
mar.	5,4	0,5	0,4	5,4	4,2	-2,3	1,0	0,7	5,4	-9,4	-1,8	-0,1	-1,0	-0,8	3,2
apr.	3,5	.	.	.	.	-2,7	1,1	0,6	6,0	-8,1	-1,6	-1,5	-1,5	-0,5	.

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



TASSI DI CAMBIO

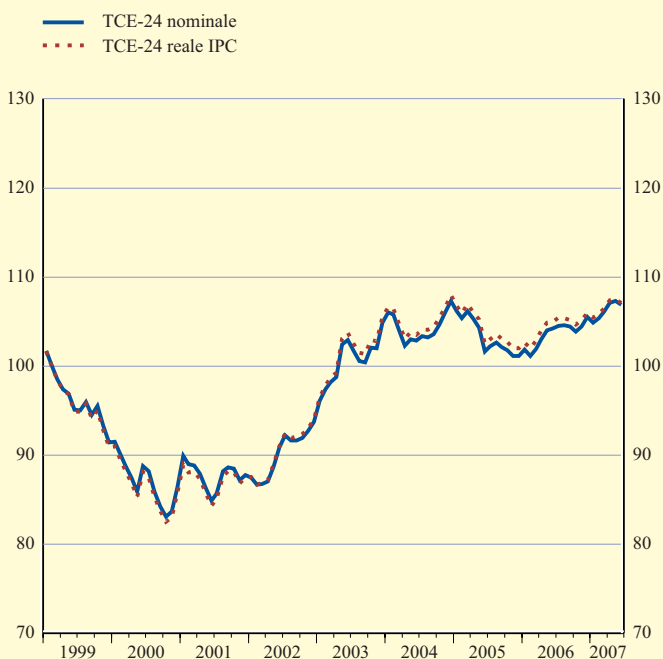
8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-24						TCE-44	
	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	104,3	105,1	104,2	103,1	100,1	103,0	111,2	105,6
2005	103,3	104,1	102,5	100,9	97,9	101,3	109,7	103,7
2006	103,6	104,4	102,9	100,7	95,9	100,1	110,0	103,4
2006 2° trim.	103,8	104,6	103,0	100,8	95,9	100,6	110,1	103,6
3° trim.	104,5	105,3	103,7	101,4	96,5	100,8	111,2	104,5
4° trim.	104,6	105,3	104,1	101,4	96,3	100,2	111,3	104,3
2007 1° trim.	105,5	105,9	104,8	102,2	96,3	100,8	112,0	104,7
2° trim.	107,1	107,3	105,9	-	-	-	113,5	105,7
2006 giu.	104,2	105,0	103,3	-	-	-	111,1	104,4
lug.	104,5	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,7
ago.	104,6	105,4	103,7	-	-	-	111,3	104,6
set.	104,4	105,2	103,4	-	-	-	111,1	104,3
ott.	103,9	104,7	103,4	-	-	-	110,4	103,6
nov.	104,5	105,2	103,9	-	-	-	111,1	104,2
dic.	105,5	106,0	104,9	-	-	-	112,3	105,0
2007 gen.	104,9	105,5	104,4	-	-	-	111,5	104,3
feb.	105,4	105,9	104,8	-	-	-	111,9	104,5
mar.	106,1	106,5	105,2	-	-	-	112,7	105,2
apr.	107,1	107,4	106,2	-	-	-	113,7	106,0
mag.	107,3	107,4	106,0	-	-	-	113,6	105,7
giu.	106,9	107,1	105,5	-	-	-	113,1	105,3
variazione percentuale sul mese precedente								
2007 giu.	-0,3	-0,4	-0,5	-	-	-	-0,4	-0,4
variazione percentuale sull'anno precedente								
2007 giu.	2,6	2,0	2,2	-	-	-	1,8	0,8

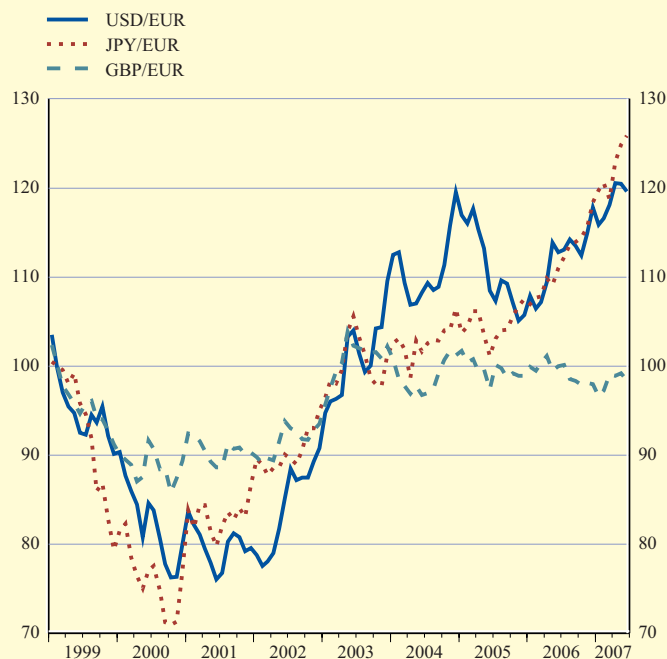
F35 Tassi di cambio effettivi

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



F36 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
2007 1° trim.	7,4524	9,1894	0,67062	1,3106	156,43	1,6162	1.230,80	10,2334	2,0073	1,5357	8,1690	1,6670
2° trim.	7,4500	9,2573	0,67880	1,3481	162,89	1,6478	1.252,05	10,5372	2,0562	1,4791	8,1060	1,6214
2006 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
2007 gen.	7,4539	9,0795	0,66341	1,2999	156,56	1,6155	1.217,83	10,1390	1,9983	1,5285	8,2780	1,6602
feb.	7,4541	9,1896	0,66800	1,3074	157,60	1,6212	1.225,25	10,2130	2,0049	1,5309	8,0876	1,6708
mar.	7,4494	9,2992	0,68021	1,3242	155,24	1,6124	1.248,82	10,3464	2,0186	1,5472	8,1340	1,6704
apr.	7,4530	9,2372	0,67934	1,3516	160,68	1,6375	1.257,99	10,5634	2,0476	1,5334	8,1194	1,6336
mag.	7,4519	9,2061	0,68136	1,3511	163,22	1,6506	1.253,27	10,5642	2,0581	1,4796	8,1394	1,6378
giu.	7,4452	9,3290	0,67562	1,3419	164,55	1,6543	1.245,39	10,4854	2,0619	1,4293	8,0590	1,5930
	variazione percentuale sul mese precedente											
2007 giu.	-0,1	1,3	-0,8	-0,7	0,8	0,2	-0,6	-0,7	0,2	-3,4	-1,0	-2,7
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2007 giu.	-0,2	1,0	-1,6	6,1	13,4	6,0	3,1	6,8	2,4	1,4	2,6	-6,9
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno ¹⁾	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	40,022	1,9533	40,510	
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	
2006	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	
2006 4° trim.	28,044	15,6466	0,57748	0,6969	3,4528	260,25	0,4293	3,8478	35,929	1,9558	3,4791	
2007 1° trim.	28,037	15,6466	0,57915	0,7023	3,4528	252,32	0,4293	3,8863	34,347	1,9558	3,3812	
2° trim.	28,272	15,6466	0,58272	0,6986	3,4528	248,31	0,4293	3,8005	33,751	1,9558	3,2789	
2006 dic.	27,778	15,6466	0,57811	0,6976	3,4528	253,97	0,4293	3,8125	34,967	1,9558	3,4137	
2007 gen.	27,840	15,6466	0,57842	0,6975	3,4528	253,88	0,4293	3,8795	34,751	1,9558	3,3922	
feb.	28,233	15,6466	0,57918	0,7003	3,4528	253,30	0,4293	3,8943	34,490	1,9558	3,3823	
mar.	28,057	15,6466	0,57985	0,7088	3,4528	249,86	0,4293	3,8859	33,813	1,9558	3,3692	
apr.	28,015	15,6466	0,58148	0,7036	3,4528	246,00	0,4293	3,8144	33,491	1,9558	3,3338	
mag.	28,231	15,6466	0,58303	0,6965	3,4528	248,42	0,4293	3,7819	33,736	1,9558	3,2836	
giu.	28,546	15,6466	0,58352	0,6963	3,4528	250,29	0,4293	3,8074	34,002	1,9558	3,2243	
	variazione percentuale sul mese precedente											
2007 giu.	1,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,8	0,0	0,7	0,8	0,0	-1,8	
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2007 giu.	0,6	0,0	1,5	0,0	0,0	-8,1	0,0	-5,4	-10,7	0,0	-9,2	
	Yuan renminbi cinese ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandese	Rupia indonesiana ²⁾	Ringgit malese ²⁾	Dollaro neo-zelandese	Peso filippino ²⁾	Rublo russo ²⁾	Rand sud africano	Bath thailandese ²⁾	Nuova lira turca ³⁾	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
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 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	
2007 1° trim.	10,1688	7,3656	89,28	11.934,33	4,5842	1,8836	63,609	34,4795	9,4919	44,538	1,8492	
2° trim.	10,3476	7,3494	85,82	12.082,62	4,6204	1,8188	63,134	34,8589	9,5688	44,011	1,8029	
2006 dic.	10,3356	7,3564	91,59	12.003,18	4,6909	1,9094	65,274	34,7316	9,3092	47,224	1,8920	
2007 gen.	10,1238	7,3711	91,02	11.796,04	4,5596	1,8699	63,552	34,4578	9,3440	45,850	1,8536	
feb.	10,1326	7,3612	88,00	11.855,46	4,5706	1,8859	63,167	34,4060	9,3797	44,434	1,8260	
mar.	10,2467	7,3641	88,69	12.144,32	4,6212	1,8952	64,069	34,5680	9,7417	43,320	1,8659	
apr.	10,4400	7,3967	88,36	12.290,98	4,6449	1,8394	64,421	34,9054	9,6089	44,010	1,8362	
mag.	10,3689	7,3258	85,12	11.927,80	4,5962	1,8441	63,136	34,8999	9,4855	44,507	1,8029	
giu.	10,2415	7,3313	84,26	12.056,30	4,6237	1,7738	61,968	34,7739	9,6198	43,492	1,7728	
	variazione percentuale sul mese precedente											
2007 giu.	-1,2	0,1	-1,0	1,1	0,6	-3,8	-1,8	-0,4	1,4	-2,3	-1,7	
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2007 giu.	1,1	1,0	-10,7	1,7	-0,3	-13,3	-7,9	1,8	8,8	-10,4	-12,5	

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	6,0	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	7,4	2,1	1,9	4,4	2,2	6,6	3,8	4,0	2,6	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2006 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.	5,7	1,1	1,6	4,5	1,5	6,2	4,2	6,4	1,1	1,3	4,8	3,5	1,4	2,7
2007 1° trim.	5,3	1,7	1,9	5,1	1,4	7,6	4,4	8,8	0,8	2,0	3,9	2,1	1,7	2,8
2007 gen.	6,8	1,4	1,8	5,0	1,4	7,1	4,0	8,4	1,2	1,6	4,1	2,2	1,6	2,7
feb.	4,6	1,7	1,9	4,6	1,2	7,2	4,4	9,0	0,8	1,9	3,9	2,0	1,7	2,8
mar.	4,4	2,1	1,9	5,6	1,4	8,5	4,8	9,0	0,5	2,4	3,7	2,1	1,6	3,1
apr.	4,4	2,7	1,7	5,6	1,6	8,8	4,9	8,7	-1,1	2,2	3,8	2,0	1,6	2,8
mag.	4,5	2,4	1,7	5,9	1,9	7,8	5,0	8,4	-1,0	2,3	3,9	1,5	1,2	2,5
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL														
2004	2,2	-2,9	2,0	2,3	-4,1	-1,0	-1,5	-6,5	-4,9	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,1
2005	1,9	-3,5	4,7	2,3	-2,3	-0,2	-0,5	-7,8	-3,1	-4,3	-1,4	-2,8	2,1	-3,1
2006	3,3	-2,9	4,2	3,8	-1,5	0,4	-0,3	-9,2	-2,6	-3,9	-1,9	-3,4	2,2	-2,8
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL														
2004	37,9	30,7	44,0	5,2	70,3	14,5	19,4	59,4	73,9	45,7	18,8	41,5	52,4	40,3
2005	29,2	30,4	36,3	4,4	69,2	12,0	18,6	61,7	72,4	47,1	15,8	34,5	52,2	42,2
2006	22,8	30,4	30,2	4,1	65,3	10,0	18,2	66,0	66,5	47,8	12,4	30,7	46,9	43,5
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo														
2006 dic.	4,18	3,68	3,78	-	4,26	4,90	4,28	6,81	4,33	5,14	7,42	4,15	3,65	4,54
2007 gen.	4,27	3,84	4,00	-	4,36	4,92	4,28	6,96	4,34	5,17	7,39	4,25	3,90	4,94
feb.	4,24	3,78	4,05	-	4,42	5,07	4,28	6,96	4,38	5,19	7,52	4,28	3,93	4,97
mar.	4,22	3,76	3,96	-	4,47	5,14	4,24	6,79	4,38	5,19	7,53	4,24	3,79	4,88
apr.	4,28	3,92	4,18	-	4,44	5,52	4,18	6,65	4,44	5,28	7,39	4,26	4,04	5,10
mag.	4,26	4,21	4,34	-	4,44	6,03	4,36	6,53	4,61	5,29	7,39	4,40	4,15	5,20
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo														
2006 dic.	4,01	2,56	3,84	3,81	3,76	4,21	3,72	8,20	3,90	4,20	8,19	4,82	3,21	5,29
2007 gen.	4,06	2,58	3,92	3,90	3,82	3,82	3,79	8,15	3,85	4,20	6,69	4,50	3,35	5,49
feb.	4,09	2,59	3,99	3,94	3,87	5,61	3,87	-	4,10	4,20	7,13	4,60	3,43	5,57
mar.	4,19	2,56	4,07	4,06	3,97	6,30	4,05	8,10	4,18	4,22	7,49	4,48	3,43	5,55
apr.	4,30	2,60	4,16	4,42	3,99	9,32	4,41	8,20	4,19	4,31	7,33	4,05	3,51	5,65
mag.	4,40	2,77	4,28	4,69	3,99	9,99	4,89	-	4,23	4,44	7,62	4,16	3,57	5,77
PIL a prezzi costanti														
2005	6,2	6,5	3,1	10,5	3,9	10,6	7,5	4,1	3,3	3,6	4,1	6,0	2,9	1,9
2006	6,0	6,4	3,2	11,4	3,8	11,9	7,4	3,9	2,9	6,1	7,6	8,3	4,2	2,8
2006 3° trim.	6,7	6,4	2,6	11,3	3,6	11,9	6,9	3,9	2,3	5,9	8,2	9,8	4,2	2,9
4° trim.	5,7	6,1	3,0	10,9	3,6	11,7	7,0	3,3	3,6	6,6	7,6	9,6	4,3	3,0
2007 1° trim.	.	6,2	1,8	9,8	3,8	11,2	8,0	2,9	3,5	.	5,8	9,0	3,3	2,9
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL														
2005	-11,0	-2,4	3,9	-9,5	-5,1	-11,2	-5,9	-6,0	-4,8	-1,4	-7,9	-8,6	7,1	-2,4
2006	-15,1	-4,0	2,4	-12,3	-5,9	-19,9	-9,7	-4,8	-3,1	-1,7	-10,4	-8,4	6,7	-3,6
2006 3° trim.	-4,4	-5,1	4,2	-12,6	8,6	-22,7	-11,1	-4,1	5,0	-0,7	-9,5	-10,1	7,3	-3,8
4° trim.	-24,5	-5,3	1,3	-14,5	-19,5	-25,3	-10,0	-2,9	-2,8	-2,7	-10,7	-7,3	7,4	-3,7
2007 1° trim.	.	2,0	-1,7	-17,1	-13,2	-23,7	-12,2	-4,3	.	-2,2	-14,9	0,1	9,4	-4,0
Costo del lavoro per unità di prodotto														
2005	2,4	-0,7	0,9	2,7	1,3	15,2	3,5	3,1	-0,5	0,3	.	0,5	0,6	.
2006	4,5	1,0	2,4	5,7	0,1	14,0	7,0	.	0,0	.	.	1,2	-0,4	.
2006 3° trim.	-	0,8	2,8	5,6	-	-	11,6	-	-0,2	-	-	0,3	0,6	.
4° trim.	-	1,8	4,1	8,3	-	-	10,0	-	0,0	-	-	0,6	0,1	.
2007 1° trim.	-	3,7	4,7	14,9	-	-	10,6	-	-0,4	-	-	0,3	4,6	.
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	7,1	16,3	7,4	4,8
2006	8,9	7,1	3,9	5,9	4,6	6,9	5,6	7,5	7,3	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2006 3° trim.	9,1	7,0	3,7	5,8	4,5	6,7	5,8	7,5	7,2	13,3	7,7	13,0	6,9	5,4
4° trim.	8,2	6,5	3,6	5,6	4,3	6,2	4,8	7,6	6,9	12,3	7,3	12,4	6,4	5,3
2007 1° trim.	7,7	5,9	3,4	4,9	4,2	6,3	4,8	7,4	6,6	11,0	7,7	11,3	6,5	5,5
2007 gen.	7,9	6,0	3,3	4,9	4,2	6,4	4,9	7,3	6,7	11,3	7,7	11,4	6,5	5,5
feb.	7,7	5,9	3,4	4,8	4,3	6,3	4,8	7,4	6,6	11,0	7,6	11,3	6,5	5,5
mar.	7,5	5,7	3,4	5,0	4,2	6,1	4,7	7,4	6,6	10,6	7,7	11,1	6,4	5,4
apr.	7,4	5,8	3,3	5,1	4,2	6,0	5,0	7,6	6,4	10,7	7,2	10,8	6,2	.
mag.	7,2	5,7	3,3	5,2	4,2	5,9	4,9	7,7	6,5	10,5	7,3	10,8	6,2	.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone

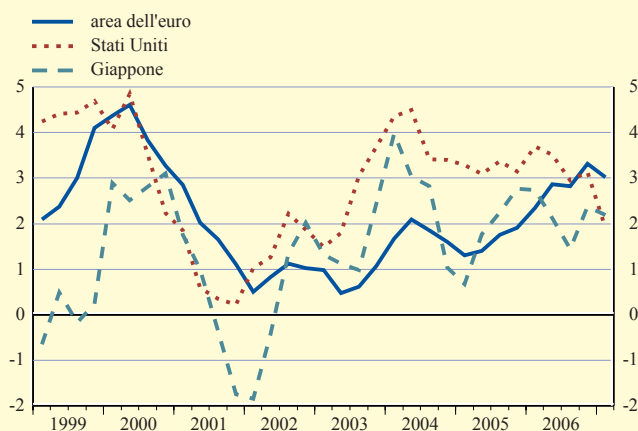
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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	-0,1	3,2	4,0	5,1	4,3	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	0,1	3,3	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2556	-2,3	48,5
2006 2° trim.	4,0	0,1	3,5	5,5	4,6	4,8	5,21	5,07	1,2582	-2,3	48,6
3° trim.	3,3	-2,2	3,0	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
4° trim.	1,9	0,7	3,1	3,6	4,5	4,9	5,37	4,63	1,2887	-1,9	48,5
2007 1° trim.	2,4	-0,4	1,9	2,3	4,5	5,3	5,36	4,68	1,3106	-2,6	49,4
2° trim.	.	.	.	.	.	.	5,36	4,84	1,3481	.	.
2007 feb.	2,4	-	-	2,3	4,5	5,1	5,36	4,73	1,3074	-	-
mar.	2,8	-	-	2,4	4,4	5,6	5,35	4,56	1,3242	-	-
apr.	2,6	-	-	1,7	4,5	6,1	5,35	4,69	1,3516	-	-
mag.	2,7	-	-	1,9	4,5	6,3	5,36	4,75	1,3511	-	-
giu.	.	-	-	.	.	.	5,36	5,11	1,3419	-	-
Giappone											
2003	-0,2	-3,9	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,9	151,4
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-6,2	157,6
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-6,4	164,2
2006	0,2	-2,6	2,2	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2006 2° trim.	0,2	-2,4	2,2	4,7	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
3° trim.	0,6	-2,8	1,5	5,6	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
4° trim.	0,3	-3,6	2,4	5,9	4,1	0,7	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 1° trim.	-0,1	-2,2	2,7	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,69	1,74	162,89	.	.
2007 feb.	-0,2	-1,9	-	3,1	4,0	1,0	0,59	1,71	157,60	-	-
mar.	-0,1	-1,6	-	1,9	4,0	1,1	0,71	1,62	155,24	-	-
apr.	0,0	.	-	2,2	3,8	1,1	0,66	1,67	160,68	-	-
mag.	0,0	.	-	3,7	3,8	1,4	0,67	1,67	163,22	-	-
giu.	.	.	-	.	.	.	0,73	1,89	164,55	-	-

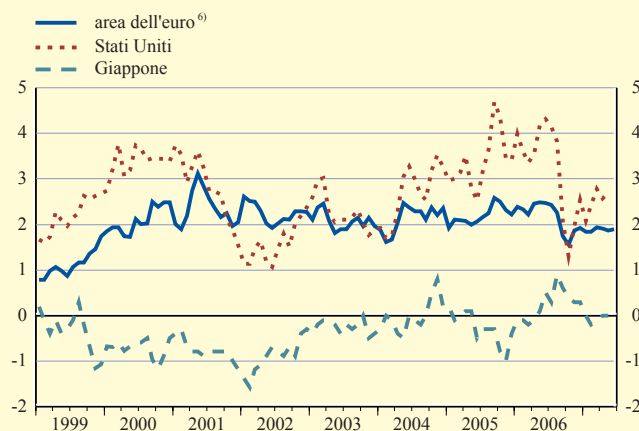
F37 PIL a prezzi costanti

(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).

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

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti 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	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	S45
F26	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F30	Saldi di conto corrente	S60
F31	Investimenti diretti e di portafoglio	S60
F32	Conto dei beni	S61
F33	Conto dei servizi	S61
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S65
F35	Tassi di cambio effettivi	S72
F36	Tassi di cambio bilaterali	S72
F37	PIL a prezzi costanti	S75
F38	Indici dei prezzi al consumo	S75



NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EUREO

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 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(h) \ a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(i) \ I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t , cioè a_t , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO 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 DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.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.

Il margine operativo lordo e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo lordo e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito solo per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno i investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra

tali saldi calcolati a partire rispettivamente dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Tale saldo attualmente esclude le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accredito/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nella passività.

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono ri-classificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI 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:

$$(o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industria-

⁴⁾ Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

li non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLA TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli

effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. 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 "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.int/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.int.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 4 luglio 2007.

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, 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 si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per 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>.

Le serie statistiche che fanno riferimento alla composizione evolutiva dell'area dell'euro si basano sulla quella che era la composizione dell'area nel periodo al quale le stesse si riferiscono. Pertanto, i dati antecedenti il 2001 si riferiscono

agli Euro 11, ovvero, ai seguenti 11 stati membri dell'UE: Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. I dati dal 2001 al 2006, si riferiscono agli Euro 12, ovvero gli Euro 11 più la Grecia. A partire dal 2007 i dati si riferiscono agli Euro 13, ovvero gli Euro 12 più la Slovenia.

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: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Romania, 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, la locuzione “fino a n anni” equivale a “non superiore a n anni”.

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 sono stati implementati il 10 marzo del 2004. In seguito a tali cambiamenti, l'inizio dei periodi di mantenimento coincide con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Un periodo di mantenimento transitorio è stato in vigore nella fase dal 24 gennaio al 9 marzo del 2004.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle banche centrali iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna

na 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse

dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie ¹⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10 ²⁾.

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

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi

nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività). La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere pre i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, gli Euro 12 più la Slovenia) per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle

quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche stagionalizzate, 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 stagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema. I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti

nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a "zero coupon" e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passività, 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 così 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 (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla Classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998

riguardante le statistiche a breve 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

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.

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-cartà e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio ad esclusione delle vendite di veicoli a motore e motocicli ed al netto delle riparazioni. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si 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

7) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

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 31 maggio 2007 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2007/3)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* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive Task Force su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della Task Force congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della Task force, è disponibile sul sito Internet della BCE.

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incre-

mento 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 in-

8) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

9) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

dica 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, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.5 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 ba-

sati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-24 è composto dai 14 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-44 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-24, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Islanda, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

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.

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.

2 MARZO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

6 APRILE E 4 MAGGIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

8 GIUGNO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

6 LUGLIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

3 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

31 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

5 OTTOBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'11 ottobre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dall'11 ottobre 2006.

2 NOVEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

7 DICEMBRE 2006

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

21 DICEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare, da 40 a 50 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2007. Tale incremento tiene conto dei seguenti aspetti: le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro sono cresciute marcatamente negli ultimi anni e ci si attende che aumentino ulteriormente nel 2007. L'Eurosistema, pertanto, 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 2008.

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO 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 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.



DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 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 aprile 2007 e giugno 2007. 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 annuale 2006, aprile 2007.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza maggio 2006.

Rapporto sulla convergenza dicembre 2006.

Rapporto sulla convergenza maggio 2007.

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.

Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro, febbraio 2007.

Gli accordi dell'UE per la gestione delle crisi finanziarie, febbraio 2007.

Le rimesse degli emigrati verso le regioni confinanti con l'UE, febbraio 2007.
La comunicazione della politica monetaria ai mercati finanziari, aprile 2007.
Origini e implicazioni dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro, aprile 2007.
Il raccordo disavanzo-debito delle amministrazioni pubbliche, aprile 2007.
Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro, maggio 2007.
Concorrenza e performance economica del settore dei servizi nell'area dell'euro, maggio 2007.
Determinanti della crescita negli Stati membri dell'UE in Europa centrale e orientale, maggio 2007.
Operazioni di riacquisto di azioni proprie nell'area dell'euro, maggio 2007.
L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004, luglio 2007.
Caratteristiche strutturali salienti, andamenti economici e reimpiego dei proventi petroliferi nei paesi esportatori di petrolio, luglio 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. Picón Aguilar, novembre 2006.
- 55 *Globalisation and euro area trade – Interactions and challenges*, di U. Baumann e F. Di Mauro, marzo 2007.
- 56 *Assessing fiscal soundness: theory and practice*, di N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother e J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 *Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe*, di S. Herrmann e E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 *Long-term growth prospects for the Russian economy*, di R. Beck, A. Kamps e E. Mileva, marzo 2007.
- 59 *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience*, di C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler e T. Rautanen, aprile 2007.
- 60 *Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa*, di U. Böwer, A. Geis e A. Winkler, aprile 2007.
- 61 *Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach*, di O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini e T. Zumer, aprile 2007.
- 62 *Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective*, di J. A. Garcia e A. van Rixtel, giugno 2007.
- 63 *Corporate finance in the euro area – including background material*, a cura della Task Force del Monetary Policy Committee del SEBC, giugno 2007.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 4, aprile 2006 (disponibile solo online).

Research Bulletin n. 5, dicembre 2006.

Research Bulletin n. 6, giugno 2007.

WORKING PAPERS SERIES

- 745 *Market discipline, financial integration and fiscal rules: what drives spreads in the euro area government bond market?*, di S. Manganelli e G. Wolszijk, aprile 2007.
- 746 *U.S. evolving macroeconomic dynamics: a structural investigation*, di L. Benati e H. Mumtaz, aprile 2007.
- 747 *Tax reform and labour-market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the New Area-Wide Model*, di G. Coenen, P. McAdam e R. Straub, aprile 2007.
- 748 *Financial dollarisation: the role of banks and interest rates*, di H. S. Basso, O. Calvo-Gonzalez e M. Jurgilas, maggio 2007.
- 749 *Excess money growth and inflation dynamics*, di B. Roffia e A. Zaghini, maggio 2007.
- 750 *Long-run macroeconomic relations in the global economy*, di S. Dees, S. Holly, M. H. Pesaran e L. V. Smith, maggio 2007.
- 751 *A look into the factor model black box: publication lags and the role of hard and soft data in forecasting GDP*, di M. Bańbura e G. Rünstler, maggio 2007.
- 752 *Econometric analyses with backdated data: unified Germany and the euro area*, di E. Angelini e M. Marcellino, maggio 2007.
- 753 *Trade credit defaults and liquidity provision by firms*, di F. Boissay e R. Gropp, maggio 2007.
- 754 *Euro area inflation persistence in an estimated nonlinear DSGE model*, di G. Amisano e O. Tristani, maggio 2007.

- 755 *Durable goods and their effect on household saving ratios in the euro area*, di J. Jalava e I. K. Kavonius, maggio 2007.
- 756 *Maintaining low inflation: money, interest rates and policy stance*, di S. Reynard, maggio 2007.
- 757 *The cyclicalities of consumption, wages and employment of the public sector in the euro area*, di A. Lamo, J. J. Pérez e L. Schuknecht, maggio 2007.
- 758 *Red tape and delayed entry*, di A. Ciccone e E. Papaioannou, giugno 2007.
- 759 *Linear-quadratic approximation, external habit and targeting rules*, di P. Levine, J. G. Pearlman e R. Pierse, giugno 2007.
- 760 *Modelling intra- and extra-area trade substitution and exchange rate pass-through in the euro area*, di A. Dieppe e T. Warmedinger, giugno 2007.
- 761 *External imbalances and the US current account: how supply-side changes affect an exchange rate adjustment*, di P. Engler, M. Fidora e C. Thimann, giugno 2007.
- 762 *Patterns of current account adjustment: insights from past experience*, di B. Algieri e T. Bracke, giugno 2007.
- 763 *Short- and long-run tax elasticities: the case of the Netherlands*, di G. Wolswijk, giugno 2007.
- 764 *Robust monetary policy with imperfect knowledge*, di A. Orphanides e J. C. Williams, giugno 2007.
- 765 *Sequential optimization, front-loaded information, and U.S. consumption*, di A. Willman, giugno 2007.
- 766 *How and when do markets tip? Lessons from the Battle of the Bund*, di E. Cantillon e P.-L. Yin, giugno 2007.
- 767 *Explaining monetary policy in press conferences*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, giugno 2007.
- 768 *A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area*, di M. van Leuvensteijn, J. A. Bikker, A. van Rixtel e C. K. Sørensen, giugno 2007.
- 769 *The 'Great Moderation' in the United Kingdom*, di L. Benati, giugno 2007.
- 770 *Welfare implications of Calvo vs. Rotemberg pricing assumptions*, di G. Lombardo e D. Vestin, giugno 2007.
- 771 *Policy rate decisions and unbiased parameter estimation in typical monetary policy rules*, di J. Podpiera, giugno 2007.
- 772 *Can adjustment costs explain the variability and counter-cyclicalities of the labour share at the firm and aggregate level?*, di P. Vermeulen, giugno 2007.

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).

Government finance statistics guide, gennaio 2007.

Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament, gennaio 2007.

Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament, gennaio 2007.

Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report, febbraio 2007.

List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves, febbraio 2007 (disponibile solo online).

Financial statistics for a global economy - Proceedings of the 3rd ECB Conference on statistics, febbraio 2007.

Euro Money Market Study 2006, febbraio 2007 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament, febbraio 2007.

Monetary financial institutions and markets statistics sector manual, marzo 2007.
Financial Integration in Europe, marzo 2007.
TARGET2-Securities – The blueprint, marzo 2007 (disponibile solo online).
TARGET2-Securities – Technical feasibility, marzo 2007 (disponibile solo online).
TARGET2-Securities – Operational feasibility, marzo 2007 (disponibile solo online).
TARGET2-Securities – Legal feasibility, marzo 2007 (disponibile solo online).
TARGET2-Securities – Economic feasibility, marzo 2007 (disponibile solo online).
Risk measurement and systemic risk. Fourth Joint Central Bank Research Conference, 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System, aprile 2007.
How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins, aprile 2007.
Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU, aprile 2007.
TARGET Annual Report 2006, maggio 2007 (disponibile solo online).
European Union balance of payments: international investment position statistical methods, maggio 2007.
Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: statistical tables, maggio 2007 (disponibile solo online).
The euro bonds and derivatives markets, giugno 2007 (disponibile solo online).
Review of the international role of the euro, giugno 2007.
Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications, giugno 2007.
Financial Stability Review, giugno 2007.
Monetary policy: A journey from theory to practice, giugno 2007.
Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, giugno 2007 (disponibile 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 irrecuperabile.

Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

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 dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso minimo di offerta [minimum bid rate]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [inflation-indexed government bonds]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [debt security]: promessa da parte dell'emittente (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.