



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE  
AGOSTO**

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

IE ECB EZB EKT EKP

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

**08 | 2007**

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE AGOSTO 2007

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



© Banca Centrale Europea, 2007

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main - Germany

**Indirizzo postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main - Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

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

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

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

*Le statistiche contenute  
in questo numero sono aggiornate  
al 1° agosto 2007.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



## INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>	<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>		<b>ALLEGATI</b>	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	13	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2006	V
Prezzi e costi	39	Glossario	XIII
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	48		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	57		
<b>Riquadri:</b>			
1 Risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro	17		
2 Volatilità del tasso di interesse <i>overnight</i> e sua trasmissione lungo la curva dei rendimenti del mercato monetario	26		
3 Attività di fusione e acquisizione e andamento dei corsi azionari nell'area dell'euro	36		
4 I risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE per il terzo trimestre del 2007	44		
5 Andamenti recenti della fiducia dei consumatori	51		
6 Introduzione dell'euro a Cipro e Malta dal 1° gennaio 2008	59		
<b>ARTICOLI</b>			
La correzione degli squilibri mondiali in un contesto di crescente integrazione finanziaria internazionale	65		
Il finanziamento delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro	79		
I <i>leveraged buyout</i> e la stabilità finanziaria	93		

## SIGLARIO

### PAESI

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

### ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
HWWI	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE 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 2 agosto 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 che si sono rese disponibili dopo la riunione del 5 luglio hanno ulteriormente confortato il quadro della situazione tracciato in precedenza. I recenti andamenti economici e gli indicatori ricavati dalle indagini congiunturali confermano che nell'area dell'euro è proseguita una robusta crescita dell'economia nel corso del secondo trimestre. Il rincaro del petrolio, il profilarsi di vincoli di capacità e il potenziale rafforzamento della dinamica dei salari e dei costi avvalorano, unitamente ad altri fattori, la precedente valutazione del Consiglio direttivo secondo cui vi sono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. L'esistenza di tali rischi a medio-lungo termine trova conferma nel vigore dell'espansione monetaria di fondo. È essenziale pertanto vigilare con molta attenzione per evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Ciò, a sua volta, concorrerà ad assicurare che le aspettative d'inflazione a medio-lungo termine nell'area dell'euro restino saldamente ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Come sottolineato in passato, questo costituisce un presupposto affinché la politica monetaria continui a contribuire a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro nell'area. Alla luce del contesto economico attualmente positivo nell'area dell'euro, la politica monetaria della BCE si connota ancora come accomodante. Nel complesso perdurano condizioni di finanziamento favorevoli, una vigorosa crescita di moneta e credito e una situazione di liquidità abbondante. In prospettiva, resta quindi necessario intervenire con tempestività e fermezza per assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Per quanto riguarda innanzitutto l'analisi economica, l'Eurostat ha recentemente riveduto al rialzo, allo 0,7 per cento, la stima della crescita del PIL in termini reali nel primo trimestre del 2007, confermando il persistente vigore dell'economia nell'area dell'euro. Inoltre, i dati recenti e i risultati delle ultime indagini congiunturali suggeriscono che l'attività economica

ha continuato a crescere a ritmi sostenuti nel secondo trimestre, confortando lo scenario di base assunto dal Consiglio direttivo.

Guardando al futuro, le prospettive di espansione nel medio periodo restano favorevoli. Vi sono i presupposti per il perdurare di una crescita sostenuta nell'area dell'euro. Quanto al contesto esterno, l'espansione dell'economia è divenuta più equilibrata tra le regioni del mondo e seguita a essere vigorosa. Le condizioni esterne continuano, dunque, a sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. Anche la domanda interna dell'area dovrebbe preservare il suo slancio relativamente vivace. Gli investimenti dovrebbero restare dinamici, beneficiando di condizioni di finanziamento complessivamente favorevoli, utili societari che sono stati e permangono elevati, ristrutturazione dei bilanci, nonché guadagni di efficienza delle imprese su un periodo prolungato. I consumi saranno sostenuti dall'evoluzione del reddito disponibile reale, in un contesto caratterizzato dal perdurare di una forte crescita dell'occupazione.

I rischi per questo favorevole scenario di crescita sono sostanzialmente bilanciati nel breve periodo. A medio-lungo termine restano complessivamente orientati verso il basso, soprattutto per effetto di fattori esterni riconducibili segnatamente alla possibilità di bruschi mutamenti del clima di fiducia nei mercati finanziari mondiali che potrebbero comportare una ridefinizione del prezzo del rischio, a ulteriori incrementi del prezzo del petrolio, alla preoccupazione circa un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri mondiali e ai timori di un aumento delle pressioni protezionistiche.

Passando ai prezzi, come evidenzia la stima rapida dell'Eurostat, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è stato pari all'1,8 per cento a luglio, rispetto all'1,9 di giugno. In prospettiva, il profilo a breve termine dei tassi di inflazione continua a riflettere in ampia misura l'evoluzione dei prezzi dell'energia, dati i significativi effetti base connessi alla volatilità di tale componente lo scorso anno. Tenuto conto dell'attuale livello delle quotazioni del greggio e dei relativi contratti *future*, è probabile che nei prossimi mesi l'inflazio-

ne continui sostanzialmente ad attestarsi intorno ai valori correnti, per poi registrare un incremento significativo verso fine anno, ampiamente ascrivibile ai menzionati effetti base.

Nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria le prospettive per la stabilità dei prezzi rimangono soggette a rischi al rialzo. La recente evoluzione dei corsi del petrolio costituisce un monito circa i potenziali rischi per la stabilità dei prezzi connessi alla dinamica della componente delle materie prime. Nel complesso, tuttavia, rischi al rialzo derivano in ampia misura da fattori interni. In particolare, dato l'elevato grado di utilizzo delle risorse nell'economia dell'area dell'euro e con l'occupazione in forte crescita, si profilano vincoli di capacità che potrebbero indurre, segnatamente, una dinamica dei salari e dei costi più vivace delle attese. Inoltre, in tale contesto il potere delle imprese nel determinare i prezzi in segmenti di mercato a bassa concorrenza potrebbe incrementare i margini di profitto. 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 particolare, dovrebbero essere sufficientemente differenziati per tenere conto delle posizioni in termini di competitività di prezzo, del livello tuttora elevato della disoccupazione in numerose 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 aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette in aggiunta a quelli anticipati finora, nonché dal possibile orientamento prociclico della politica di bilancio in alcuni paesi

Dato il persistente vigore della crescita di fondo della moneta e del credito in condizioni di liquidità già abbondanti, l'analisi monetaria conferma l'esistenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Il protrarsi della forte espansione della moneta trova riscontro nella prosecuzione della solida crescita di M3, che in giugno si è collocata al 10,9 per cento sui

dodici mesi, nonché nei ritmi di incremento del credito tuttora elevati. Questa perdurante evoluzione della moneta e del credito rispecchia in parte condizioni di finanziamento favorevoli e una 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 nell'inclinazione della curva dei rendimenti e altri fattori di probabile carattere transitorio. In questa prospettiva maggiormente orientata al medio periodo si riscontrano diverse indicazioni del fatto che l'aumento dei tassi di interesse a breve influisce 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, pur continuando a registrare valori a due cifre. Tale stabilizzazione risulta particolarmente evidente nell'indebitamento delle famiglie, per effetto di una certa attenuazione della dinamica dei prezzi delle abitazioni, che si mantiene non-dimeno su livelli elevati nella media dell'area.

Tenuto conto del persistente vigore della crescita monetaria e creditizia, 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 questo 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, nella valutazione delle 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, riconducibili alle quotazioni petrolifere e, in particolare, a fattori interni. Con l'elevato grado di utilizzo delle risorse e il continuo miglioramento della situazione nei mercati del lavoro si profilano vincoli di capacità che potrebbero indurre, in particolare, una dinamica dei salari e dei costi più vivace del previsto, nonché aumenti dei margini di profitto connessi al maggiore potere delle imprese nel determinare i prezzi. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma la valutazione secondo cui esistono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Il Consiglio direttivo vigilerà quindi con molta attenzione per evitare che si concretizzino tali rischi 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. Pertanto, in prospettiva, resta necessario intervenire con tempestività e fermezza per assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, riveste importanza cruciale che nel contesto economico attualmente positivo i governi dei paesi dell'area dell'euro evitino politiche procicliche e accelerino il ritmo di risanamento dei conti pubblici. Gli obiettivi di bilancio, che in alcuni paesi non sono ambiziosi, non vanno ridimensionati e gli introiti straordinari dovrebbero essere destinati alla riduzione del disavanzo. I piani di bilancio per il 2008 dovrebbero riflettere l'attuale esigenza di risanamento stabilendo concrete misure di riduzione del disavanzo, preferibilmente dal lato della spesa. Il ridimensionamento dei piani di risanamento in presenza di risultati di bilancio inaspettatamente positivi comporta il rischio che si ripeta l'esperienza del 2000-2001, quando una insufficiente preparazione a un rallentamento dell'economia ha portato in breve tempo a disavanzi eccessivi.

Come sottolineato in precedenti occasioni, riveste altresì importanza cruciale che i governi nazionali attuino le riforme strutturali con determinazione per migliorare il funzionamento e la flessibilità dei mercati e accrescere la con-

correnza. Il rispetto del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza è imprescindibile al fine di promuovere la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nel lungo periodo. L'ulteriore liberalizzazione dei mercati, in particolare nel settore agricolo e in quello dei servizi, ha accresciuto la concorrenza; la riduzione delle barriere nazionali andrebbe a beneficio dei consumatori determinando un abbassamento dei prezzi, un aumento dei salari reali e una maggiore scelta di prodotti. Anche le imprese ne trarrebbero vantaggio, poiché questi fattori potenzierebbero l'efficienza, il dinamismo e la capacità di far fronte agli shock economici nonché di raccogliere le sfide e le opportunità derivanti dalla globalizzazione. Il completamento del mercato interno deve dunque costituire una priorità, in particolare per quanto riguarda l'ulteriore integrazione dei mercati finanziari, il perseguimento di un'effettiva concorrenza nelle industrie di rete e l'applicazione della direttiva sui servizi.

I mercati finanziari attraversano al momento una fase di nervosismo caratterizzata da un aumento della volatilità e da un riesame dei rischi. Tale evoluzione manifesta segnali di normalizzazione per quanto concerne la definizione del prezzo del rischio. I mutamenti del clima di fiducia vanno tenuti sotto stretta osservazione. Il Consiglio direttivo continuerà a prestare grande attenzione agli andamenti dei mercati nel prossimo periodo.

Questa edizione del Bollettino mensile contiene tre articoli. Il primo analizza i principali fattori alla base degli squilibri mondiali ed esamina possibili meccanismi di aggiustamento nonché le implicazioni sul piano delle politiche nel contesto dell'integrazione finanziaria in atto a livello globale. Il secondo si incentra sulle differenze fra il finanziamento delle piccole e medie imprese e quello delle grandi imprese, nonché sull'esistenza di vincoli di finanziamento per le piccole e medie imprese nell'area dell'euro. Il terzo articolo riguarda l'attività di acquisizione tramite capitale di prestito (*leveraged buyout*) nell'Unione europea e i rischi connessi per il settore bancario e l'insieme del mercato finanziario.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*Lo slancio dell'economia mondiale permane robusto, sostenuto in particolare dalla vivace attività economica nei mercati emergenti. L'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta stabile nei paesi industrializzati, ma prevalgono indicazioni di un aumento delle pressioni inflazionistiche in considerazione dell'emergere di limitazioni nella capacità produttiva e dei crescenti prezzi delle materie prime a livello globale. I rischi per le prospettive dell'economia mondiale derivano da possibili bruschi mutamenti del clima di fiducia dei mercati finanziari mondiali che potrebbero comportare una ridefinizione del prezzo del rischio, da ulteriori incrementi del prezzo del petrolio, dalle preoccupazioni circa un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri mondiali e dai timori di un aumento delle pressioni protezionistiche.*

#### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

La vigorosa attività economica nei mercati emergenti resta, nel complesso, uno dei fattori determinanti del protratto slancio della crescita economica mondiale. Malgrado un lieve rallentamento, la produzione industriale nei paesi dell'OCSE ha continuato a espandersi a un ritmo relativamente sostenuto nei primi quattro mesi del 2007. Inoltre, le indicazioni tratte dalle indagini più recenti evidenziano un rinnovato dinamismo dell'economia mondiale nel secondo trimestre, nei settori sia manifatturiero sia dei servizi.

Gli andamenti dei prezzi a livello mondiale continuano a essere fortemente influenzati dalle variazioni dei corsi delle materie prime. I tassi di crescita sui dodici mesi dell'indice generale dei prezzi al consumo e di quello al netto degli alimentari e dell'energia sono rimasti invariati nei paesi dell'OCSE in maggio, rispettivamente al 2,2 e 2,1 per cento (cfr. figura 1). Tuttavia, il continuo aumento dei prezzi degli input in giugno fa ritenere che stiano continuando ad accumularsi pressioni inflazionistiche dal lato dei costi a livello mondiale, considerate le incipienti limitazioni nella capacità produttiva e le crescenti quotazioni delle materie prime.

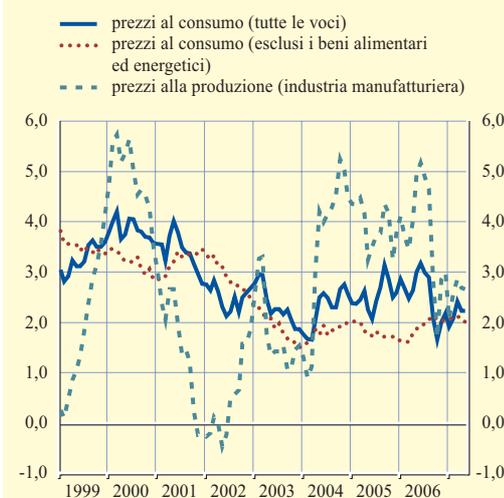
#### STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica si è nettamente ripresa nel secondo trimestre del 2007 e l'inflazione è rimasta su livelli, in certa misura, elevati. In base alle stime preliminari, il PIL in termini reali è salito al 3,4 per cento sul trimestre precedente in ragione d'anno, dallo 0,6 per cento del primo trimestre. Tale andamento riflette principalmente un recupero delle esportazioni nette e degli investimenti, mentre è risultato minore il contributo dei consumi privati.

Le spinte inflazionistiche sono rimaste moderatamente elevate negli ultimi mesi. L'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi si è collocata al 2,7 per cento in giugno, così come a maggio, e anche il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasto immutato al 2,2, per cento (cfr. figura 2).

**Figura 1** Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

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

### GIAPPONE

In Giappone è proseguita senza interruzioni la ripresa dell'attività economica, mentre l'inflazione si è mantenuta su valori contenuti. I risultati dell'indagine Tankan della Banca del Giappone per il mese di giugno mostrano che le condizioni di mercato hanno continuato a essere positive, nonostante un lieve deterioramento per quanto riguarda le piccole e medie imprese nel secondo trimestre. Gli indici di diffusione relativi alle grandi imprese manifatturiere e non manifatturiere sono rimasti invariati rispetto a marzo, su livelli relativamente alti.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione ha continuato a essere contenuta (cfr. figura 2). In giugno l'indice complessivo dei prezzi al consumo è diminuito dello 0,2 per cento sui dodici mesi (rispetto allo 0,0 per cento di maggio), mentre la variazione dell'IPC al netto degli alimentari freschi è stata del -0,1 per cento, lo stesso tasso registrato il mese precedente. I contributi negativi provenienti da varie voci, soprattutto dagli alimentari ma anche dalle spese per la cultura e il tempo libero, hanno continuato a moderare l'inflazione in giugno.

Nella riunione del 12 luglio 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.

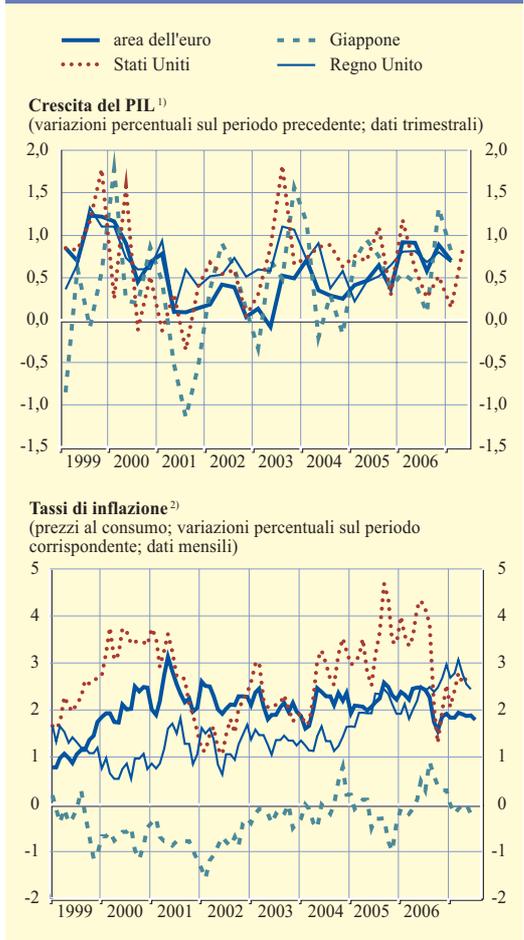
### REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita economica si è mantenuta robusta nel secondo trimestre (cfr. figura 2). La stima preliminare indica una crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente pari allo 0,8 per cento, di poco superiore al primo trimestre. Nel contempo, i dati sulle vendite al dettaglio per il periodo aprile-giugno segnalano una solida espansione dei consumi delle famiglie.

Passando all'evoluzione dei prezzi, in giugno il tasso di crescita sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è ulteriormente calato, al 2,4 per cento, dal 2,5 per cento di maggio. La diminuzione dei prezzi dei servizi di pubblica utilità ha continuato a rappresentare il principale fattore all'origine del decremento.

Il 2 agosto il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di mantenere il tasso ufficiale di riferimento al 5,75 per cento.

**Figura 2 | principali andamenti delle maggiori economie industrializzate**



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

## ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'espansione del prodotto ha continuato a essere robusta, principalmente per effetto della sostenuta domanda interna. In giugno gli andamenti dell'inflazione nei vari paesi sono stati contrastanti.

Nel primo trimestre la crescita del PIL in termini reali è stata pari allo 0,5 per cento sul periodo precedente in Danimarca, mentre in Svezia è calata allo 0,6 per cento. In entrambi i paesi l'attività economica è stata alimentata soprattutto dalla domanda interna. L'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta moderata in giugno sia in Danimarca sia in Svezia, all'1,3 per cento, nel primo caso registrando una flessione, nel secondo un aumento.

Nelle quattro economie principali dell'Europa centrale e orientale (Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Romania) l'espansione del prodotto è rimasta generalmente robusta nel primo trimestre, pur continuando a ridursi leggermente in Ungheria. Nella Repubblica Ceca, in Polonia e in Romania l'incremento del PIL in termini reali è stato trainato dalla domanda interna, mentre in Ungheria ha beneficiato soprattutto delle esportazioni nette. Quanto ai prezzi, in giugno si sono confermate differenze significative nel livello dell'inflazione fra i quattro paesi. Nella Repubblica Ceca e in Polonia l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita al 2,6 per cento, risultando più elevata in Romania, al 3,9 per cento. Il tasso di inflazione più elevato si è registrato in Ungheria (8,5 per cento), principalmente per il forte aumento delle imposte indirette previsto dal pacchetto di risanamento fiscale del paese. Il 26 luglio 2007 la banca centrale della Repubblica Ceca ha innalzato il tasso di riferimento di 25 punti base, al 3 per cento, per contenere le spinte inflazionistiche.

## PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica ha continuato a procedere a ritmi elevati, specie in Cina. In questo paese le pressioni inflazionistiche sono ulteriormente aumentate, mentre in altre grandi economie della regione, e in particolare in India, hanno continuato ad attenuarsi.

In Cina nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali si è collocata all'11,9 per cento (in ragione d'anno), rispetto all'11,1 per cento del trimestre precedente. L'avanzo commerciale del paese ha continuato ad ampliarsi, portando l'avanzo cumulato da gennaio a giugno a 113 miliardi di dollari USA, con un incremento dell'84 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. In giugno l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 4,4 per cento, dal 3,4 per cento di maggio, in gran parte per effetto del rincaro degli alimentari. Il 20 luglio la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha aumentato di 27 punti base il tasso di riferimento sui depositi e quello sui prestiti, portandoli rispettivamente al 3,3 e al 6,8 per cento.

## AMERICA LATINA

In America latina è proseguito il vigore dell'attività economica, seppur con risultati diversi in termini di crescita e di inflazione fra i maggiori paesi. In Brasile l'attività si è mantenuta solida, e in maggio la crescita della produzione industriale ha raggiunto il 4,9 per cento sull'analogo periodo dell'anno precedente. La variazione sui dodici mesi dei prezzi al consumo ha toccato in giugno il 3,7 per cento. Il 19 luglio il Banco Central do Brasil ha ridotto il tasso ufficiale di 50 punti base, all'11,5 per cento. Anche in Argentina l'attività è rimasta robusta in giugno, con un'espansione sui dodici mesi della produzione industriale pari al 5,0 per cento. La variazione sui dodici mesi dei prezzi al consumo è rimasta elevata, collocandosi nello stesso mese all'8,8 per cento. In Messico l'attività economica ha continuato a dare segni di debolezza e in maggio la crescita della produzione industriale è scesa all'1,1 per cento, mentre in giugno l'inflazione al consumo è rimasta invariata al 4,0 per cento sui dodici mesi.



## 1.2 I MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi hanno segnato un'impennata all'inizio di luglio, avvicinandosi ai massimi storici dello scorso anno (cfr. figura 3). Da allora sono rimasti stabili, e il 1° agosto il greggio di qualità Brent veniva scambiato a un prezzo di 76,5 dollari al barile, inferiore di circa 2 dollari al massimo dell'agosto 2006. Le quotazioni hanno tratto vigore soprattutto dall'irrigidimento delle condizioni sul mercato petrolifero e dal permanere di tensioni geopolitiche. Il contenimento della produzione OPEC e le condizioni tese a breve termine dell'offerta del Mare del Nord hanno coinciso con la forte domanda estiva, esercitando pressioni al rialzo sui prezzi. A riprova di quanto siano tese le condizioni del mercato nel breve periodo, nella struttura per scadenze del prezzo del Brent le quotazioni a pronti sono state più elevate di quelle a termine. I corsi petroliferi sono stati supportati anche dai recenti rapporti dell'Agenzia internazionale per l'energia, che segnalano un crescente irrigidimento delle condizioni di mercato a partire dal 2010. Stando all'Agenzia, inoltre, la capacità eccedente dell'OPEC, che è andata costantemente aumentando dai minimi di fine 2004, dovrebbe restare relativamente limitata fino al 2009, per poi calare decisamente. Alla luce di ciò, è probabile che i prezzi del petrolio rimangano su livelli elevati e continuino a essere sensibili a variazioni anche modeste del contesto esterno.

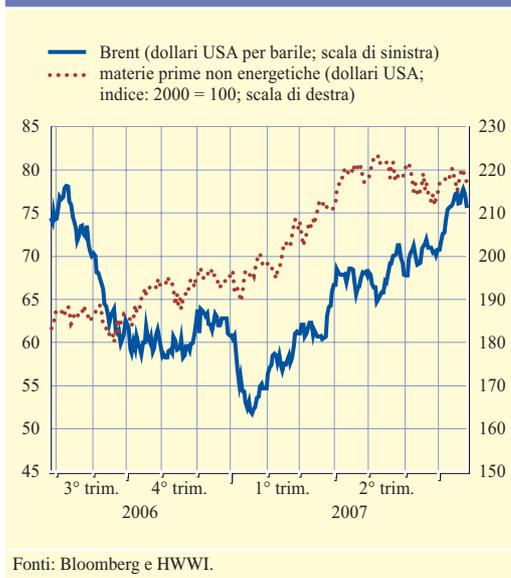
I corsi delle materie prime non energetiche sono anch'essi aumentati all'inizio di luglio, sospinti soprattutto da un rincaro delle derrate agricole (cfr. figura 3). Questo rialzo complessivo ha tuttavia segnato una battuta d'arresto a metà luglio, principalmente a seguito di un calo dei prezzi degli alimentari, in particolare dei semi oleosi e degli oli. L'indice complessivo dei prezzi delle materie prime non energetiche (denominati in dollari USA) ha evidenziato da allora una certa volatilità, collocandosi verso fine luglio su un livello superiore, in media, di circa il 17 per cento a quello di un anno prima.

## 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno, e quindi per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro, rimangono favorevoli. In maggio il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito (CLI) per i paesi dell'OCSE è migliorato, dopo vari mesi di moderazione. Più specificamente, il CLI segnalava un miglioramento delle prospettive per il Regno Unito, il Canada e gli Stati Uniti. I dati del CLI più recenti per le principali economie non appartenenti all'OCSE indicavano il protrarsi di una robusta espansione in Cina, India e Brasile.

I rischi per le prospettive dell'economia mondiale derivano da possibili bruschi mutamenti del clima di fiducia dei mercati finanziari mondiali che potrebbero comportare una ridefinizione del prezzo del rischio, da ulteriori incrementi del prezzo del petrolio, dalle preoccupazioni circa un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri mondiali e dai timori di un aumento delle pressioni protezionistiche.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Le dinamiche di fondo della moneta e del credito sono rimaste vigorose in giugno, sostenute dalle favorevoli condizioni finanziarie e dal proseguimento della crescita economica nell'area. Tale andamento si è riflesso sia nella perdurante robusta crescita di M3, al 10,9 per cento sui dodici mesi, sia in protratti incrementi annui a due cifre del credito delle IFM al settore privato. La crescita di M1 è rimasta considerevolmente inferiore a quella delle altre componenti di M3, a fronte del rallentamento della domanda di attività monetarie più liquide indotto dalla graduale rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria. Nel contempo, la crescita di M3 è stata stimolata dal profilo ancora relativamente piatto della curva dei rendimenti nell'area dell'euro e dalla dinamica vigorosa degli investimenti in attività finanziarie dell'area da parte di non residenti. La possibile temporaneità di tali effetti induce una certa cautela nella valutazione della crescita di M3. Nondimeno, anche dopo aver tenuto conto di questi effetti di breve-medio termine, la dinamica monetaria di fondo resta vigorosa e indica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

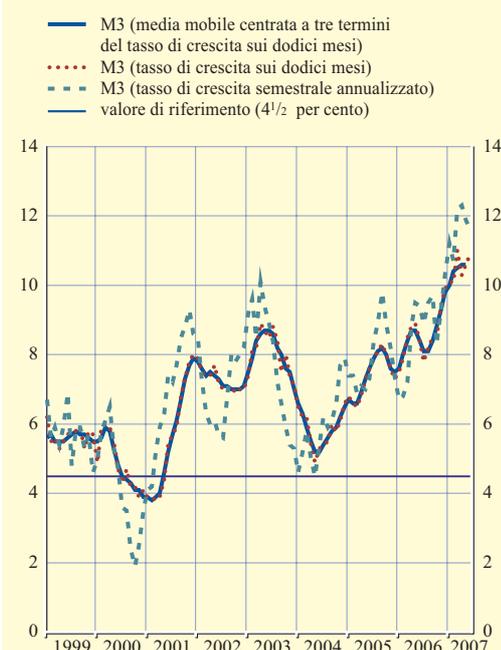
Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salito al 10,9 per cento in giugno, dal 10,6 per cento in maggio. L'incremento è stato dello 0,8 per cento sul mese precedente, in linea con gli incrementi mensili medi osservati dalla fine del 2006. Il recente vigore dell'espansione monetaria è chiaramente visibile anche nella dinamica di breve termine, misurata dal tasso di crescita sui sei mesi di M3 espresso in ragione d'anno, che si è mantenuto ampiamente superiore al tasso sui dodici mesi (cfr. figura 4).

Gli ultimi dati sugli aggregati monetari e del credito confermano le valutazioni formulate negli ultimi mesi, secondo cui gli andamenti monetari risentono dell'effetto della graduale rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria in atto dal dicembre 2005. Dal lato delle componenti, il rialzo dei tassi di interesse ha aumentato il costo opportunità di detenere depositi *overnight*, frenando la dinamica di M1, che segna pertanto una variazione largamente inferiore a quella delle altre principali componenti di M3. Dal lato delle contropartite, l'impatto del rialzo dei tassi di interesse si riflette nella dinamica del credito al settore privato, che si è stabilizzata dall'autunno 2006 principalmente per effetto della moderazione dell'indebitamento delle famiglie, ma che ha continuato a crescere in giugno al tasso molto vigoroso del 10,8 per cento sui dodici mesi.

Il rialzo dei tassi di interesse a breve termine ha inoltre stimolato la domanda di attività monetarie non comprese nell'aggregato monetario

Figura 4 Crescita di M3 e valore di riferimento

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



Fonte: BCE.

ristretto M1 (cioè M3-M1), in particolare depositi a termine a breve scadenza e strumenti negoziabili. Data l'inclinazione ancora relativamente piatta della curva dei rendimenti, questi strumenti offrono una remunerazione sostanzialmente analoga a quella offerta da attività con scadenze più lunghe non comprese in M3, pur vantando caratteristiche di liquidità e di rischio più favorevoli. Nonostante l'aumento dell'inclinazione della curva da aprile, la dinamica al rialzo della domanda di M3-M1 non ha fatto segnare inversioni, ed è probabile che gli investitori continueranno 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 delle variazioni della struttura dei rendimenti, si riscontra che i dati più recenti continuano a indicare 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 vigorosa attività economica.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il tasso di variazione sui dodici mesi di M1 è aumentato lievemente al 6,1 per cento in giugno, dal 5,9 per cento in maggio, riflettendo il calo della crescita del circolante a fronte di un aumento di quella dei depositi *overnight* (cfr. tavola 1). Nei mesi recenti, l'impatto su M1 dell'aumento dei costi opportunità sembra essere stato annullato da forze di segno opposto, in particolare il contributo crescente della vigorosa attività economica alla domanda transattiva di M1.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è salito al 13,9 per cento in giugno, dal 13,6 del mese precedente. L'incremento è riconducibile a un'ulteriore ripresa della crescita dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), a fronte di un ulteriore aumento del 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

**Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 mag.	2007 giu.
<b>M1</b>	<b>46,2</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>
Banconote e monete in circolazione	7,3	11,4	11,1	10,5	10,0	9,6	9,2
Depositi <i>overnight</i>	38,9	7,0	6,0	6,3	5,5	5,3	5,5
<b>M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)</b>	<b>38,7</b>	<b>9,5</b>	<b>11,1</b>	<b>11,9</b>	<b>13,1</b>	<b>13,6</b>	<b>13,9</b>
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	20,1	19,7	25,2	29,5	33,2	34,7	35,0
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	18,6	2,4	1,1	-0,8	-2,1	-2,3	-2,5
<b>M2</b>	<b>85,0</b>	<b>8,4</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>9,3</b>	<b>9,5</b>
<b>M3 - M2 (= strumenti negoziabili)</b>	<b>15,0</b>	<b>6,4</b>	<b>11,3</b>	<b>16,9</b>	<b>19,4</b>	<b>18,6</b>	<b>19,9</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>8,1</b>	<b>9,0</b>	<b>10,2</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,9</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>9,2</b>	<b>8,8</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,3</b>	<b>8,7</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		-0,9	-3,1	-4,5	-4,3	-3,1	-3,6
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,6	-0,4	-1,3	-1,2	-0,9	-1,3
Credito al settore privato		11,9	11,9	11,1	11,0	11,1	11,5
Prestiti al settore privato		11,2	11,2	10,6	10,5	10,4	10,8
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>8,5</b>	<b>9,0</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>	<b>9,9</b>	<b>10,3</b>

Fonte: BCE.

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

continuano ad essere interessanti dato che la remunerazione offerta da questi strumenti è aumentata nei trimestri recenti, sostanzialmente in linea con l'aumento dei tassi a breve termine, ampliando così il differenziale di rendimento con i depositi *overnight* e i depositi a risparmio a breve.

Più in generale, l'attuale vigore della domanda di strumenti compresi in M3, ma non in M1, riflette la loro attrattiva rispetto ad attività finanziarie a più lungo termine non comprese in M3. In particolare, considerato l'attuale profilo ancora relativamente piatto della curva dei rendimenti nell'area, questi strumenti offrono maggiore liquidità e minor rischio a un costo opportunità modesto in termini di rendimento. Inoltre, 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 più remunerativi rispetto al corrispondente tasso di interesse di riferimento sul mercato monetario; infine, il sostenuto ritmo di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine potrebbe riflettere il fatto che le emissioni sono per la maggior parte a tasso variabile e consentono quindi agli investitori la possibilità di beneficiare degli aumenti dei tassi che si verificano prima della scadenza.

In giugno 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 "depositi di M3", che rappresentano la maggior aggregazione di componenti di M3 per cui sono disponibili dati per settore detentore). L'incremento è ampiamente riconducibile al rafforzamento della crescita dei depositi detenuti dalle famiglie e da altri intermediari finanziari non monetari (escluse le società di assicurazione e i fondi pensione). Nel caso dei depositi detenuti dalle famiglie, l'aumento di giugno prosegue la modesta ma regolare tendenza al rialzo osservata dal 2004, mentre nel caso degli altri intermediari finanziari non monetari l'incremento della domanda di depositi compresi in M3 ha riflettuto principalmente la vigorosa dinamica mensile della domanda di contratti pronti contro termine. Tali andamenti sono stati di breve durata, come riflesso dalla volatilità di questa serie.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il più elevato ritmo di crescita sui dodici mesi di M3 a giugno riflette un'accelerazione del credito totale ai residenti dell'area dell'euro. Tale andamento nasconde un maggior tasso di decremento sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche. Le IFM hanno ricominciato in giugno a ridimensionare la propria esposizione verso le amministrazioni pubbliche, tanto in termini di titoli di debito che di prestiti. Ciò segna un'inversione rispetto agli acquisti netti registrati in maggio, che a loro volta avevano interrotto un periodo di riduzione dell'esposizione durato tredici mesi consecutivi.

L'elevata dinamica sui dodici mesi di M3 continua ad essere ascrivibile all'espansione dei prestiti al settore privato. Riflettendo l'impatto dell'aumento dei tassi di interesse, la crescita di questi prestiti si è stabilizzata nei mesi recenti, interrompendo la tendenza al rialzo osservata tra la primavera del 2004 e la metà del 2006, ma è comunque salita al 10,8 per cento in giugno, sostenendo l'aumento della crescita di M3 anche in tale mese.

L'aumento del tasso di crescita dei prestiti al settore privato in giugno 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 7,2 per cento in giugno, dal 7,4 in maggio, riflettendo principalmente una moderazione della crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni, all'8,3 per cento dall'8,6 dei due mesi precedenti (cfr. tavola 2). La graduale tendenza calante osservata nella dinamica dell'indebitamento delle famiglie dalla prima-

**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 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 mag.	2007 giu.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>42,3</b>	<b>12,0</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	<b>12,7</b>	<b>12,8</b>	<b>13,3</b>
Fino a 1 anno	29,9	9,2	10,5	9,9	10,1	10,3	11,3
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	18,9	19,0	20,5	19,9	19,3	19,6	20,0
Oltre 5 anni	51,2	11,3	12,0	12,4	12,0	12,0	12,1
<b>Famiglie <sup>2)</sup></b>	<b>48,3</b>	<b>9,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,2</b>
Credito al consumo <sup>3)</sup>	12,8	8,5	8,0	7,1	6,5	6,0	5,7
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	71,1	11,2	10,2	9,4	8,6	8,6	8,3
Altri prestiti	16,1	2,3	2,7	3,2	3,7	3,6	3,7
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>1,1</b>	<b>36,8</b>	<b>29,1</b>	<b>27,6</b>	<b>23,7</b>	<b>25,5</b>	<b>30,6</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>8,3</b>	<b>17,3</b>	<b>16,4</b>	<b>12,3</b>	<b>15,9</b>	<b>14,3</b>	<b>17,9</b>

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.

vera del 2006 è in linea con la moderazione della crescita dei prezzi delle abitazioni e dell'attività sul mercato immobiliare, ma anche con la graduale tendenza al rialzo dei tassi sui prestiti. La crescita sui dodici mesi del credito al consumo è scesa al 5,7 per cento in giugno, dal 6,0 in maggio.

Nel contempo il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle imprese non finanziarie è salito al 13,3 per cento in giugno, dal 12,8 in maggio. Il proseguimento della forte domanda di prestiti da parte delle imprese va considerato nell'attuale contesto sia di vigorosa attività economica e di condizioni di finanziamento favorevoli, sia del finanziamento connesso a operazioni di fusione e acquisizione e *leveraged buyout*. Quest'ultimo fattore ha avuto un impatto particolarmente significativo in giugno, considerato che l'aumento della crescita dei prestiti alle imprese non finanziarie è principalmente riconducibile alla più vigorosa dinamica dei prestiti a breve termine, di norma utilizzati come finanziamenti ponte nel quadro di tali operazioni. Il ruolo delle operazioni di fusione e acquisizione a sostegno della recente dinamica della domanda di prestiti alle imprese non finanziarie è anche confermato dai risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio (per dettagli cfr. il riquadro 1).

Tra le altre contropartite di M3, la crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è salita al 10,3 per cento in giugno, dal 9,9 nei due mesi precedenti. Ciò ha riflettuto principalmente la maggiore domanda di depositi a più lungo termine da parte degli altri intermediari finanziari, mentre i settori non finanziari hanno continuato a ridurre gli investimenti in tali strumenti, potenzialmente per passare ad attività a più breve termine.

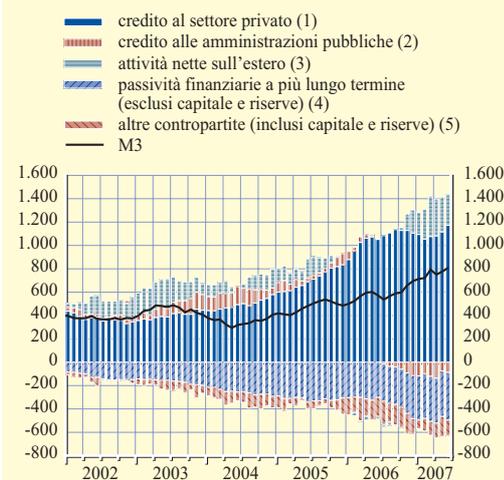
L'andamento della posizione netta sull'estero delle IFM spiega in gran misura il rafforzamento della dinamica monetaria alla fine del 2006 e all'inizio del 2007. In marzo il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero ha raggiunto i 341 miliardi di euro, un livello senza precedenti dall'avvio della Terza fase dell'UEM nel 1999. Da aprile, tuttavia, si osserva una moderazione di questo consistente flusso, che riflette deflussi mensili netti di capitale proseguiti anche in giugno (cfr. figura 5). Nondimeno, tali recenti modesti deflussi mensili non modificano il quadro circa il

prevalere tra gli investitori di un generale clima di fiducia favorevole agli investimenti finanziari nell'area, in connessione con le prospettive economiche positive.

Nel complesso gli aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE dal dicembre 2005 hanno influenzato la dinamica monetaria, come risulta evidente sia dal contributo relativamente modesto di M1 alla crescita di M3 sia dalla stabilizzazione della crescita dei prestiti al settore privato. Nel contempo, la dinamica monetaria di fondo è rimasta vigorosa, come segnalato dalla perdurante forte espansione del credito al settore privato e dalla significativa crescita di M3. Quest'ultima deve peraltro essere valutata con cautela, considerato il profilo ancora relativamente piatto della curva dei rendimenti nell'area dell'euro e gli andamenti dei mercati finanziari internazionali. La dinamica monetaria di fondo resta vigorosa e indica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo termine.

**Figura 5 Contropartite di M3**

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



Fonte: BCE.

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

## Riquadro I

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

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema in luglio<sup>1)</sup>. Le banche hanno segnalato per il secondo trimestre del 2007 un leggero allentamento<sup>2)</sup> dei criteri per la concessione di prestiti a favore delle imprese. Questo andamento fa seguito a un periodo, protrattosi negli ultimi trimestri, caratterizzato da una certa volatilità, in cui i criteri sono rimasti fondamentalmente invariati o sono stati lievemente allentati. Le banche hanno parimenti indicato che la domanda netta<sup>3)</sup> di prestiti alle imprese ha continuato a essere significativamente positiva, per effetto di fattori sia finanziari sia non finanziari, e in particolare gli investimenti fissi, le scorte e il capitale circolante, nonché l'attività di fusione e acquisizione e di ristrutturazione societaria. Per il terzo trimestre le banche si attendono un lieve inasprimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e che la domanda netta di tali prestiti resti vigorosa.

Per quanto riguarda i mutui per l'acquisto di abitazioni, le banche hanno segnalato per il secondo trimestre criteri di concessione del credito sostanzialmente invariati, dopo il lieve allentamen-

1) Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine di luglio è stata pubblicata il 3 agosto 2007 sul sito Internet della BCE.

2) Il saldo percentuale netto riportato è stato del -3 per cento. Il saldo percentuale netto fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un inasprimento dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo percentuale positivo indicherebbe che le banche hanno mostrato la tendenza a inasprire i criteri ("inasprimento netto"), mentre uno negativo indicherebbe che le banche hanno mostrato la tendenza ad allentarli ("allentamento netto").

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

to netto del trimestre precedente. Mentre il principale fattore all'origine dell'allentamento ha continuato a essere la concorrenza, in particolare da parte di altre banche, rispetto al trimestre precedente le prospettive del mercato degli immobili residenziali hanno agito maggiormente in direzione di un inasprimento. La domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato a essere significativamente negativa nel secondo trimestre a seguito del considerevole deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali percepito dai mutuatari. Le banche prevedono che la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni rimanga significativamente negativa nel terzo trimestre.

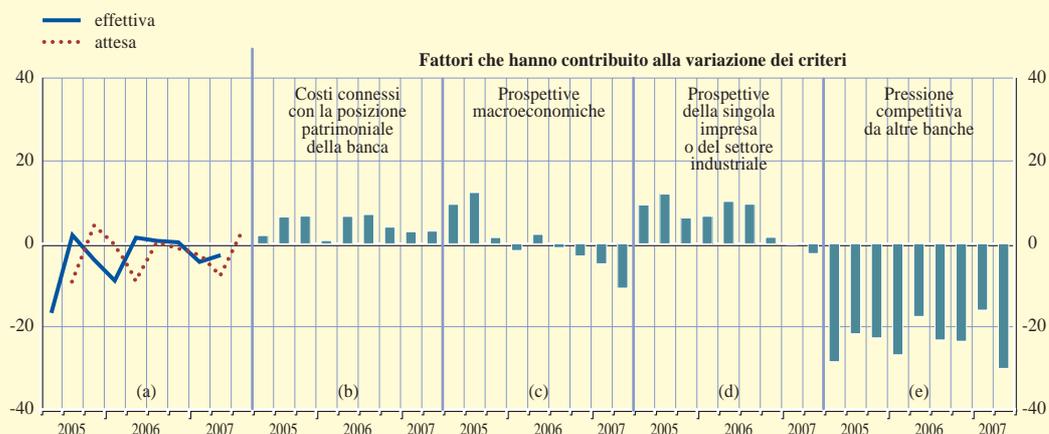
Quanto ai criteri per la concessione di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie, le banche hanno dichiarato di averli lasciati sostanzialmente invariati, dopo l'allentamento netto del trimestre precedente. I principali fattori a concorrere a un allentamento netto sono rimasti la concorrenza di altri istituti e le aspettative favorevoli riguardo alle prospettive economiche generali, mentre il merito di credito dei consumatori e il rischio collegato alle garanzie reali richieste hanno contribuito a un inasprimento netto. La domanda netta di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie è rimasta positiva, pur con un calo sostanziale rispetto al trimestre precedente. Stando alle attese, nel terzo trimestre essa dovrebbe risultare ancora positiva.

### Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

**Criteri per la concessione del credito.** Nel secondo trimestre i criteri per la concessione di prestiti o di linee di credito alle imprese hanno registrato un leggero allentamento in termini netti (cfr. figura A, riquadro a). Ciò fa seguito a un periodo caratterizzato da una certa volatilità, corrispondente agli ultimi trimestri, in cui i criteri sono rimasti fondamentalmente invariati o hanno subito un lieve allentamento. Le aspettative per il terzo trimestre indicano in termini netti una variazione in senso leggermente restrittivo dei criteri applicati ai prestiti alle imprese, che potrebbe riflettere in qualche misura le preoccupazioni collegate alle recenti turbolenze nei mercati mondiali del credito.

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

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il terzo trimestre del 2007 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di luglio 2007.

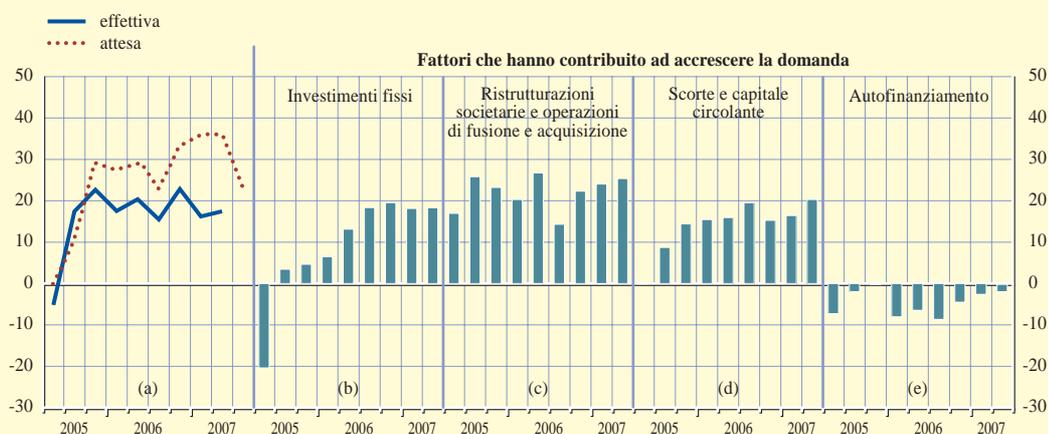
La concorrenza di altre banche ha continuato a rappresentare un importante fattore di allentamento netto dei criteri di concessione del credito (cfr. figura A, riquadro e). Nella stessa direzione hanno agito anche, in misura crescente, le migliori aspettative riguardo all'attività economica generale (cfr. figura A, diagramma c), nonché, per la prima volta da quando è stata introdotta l'indagine, le prospettive specifiche ai singoli settori o alle singole imprese (cfr. figura A, riquadro d).

L'allentamento netto dei criteri di concessione del credito nel secondo trimestre ha interessato principalmente le piccole e medie imprese, mentre nel caso di quelle di maggiori dimensioni è risultato solo lieve. In termini di scadenze dei prestiti, esso è stato più pronunciato per le scadenze lunghe che per quelle brevi. Le banche hanno operato l'allentamento non soltanto mediante il restringimento dei margini sui prestiti medi, ma anche attraverso vari altri canali, fra cui un allungamento delle scadenze dei prestiti o delle linee di credito, un aumento delle loro dimensioni e l'applicazione di clausole meno restrittive. Nel contempo, rispetto al trimestre precedente margini più elevati sui prestiti più rischiosi hanno concorso in misura significativamente inferiore a un restringimento netto dei criteri di concessione del credito (2 per cento, contro il 12 per cento evidenziato dall'indagine precedente).

**Domanda di prestiti.** In linea con i sette trimestri precedenti, anche nel secondo trimestre del 2007 la domanda netta di prestiti alle imprese è stata significativamente positiva, collocandosi approssimativamente allo stesso livello dell'indagine precedente (ossia al 17 per cento, rispetto al 16 per cento del primo trimestre; cfr. figura B, riquadro a). La domanda di prestiti alle imprese dovrebbe restare vigorosa, pur se leggermente meno elevata che negli ultimi trimestri. In termini di dimensioni dei prenditori, la domanda netta di prestiti delle piccole e medie imprese ha continuato a essere più elevata di quella delle imprese maggiori (pari rispettivamente al 13 e al 10 per cento), anche se lo scarto fra le due si è ristretto rispetto ai trimestri precedenti. La domanda netta è risultata positiva per tutte le scadenze, e leggermente superiore per i prestiti a lungo termine rispetto a quelli a breve, ma la differenza si è ridotta nei trimestri recenti.

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

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione". I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il terzo trimestre del 2007 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di luglio 2007.

Secondo gli istituti interpellati, i fattori alla base del perdurare di una domanda netta positiva elevata hanno continuato a essere di natura sia finanziaria sia non finanziaria, e comprendevano in particolare gli investimenti fissi, le scorte e il capitale circolante, nonché l'attività di fusione e acquisizione e le operazioni di ristrutturazione societaria (cfr. figura B, riquadri da b a d). A moderare la domanda netta di prestiti (cfr. figura B, riquadro e) è stato il ricorso a fonti di finanziamento alternative (quali l'autofinanziamento proveniente dai maggiori profitti), così come anche i prestiti concessi da altre banche.

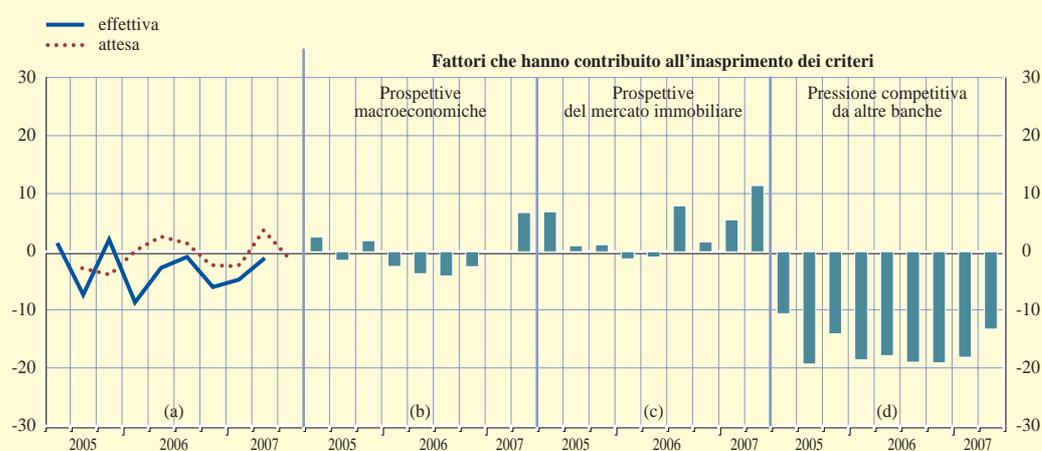
### Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

**Criteri per la concessione del credito.** Nel secondo trimestre le banche hanno segnalato una sostanziale stabilità dei criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni, che erano stati lievemente allentati in termini netti nel trimestre precedente (cfr. figura C, riquadro a). Questo risultato aggregato non rende tuttavia conto delle differenze esistenti fra i vari paesi. Per il terzo trimestre le banche si attendono che i criteri di concessione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni rimangano sostanzialmente invariati. La principale determinante a favore di un allentamento netto ha continuato a essere la concorrenza, specie di altre banche (cfr. figura C, riquadro d), mentre le prospettive del mercato delle abitazioni hanno contribuito in misura maggiore rispetto al trimestre precedente in direzione di criteri più stringenti (cfr. figura C, riquadro c).

L'allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è stato operato principalmente riducendo i margini sui prestiti medi, allungando la scadenza dei prestiti e riducendo gli oneri diversi dai tassi di interesse. Allo stesso tempo i margini sui prestiti più rischiosi hanno continuato a concorrere a un inasprimento netto, anche se in misura leggermente inferiore rispetto ai trimestri precedenti.

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

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il terzo trimestre del 2007 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di luglio 2007.

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

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione". I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il terzo trimestre del 2007 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di luglio 2007.

**Domanda di prestiti.** La domanda netta di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha continuato a essere significativamente negativa nel secondo trimestre, al -22 per cento, contro il -28 per cento del trimestre precedente (cfr. figura D, riquadro a). In sostanza, ciò ha rispecchiato una valutazione meno favorevole delle prospettive del mercato degli immobili residenziali. Come già nel caso dell'indagine precedente, anche il clima di fiducia dei consumatori ha contribuito a rendere negativa la domanda netta di prestiti. Le banche si attendono che essa rimanga notevolmente negativa nel terzo trimestre.

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

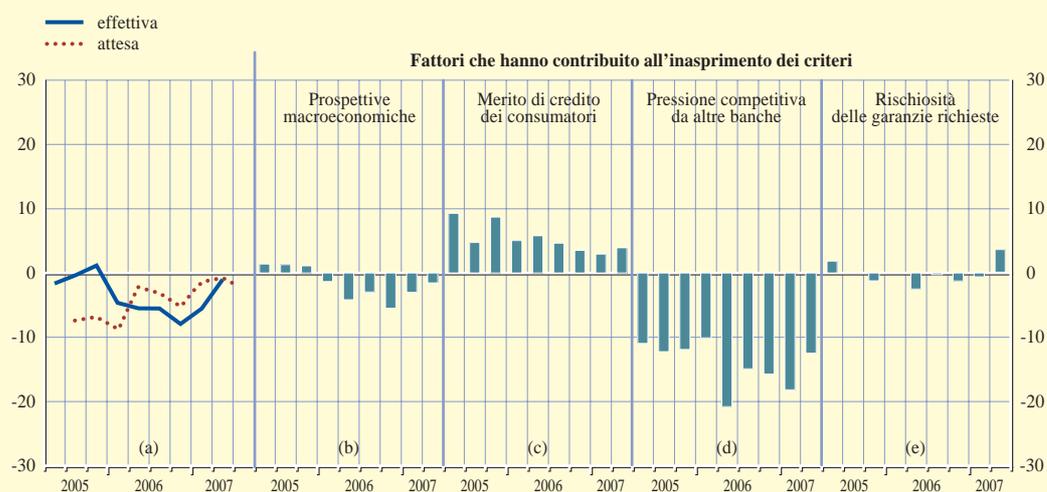
**Criteri per la concessione del credito.** Nel secondo trimestre le banche hanno segnalato criteri sostanzialmente invariati per la concessione di prestiti al consumo e di altri crediti alle famiglie, che nel trimestre precedente erano invece stati allentati in termini netti (cfr. figura E, riquadro a). Per il terzo trimestre, gli istituti interpellati prevedono che i criteri restino fondamentalmente immutati.

Le pressioni concorrenziali da altre banche hanno continuato a essere la determinante principale di tale evoluzione, che ha anche riflesso aspettative favorevoli riguardo all'attività economica generale (cfr. figura E, riquadri b e d). Il merito di credito dei consumatori e il rischio relativo alle garanzie reali richieste hanno agito moderatamente in direzione di un inasprimento netto (cfr. figura E, riquadri c ed e).

Le variazioni dei prezzi, in particolare tramite i margini sui prestiti medi (sebbene in misura leggermente inferiore rispetto all'indagine precedente), e l'allungamento delle scadenze dei prestiti hanno contribuito a un allentamento dei criteri di concessione del credito. Al contempo i margini sui prestiti più rischiosi hanno fornito, in direzione di un inasprimento netto, un contributo di entità pari a quello del trimestre precedente (9 per cento).

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

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole irrigidimento” e “hanno registrato un moderato irrigidimento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato un moderato allentamento” e “hanno registrato un notevole allentamento”. I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all’inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all’allentamento. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l’indagine è stata condotta. I valori “attesi” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il terzo trimestre del 2007 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di luglio 2007.

**Domanda di prestiti.** Le banche hanno indicato che la domanda netta di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie è rimasta positiva nel secondo trimestre, pur collocandosi su un livello sostanzialmente inferiore a quello del trimestre precedente (5 per cento, contro il 15 per cento; cfr. figura D, riquadro b). Stando alle attese degli istituti interpellati, la domanda netta dovrebbe mantenersi molto positiva nel terzo trimestre. Essa sembra collegata alla spesa per beni durevoli e al minore risparmio delle famiglie.

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

*In maggio le emissioni di titoli di debito da parte di residenti dell’area dell’euro hanno continuato a crescere a un ritmo vigoroso, lievemente superiore a quello del mese precedente. Tale andamento riflette un aumento della crescita sui dodici mesi delle emissioni delle istituzioni finanziarie non monetarie e delle amministrazioni pubbliche, a fronte di un lieve calo dell’attività di emissione delle IFM e delle società non finanziarie. L’emissione di azioni quotate ha continuato ad essere relativamente modesta rispetto a quella dei titoli di debito.*

### TITOLI DI DEBITO

In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell’area dell’euro è salito all’8,9 per cento, dall’8,6 di aprile (cfr. tavola 3). Per quanto riguarda la struttura per scadenze, la crescita dei titoli a breve termine è diminuita lievemente nello stesso periodo dall’8,5 all’8,3 per cento, a fronte dell’aumento di quella dei titoli a lungo termine, dall’8,6 al 9,0 per cento. Con riferimento alle emissioni a lungo termine, i titoli a tasso variabile hanno nuovamente registrato una crescita significativamente superiore a quella dei titoli a tasso fisso (con incrementi

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2007 mag.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 apr.	2007 mag.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>11.712</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>
IFM	4.873	9,2	8,4	9,8	10,5	10,6	10,5
Società finanziarie non monetarie	1.278	26,1	26,0	28,2	26,4	27,9	28,5
Società non finanziarie	678	3,3	4,2	4,8	5,7	6,8	6,6
Amministrazioni pubbliche	4.883	3,0	2,8	2,8	2,4	2,9	3,6
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.575	2,5	2,3	2,4	2,1	2,6	3,5
Altre amministrazioni pubbliche	308	11,5	11,8	9,1	6,8	7,3	5,1
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>6.940</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>
IFM	1.161	1,5	1,8	2,0	2,3	1,9	1,7
Società finanziarie non monetarie	686	2,2	1,5	1,1	1,0	1,5	1,5
Società non finanziarie	5.093	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	1,0

Fonte: BCE.

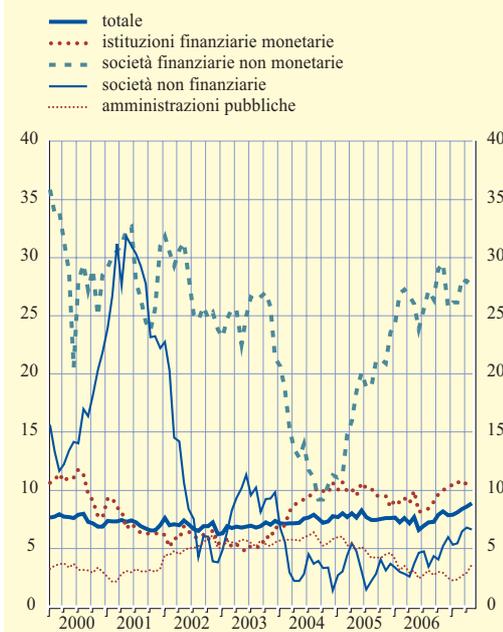
1) Per maggiori dettagli, cfr. le Note tecniche relative alle sezioni 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

pari rispettivamente al 16,2 e al 5,7 per cento), probabilmente a riflesso del persistere di una domanda relativamente elevata di titoli a tasso variabile in un contesto caratterizzato da una curva dei rendimenti relativamente piatta.

La crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è diminuita lievemente al 6,6 per cento in maggio (cfr. figura 6), continuando a evidenziare un ritardo rispetto alla dinamica delle emissioni delle IFM e delle istituzioni finanziarie non monetarie, ma restando relativamente elevata rispetto alle attività di emissione di questo stesso settore nei precedenti tre anni. Ciò potrebbe essere in parte riconducibile alle condizioni finanziarie favorevoli ancora prevalenti nel periodo in esame in questo segmento di mercato, caratterizzato da una valutazione sostanzialmente favorevole del rischio di credito complessivo e da livelli dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie molto modesti in termini storici. Per il periodo più recente, tuttavia, evidenze aneddotiche indicano che alcune emissioni di obbligazioni societarie denominate in euro sono state rimandate, forse a riflesso di timori collegati alle tensioni sul mercato del credito statunitense, e altre emissioni con profilo di rischio più elevato sono state messe sotto osservazione. Ciò è in contrasto con la ricomposizione delle emissioni dell'area dell'euro verso i segmenti più rischiosi del mercato delle obbligazioni so-

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

cietarie osservato dal 2001. In termini di struttura delle scadenze, in maggio la crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è diminuita lievemente al 4,9 per cento per i titoli a lungo termine, dal 5,7 nel mese precedente, a fronte di un ulteriore netto incremento per i titoli a breve, al 15,3 per cento dal 12,6.

In maggio la crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito da parte delle IFM è rimasta vigorosa, malgrado un lieve calo, al 10,5 per cento. Ciò indica che le banche stanno continuando a raccogliere i fondi necessari a soddisfare la considerevole domanda associata alla vigorosa crescita dei prestiti a società non finanziarie. L'espansione delle emissioni a lungo termine è proseguita in maggio, principalmente per effetto della robusta crescita dei titoli a tasso variabile, mentre il tasso di variazione dei titoli a breve termine è diminuito ulteriormente dal 10,3 per cento in aprile all'8,0 in maggio.

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito di società finanziarie non monetarie è aumentato ulteriormente in maggio al 28,5 per cento, un livello significativamente superiore a quello degli altri settori. Gran parte dell'attività di emissione di questo settore va probabilmente ricondotta all'emissione tramite società veicolo (*special-purpose vehicle*) di titoli garantiti da prestiti erogati dalle banche (*asset-backed securities*).

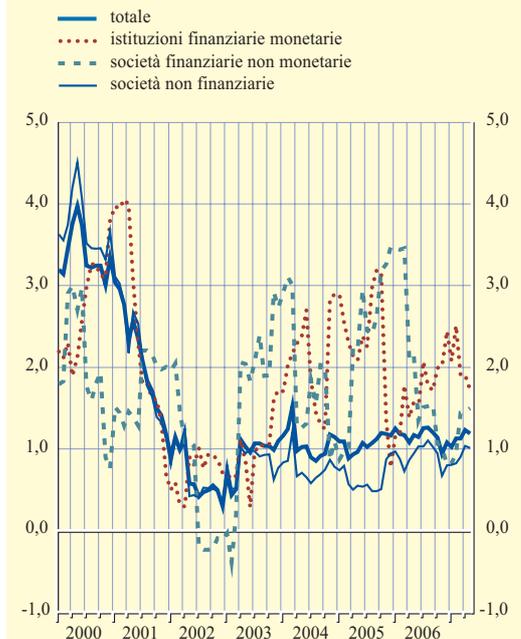
In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche è salito al 3,6 per cento, dal 2,9 in aprile. L'incremento riflette l'aumento al 3,5 per cento della crescita delle emissioni delle amministrazioni centrali (dal 2,6 per cento in aprile), a fronte di un lieve calo di quella del settore delle altre amministrazioni pubbliche, dal 7,3 al 5,1 per cento.

### AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è stato pari all'1,2 per cento in maggio, invariato rispetto ad aprile (cfr. tavola 3). La crescita delle azioni emesse dalle IFM è lievemente diminuita, all'1,7 per cento, pur restando più elevata di quella degli altri settori (cfr. figura 7). I tassi di crescita delle emissioni azionarie di istituzioni finanziarie non monetarie e di società non finanziarie sono rimasti invariati, rispettivamente all'1,5 e 1,0 per cento, rispetto al mese precedente. Il proseguimento della moderazione delle emissioni azionarie nel settore delle società non finanziarie resta probabilmente associato alla sostenuta attività di riacquisto di azioni proprie, nonché alla redditività elevata e alle numerose operazioni di *delisting* volontario – in particolare mediante operazioni di *leveraged buyout* – in collegamento con l'espansione delle attività di *private equity*.

**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

In luglio i tassi di interesse del mercato monetario con scadenza a uno e dodici mesi sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre sono aumentati leggermente sulle scadenze a tre e sei mesi.

I tassi di interesse sulle scadenze a tre e sei mesi sono aumentati rispettivamente di 9 e 5 punti base tra l'inizio di luglio e il 1° agosto, collocandosi in tale data al 4,26 e al 4,37 per cento. Per contro, nello stesso periodo i tassi di interesse a uno e dodici mesi sono rimasti sostanzialmente stabili. Di conseguenza, nel periodo in esame la pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario è restata essenzialmente invariata e il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese è salito leggermente da 41 punti base a inizio luglio a 42 punti base il 1° agosto (cfr. figura 8).

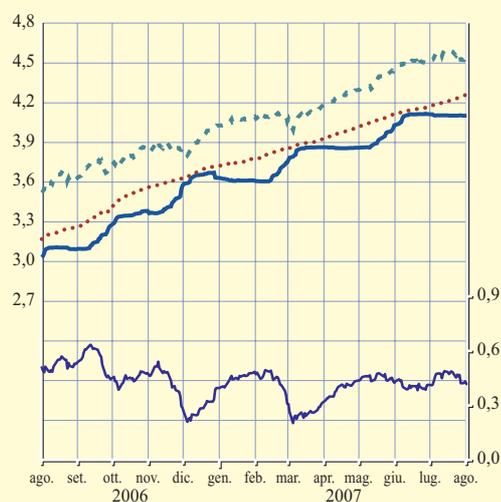
Il 1° agosto i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in settembre e dicembre 2007 e marzo 2008 erano pari rispettivamente al 4,36, 4,49 e 4,54 per cento. Rispetto a inizio luglio, ciò rappresenta un livello invariato per il contratto con scadenza in settembre e un calo di 7 e 9 punti base per quelli con scadenza in dicembre 2007 e marzo 2008 rispettivamente.

Agli inizi di luglio l'Eonia è sceso lievemente, toccando un minimo del 4,01 per cento il 4 luglio, allorché le condizioni di liquidità prevalenti erano percepite dagli operatori di mercato come relativamente abbondanti. Il 5 luglio il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati

**Figura 8 Tassi di interesse del mercato monetario**

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

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

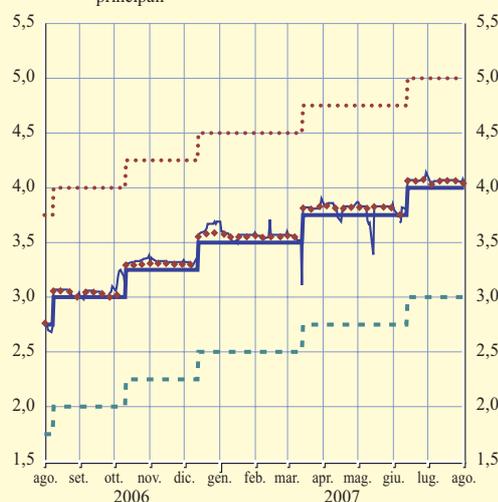


Fonti: BCE e Reuters.

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

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

i tassi di interesse di riferimento della BCE, per cui il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è rimasto stabile al 4,00 per cento. Successivamente l'Eonia ha invertito la tendenza al ribasso e il 10 luglio, ossia l'ultimo giorno del periodo di mantenimento, ha raggiunto il 4,07 per cento (cfr. figura 9). Considerato il volume di liquidità previsto dalla BCE per la fine del periodo di mantenimento, il 10 luglio è stata lanciata un'operazione di regolazione puntuale (*fine-tuning*) finalizzata all'immissione di liquidità. In tale operazione, gli operatori di mercato hanno offerto 17,4 miliardi di euro, di cui la BCE ha accettato 2,5 miliardi. Nelle prime settimane del nuovo periodo di mantenimento terminante il 7 agosto, l'Eonia è rimasto stabile al 4,07 per cento, ovvero 7 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta. Il 31 luglio esso è poi salito al 4,08 per cento per via del consueto effetto di fine mese e il 1° agosto è successivamente calato al 4,05 per cento per effetto delle abbondanti condizioni di liquidità.

Nelle prime tre operazioni di rifinanziamento principali del periodo di mantenimento iniziato l'11 luglio il tasso marginale è rimasto stabile al 4,06 per cento. Nell'ultima operazione del 31 luglio il tasso marginale è sceso al 4,04 per cento, in un contesto caratterizzato da attese che il periodo di mantenimento sarebbe terminato con condizioni di liquidità abbondanti.

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema condotta il 25 luglio il tasso marginale e quello medio ponderato si sono situati entrambi al 4,20 per cento, ossia su un livello inferiore di 4 punti base a quello dell'Euribor a tre mesi prevalente a quella data.

Il riquadro 2 presenta sinteticamente i recenti andamenti della volatilità del tasso di interesse *overnight* e la sua trasmissione lungo la curva dei rendimenti del mercato monetario.

## Riquadro 2

### VOLATILITÀ DEL TASSO DI INTERESSE *OVERNIGHT* E SUA TRASMISSIONE LUNGO LA CURVA DEI RENDIMENTI DEL MERCATO MONETARIO

All'interno del numero di agosto 2005 di questo Bollettino un riquadro esaminava in che misura la volatilità del tasso di interesse *overnight* si trasmettesse ai tassi di interesse a più lungo termine del mercato monetario nell'area dell'euro<sup>1)</sup>. In quel contesto si utilizzava un indicatore specifico della volatilità (ossia la "volatilità effettiva"), costruito sulla base di dati infragiornalieri ad alta frequenza (noti come dati "tick")<sup>2)</sup>. Fra le altre cose, il riquadro mostrava come non sussistesse "alcuna evidenza di una trasmissione della volatilità lungo la curva dei rendimenti del mercato monetario" e che pertanto gli "episodi di più marcata volatilità del tasso di interesse *overnight*, soprattutto alla fine del periodo di mantenimento delle riserve, non [avevano] avuto alcun impatto significativo sui tassi a più lunga scadenza". Sulla base di queste ed altre evidenze, il riquadro concludeva che, in un'ottica di politica monetaria, l'assetto operativo dell'Eurosistema aveva funzionato in maniera adeguata e che l'introduzione di modifiche a tale assetto nel marzo 2004 non ne avevano pregiudicato l'efficacia.

- 1) Cfr. il riquadro 3 intitolato "La trasmissione della volatilità del tasso di interesse *overnight* ai tassi di interesse a più lungo termine nel mercato monetario dell'area dell'euro" nel numero di agosto 2005 di questo Bollettino.
- 2) Tale indicatore è stato scelto per coerenza con i risultati precedentemente presentati nel Bollettino mensile della BCE. Per una definizione dettagliata della volatilità effettiva e una rassegna della letteratura in materia, cfr. il riquadro 2 del numero di marzo 2005 di questo Bollettino.

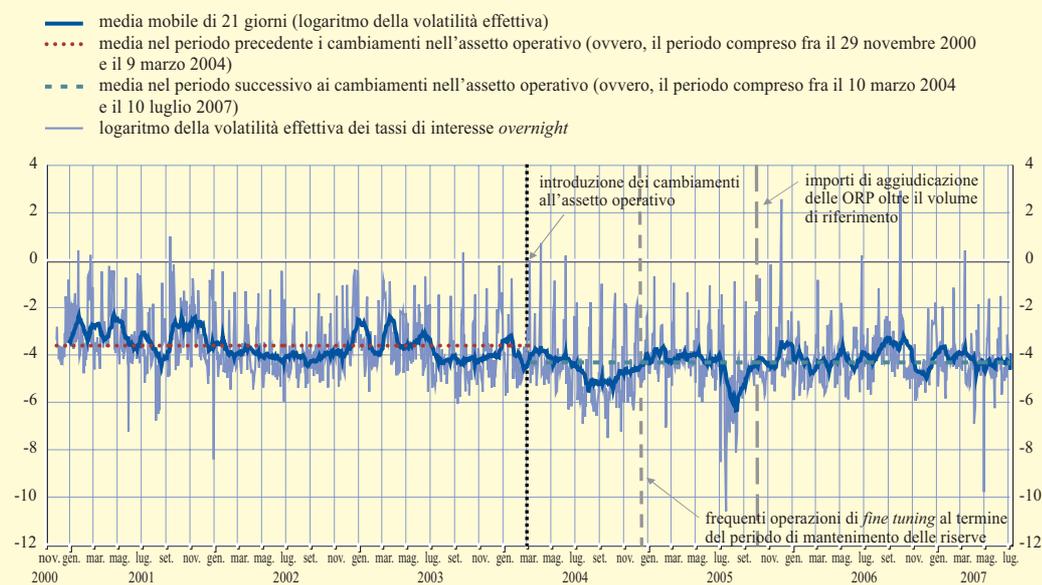
Come documentato in questo Bollettino, negli ultimi due anni si è assistito a un'evoluzione dell'attuazione della politica monetaria da parte della BCE<sup>3)</sup>. In particolare, due elementi sono degni di nota: in primo luogo, la conduzione pressoché sistematica di operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning operations*, FTO) alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve a partire dall'ottobre del 2004<sup>4)</sup>; in secondo luogo, l'attuazione, con inizio nell'ottobre 2005, della politica di offrire un ammontare di liquidità lievemente maggiore di quello di riferimento nelle regolari operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema<sup>5)</sup>. In considerazione di ciò, nel presente riquadro si fornisce un aggiornamento della precedente analisi, utilizzando dati fino al luglio 2007.

I nuovi risultati confermano quelli precedenti, portando alla conclusione che l'evoluzione della conduzione della politica monetaria da parte della BCE non ha alterato il corretto ed efficiente funzionamento dell'assetto operativo.

### Evoluzione storica della volatilità effettiva

La figura A presenta un indicatore della volatilità effettiva del tasso di interesse *overnight* fra il 29 novembre 2000 e il 10 luglio 2007<sup>6)</sup>. Esso è ottenuto sommando (il logaritmo) delle varia-

Figura A Volatilità effettiva del tasso di interesse *overnight* (in logaritmi)



Fonte: BCE.

- 3) Per una rassegna esaustiva delle modifiche apportate all'assetto operativo dell'Eurosistema, cfr. l'articolo intitolato "L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria" nel numero del febbraio 2005 di questo Bollettino.
- 4) Riguardo alla maggiore frequenza delle FTO, cfr. l'articolo "L'esperienza dell'Eurosistema dopo le operazioni di regolazione puntuale alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve" nel numero di novembre 2006 di questo Bollettino.
- 5) Per maggiori dettagli sul calcolo dell'importo di riferimento, cfr. l'appendice all'articolo "La gestione della liquidità da parte della BCE" nel numero di maggio 2002 di questo Bollettino e il riquadro 1, dal titolo "La pubblicazione del volume di aggiudicazione di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali", nel numero di aprile 2004 di questo Bollettino.
- 6) I dati ad alta frequenza sono disponibili a partire dal 29 novembre 2000. Il campione è stato troncato il 10 luglio 2007 per farlo corrispondere a un intero periodo di mantenimento.

zioni al quadrato nel tasso di interesse *overnight* per ogni intervallo di cinque minuti fra le 9:00 e le 18:00 di ciascuna giornata di contrattazione. Al fine di avere un quadro più chiaro delle dinamiche di questa serie, la figura mostra altresì la media mobile di 21 giorni dell'indicatore giornaliero.

Come emerge dalla figura A, la volatilità del tasso di interesse *overnight* evidenzia oscillazioni pronunciate nel tempo. Si notano tuttavia alcuni aspetti generali. In primo luogo, a partire dall'introduzione delle modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema nel marzo 2004, il livello medio (del logaritmo) della volatilità effettiva è stato inferiore a quello registrato nel periodo precedente tali modifiche. In secondo luogo, nonostante alcuni rialzi occasionali, il logaritmo della volatilità effettiva dal marzo 2004 si è mantenuto generalmente inferiore al livello medio osservato antecedentemente alle modifiche, fatti salvi pochissimi episodi. In terzo luogo, l'evoluzione della volatilità effettiva dal marzo 2004 sembra esser stata abbastanza stabile, e i suoi cali occasionali hanno avuto scarsa persistenza. Infine, le due modifiche descritte nell'introduzione a questo riquadro non sembrano essersi accompagnate ad alcuna variazione delle normali dinamiche della volatilità effettiva; al contrario, entrambe sembrano aver stabilizzato, quantomeno temporaneamente, la volatilità del tasso di interesse *overnight*.

#### Valutazione della trasmissione della volatilità

L'analisi dell'andamento storico relativo al segmento *overnight* del mercato monetario rappresenta soltanto una delle componenti rilevanti della valutazione del funzionamento dell'assetto operativo in una prospettiva di politica monetaria. Un'altra importante componente consiste nel verificare la presenza, nei dati, di possibili indicazioni di una trasmissione della volatilità dal tasso di interesse *overnight* alle scadenze più lunghe.

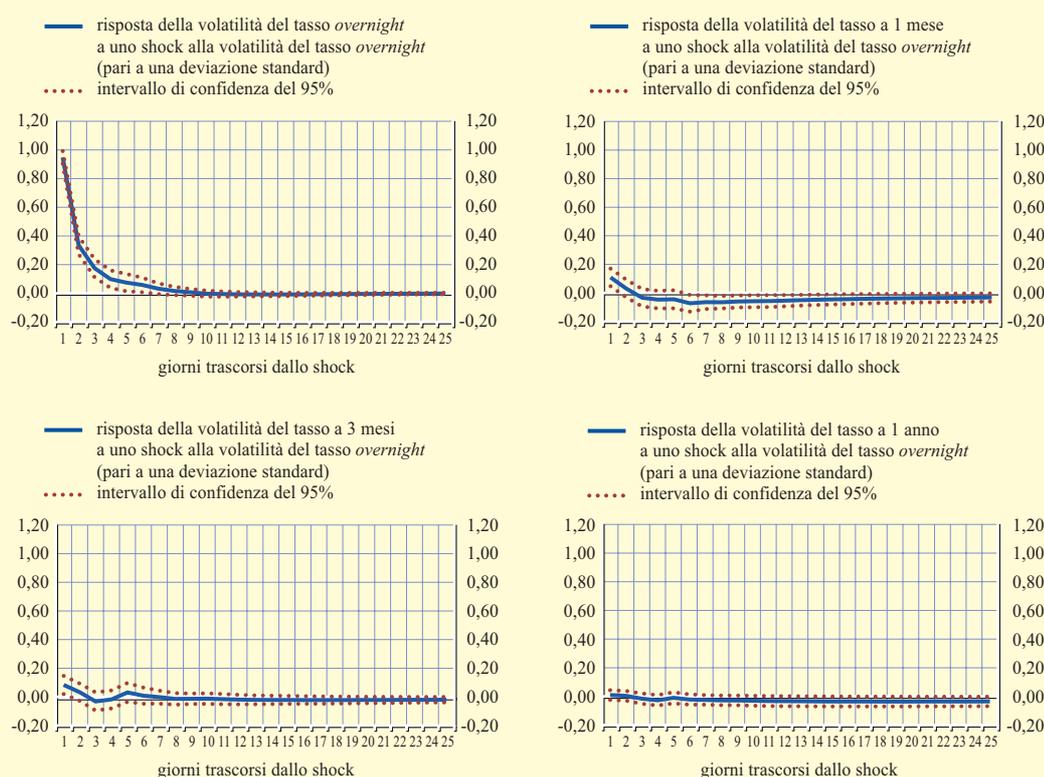
In un'ottica di politica monetaria, è auspicabile che l'eventuale volatilità del tasso di interesse *overnight*, ossia del tasso più reattivo alle condizioni di liquidità, rispecchi unicamente fattori operativi (ossia fattori tecnici collegati, da un lato, alla struttura dei meccanismi di rifinanziamento e di riserva obbligatoria e, dall'altro lato, al normale funzionamento delle banche) e non si ripercuota sui tassi di interesse a più lungo termine, i quali dovrebbero muoversi soltanto in funzione dei fondamentali macroeconomici.

Al fine di verificare ciò, si è proceduto a un aggiornamento dell'esercizio condotto nel riquadro 3 del numero di agosto 2005 di questo Bollettino. Più specificamente, gli indicatori della volatilità effettiva sono stati calcolati non soltanto per la scadenza *overnight*, ma anche per quelle a uno, tre e dodici mesi. Utilizzando questi indicatori all'interno di un modello autoregressivo vettoriale (VAR) con cinque ritardi, sono state analizzate in modo semplice le relazioni dinamiche fra le volatilità dei tassi di interesse di varia scadenza<sup>7)</sup>.

Coerentemente con i risultati presentati nel riquadro dell'agosto 2005, la trasmissione della volatilità lungo la curva dei rendimenti viene valutata sulla base di funzioni di risposta a impulso ricavate dal modello VAR stimato. Tali funzioni illustrano gli effetti dinamici prodotti da variazioni impreviste (o "shock") di una variabile in un dato momento sulla variabile stessa e su altre variabili del modello in periodi successivi. Al fine di concentrare l'attenzione sugli

7) Maggiori dettagli sulla specificazione dei modelli VAR sono forniti nel riquadro 3 del numero di agosto 2005 di questo Bollettino.

**Figura B Funzioni di risposta a impulso dei tassi *overnight*, a 1 mese, a 3 mesi e a 1 anno rispetto a una variazione inattesa del tasso *overnight* su un orizzonte di 25 giorni**



Fonte: BCE.

aspetti qui rilevanti, nella figura B viene riportata soltanto la risposta della volatilità dei tassi di interesse con scadenza da *overnight* a un anno a fronte di shock alla volatilità dei tassi *overnight*. Per ciascuna scadenza, le funzioni di risposta a un impulso sono calcolate su un periodo di 25 giorni, ossia leggermente superiore a un mese operativo, e vengono riportate assieme ad un intervallo di confidenza del 95 per cento.

La figura B mostra i risultati ottenuti utilizzando il campione ampliato. La risposta a uno shock pari a una deviazione standard alla volatilità del tasso di interesse *overnight* è statisticamente significativa per la scadenza *overnight*, ma risulta circoscritta a un periodo di tempo relativamente ristretto (pari ad approssimativamente cinque giorni) dopo il manifestarsi dello shock. Al confronto, l'impatto sulla volatilità dei tassi di interesse per scadenze più lunghe è estremamente contenuto quanto a dimensioni e, nella migliore delle ipotesi, di dubbia significatività statistica.

Si può pertanto concludere che gli episodi di volatilità più pronunciata del tasso di interesse *overnight* non hanno avuto alcun impatto di rilievo sui tassi per scadenze più lunghe. Inoltre, poiché questo risultato conferma quelli precedenti sull'assenza di trasmissione della volatilità lungo la curva dei rendimenti del mercato monetario, si può affermare che l'evoluzione recente nella conduzione della politica monetaria da parte della BCE non ha alterato l'efficiente funzionamento dell'assetto operativo dell'Eurosistema.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

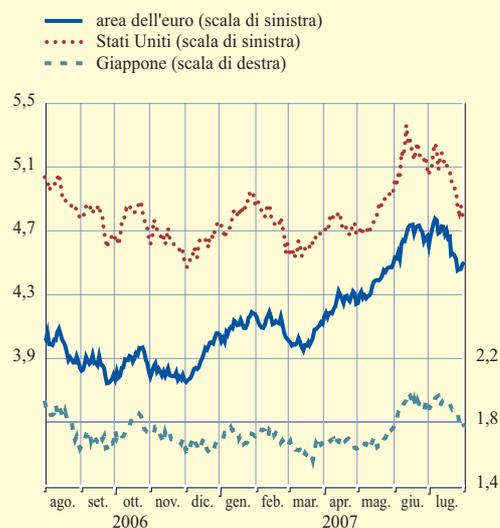
*I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti in luglio e agli inizi di agosto. Per la maggior parte tali cali sono stati probabilmente indotti dalle preoccupazioni degli investitori in merito alle ripercussioni della turbolenza nel mercato statunitense dei mutui di qualità non primaria. Nell'area dell'euro la flessione dei tassi di interesse a lungo termine è stata principalmente sospinta da una riduzione dei rendimenti reali a lungo termine. Di conseguenza, fra la fine di giugno e gli inizi di agosto le attese di inflazione e i relativi premi al rischio, riflessi nei tassi di inflazione di pareggio, hanno subito variazioni solo modeste. Dato che le variazioni dei rendimenti durante il periodo in esame riflettono probabilmente in gran parte riallocazioni verso investimenti "sicuri", l'attuale livello dei rendimenti obbligazionari potrebbe ancora riflettere prospettive di una perdurante forte crescita nell'area dell'euro.*

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti in luglio e all'inizio di agosto, interrompendo così la tendenza al rialzo osservata dalla fine di marzo (cfr. figura 10). I recenti cali dei rendimenti sono in parte attribuibili alle ripercussioni della turbolenza nel mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria, all'associata rivalutazione dei rischi e alla diminuzione del valore di alcuni titoli assistiti da garanzia ipotecaria. A fronte delle crescenti preoccupazioni degli operatori circa il più ampio impatto di tale turbolenza sulle altre classi di attività e sulle potenziali ramificazioni macroeconomiche avverse, i titoli di Stato dell'area dell'euro e degli Stati Uniti hanno funto da investimenti "sicuri" per gli investitori. Nel complesso, tuttavia, gli attuali livelli dei rendimenti obbligazionari in entrambe le regioni riflettono probabilmente ancora le aspettative degli investitori di una perdurante robusta crescita nelle due economie. Nell'area dell'euro tra la fine di giugno e il 1° agosto i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono scesi di circa 15 punti base, al 4,5 per cento. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno terminato il periodo in esame al 4,8 per cento, ossia circa 25 punti base al di sotto del valore di fine giugno. 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 35 punti base il 1° agosto, un livello prossimo al minimo degli ultimi due anni e mezzo. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono calati di circa 10 punti base collocandosi all'1,8 per cento alla fine del periodo in rassegna.

Le misure della volatilità implicita sono aumentate fortemente sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, avvicinandosi ai propri massimi degli ultimi due anni nel periodo in esame. Ciò indica un aumento dell'incertezza degli investitori in merito a se e in quale misura i prezzi obbligazionari possano essere ulteriormente influenzati da una rivalutazione dei rischi per le altre classi di attività nel breve periodo. Ciò nondimeno, anche dopo i recenti incrementi, la volatilità implicita dei mercati obbligazionari non è ancora particolarmente elevata ma si situa in prossimità delle medie storiche in entrambe le regioni.

**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.

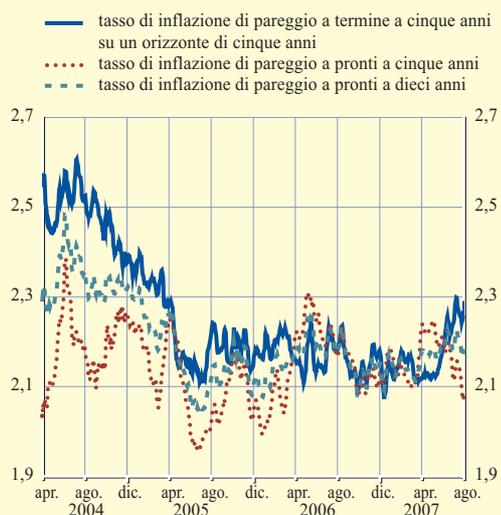
Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono cresciuti leggermente agli inizi di luglio. Questo rialzo è stato tuttavia più che compensato dalle riduzioni nelle settimane successive – spesso innescate dagli andamenti del mercato dei mutui ipotecari di qualità non primaria – che hanno portato a un calo complessivo sul periodo in rassegna. La diminuzione dei rendimenti statunitensi è stata attribuibile per la maggior parte a una flessione dei rendimenti dei titoli di Stato indicizzati, ma anche a una lieve riduzione dei tassi di inflazione di pareggio. Il 1° agosto il rendimento dei titoli indicizzati e il tasso di inflazione di pareggio ricavato dai titoli con scadenza nel 2015 si sono collocati rispettivamente al 2,5 e al 2,3 per cento circa.

Nell'area dell'euro il calo dei tassi di interesse nominali a lungo termine è stato sospinto interamente da una flessione dei rendimenti reali a lungo termine. Il rendimento delle obbligazioni indicizzate con scadenza nel 2015 è sceso di 15 punti base, portandosi al 2,3 per cento il 1° agosto. Anziché riflettere una revisione al ribasso delle prospettive degli investitori per l'attività economica, tale flessione deriva probabilmente da una diminuzione del corrispondente premio al rischio connesso ai flussi verso investimenti "sicuri".

I tassi di inflazione di pareggio a lungo termine nell'area dell'euro sono invece rimasti sostanzialmente invariati rispetto alla fine di giugno. L'inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale (una misura unicamente delle attese di inflazione a lungo termine e dei connessi premi al rischio) si è situata a quasi il 2,3 per cento il 1° agosto (cfr. figura 11). Inoltre, a inizio agosto i tassi di inflazione di pareggio ricavati da rendimenti *zero coupon* a cinque e dieci anni si sono collocati su livelli molto simili, suggerendo aspettative di inflazione e connessi premi al rischio analoghi su tali orizzonti.

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

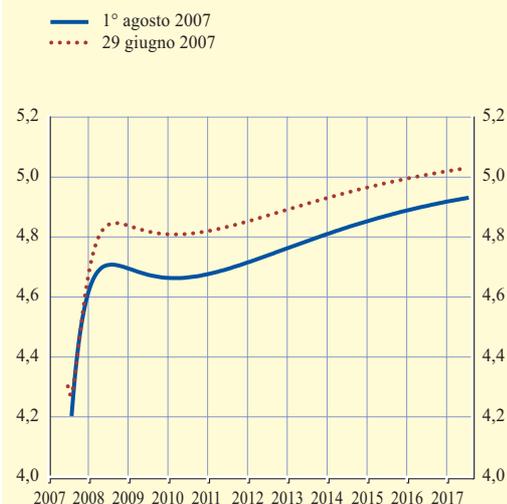
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri)



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*.

Nel periodo in esame la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nell'area dell'euro si è spostata verso il basso su tutti gli orizzonti tranne quelli a brevissimo termine (cfr. figura 12). La decisione presa dal Consiglio direttivo il 5 luglio di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE era ampiamente anticipata dai mercati e pertanto non ha sostanzialmente inciso sul segmento a breve della curva. Lo spostamento quasi parallelo verso il basso della curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti al di là delle scadenze a più breve termine tende a convalidare l'idea che in luglio gli andamenti dei rendimenti obbligazionari a lungo termine siano stati principalmente spinti al ribasso dalle diminuzioni dei premi al rischio nei mercati obbligazionari come menzionato in precedenza.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

*In maggio la maggior parte dei tassi di interesse delle IFM ha mantenuto l'andamento al rialzo. I tassi di interesse sui depositi a lungo termine sono rimasti stabili o sono aumentati solo leggermente a seconda delle scadenze sia per le famiglie sia per le società non finanziarie.*

**Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni**

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

							Variazione in punti base fino a maggio 2007 <sup>2)</sup>		
	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 apr.	2007 mag.	2006 ott.	2007 gen.	2007 apr.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui depositi</b>									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,56	2,87	3,27	3,51	3,59	3,62	59	29	3
con durata prestabilita oltre due anni	2,57	2,68	2,84	2,71	2,84	2,83	-1	-8	-1
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,03	2,26	2,37	2,38	2,42	2,42	13	7	0
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,52	2,68	2,86	3,14	3,20	3,25	51	28	5
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie									
	1,23	1,36	1,53	1,72	1,75	1,76	31	16	1
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,70	2,98	3,47	3,67	3,74	3,74	55	25	0
con durata prestabilita oltre due anni	3,23	3,70	4,04	3,61	3,88	3,95	-24	-13	7
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	7,08	7,79	7,60	7,69	7,84	7,91	35	17	7
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,02	4,31	4,54	4,77	4,82	4,87	45	22	5
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,51	4,63	4,55	4,69	4,72	4,78	19	20	6
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie									
	5,46	5,69	5,80	6,06	6,12	6,11	35	21	-1
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,47	4,74	5,08	5,29	5,37	5,43	52	27	6
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,40	4,59	4,67	4,83	4,86	4,87	27	22	1
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,74	4,03	4,50	4,67	4,70	4,69	46	23	-1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,26	4,48	4,63	4,86	4,89	5,07	60	35	18
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,99	3,34	3,68	3,89	3,98	4,07	57	32	9
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	3,47	3,62	3,79	3,94	4,11	4,26	57	32	15
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,78	3,70	3,83	3,95	4,15	4,31	54	29	16

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.

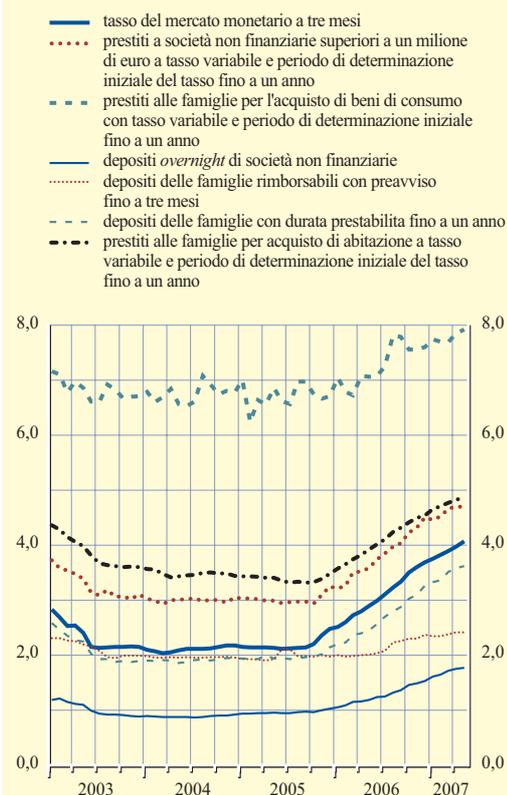
In maggio i tassi di interesse delle IFM a breve termine su depositi e prestiti sono rimasti invariati o hanno registrato incrementi solo molto lievi a seconda delle scadenze, mentre i tassi di mercato sui titoli di Stato a due e cinque anni sono aumentati di circa 15 punti base (cfr. tavola 4 e figura 13). Fra aprile e maggio i tassi di interesse sui prestiti a breve termine alle famiglie a fini di consumo sono cresciuti di 7 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 6 punti base per i prestiti fino a un milione di euro e sono calati leggermente per quelli di importo superiore. Inoltre, i tassi bancari sui depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno sono saliti di 3 punti base e sono rimasti stabili sui depositi di società non finanziarie.

In un'ottica di più lungo periodo, la trasmissione dei graduali 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 maggio 2007 il tasso di mercato monetario a tre mesi è aumentato di 193 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 166 punti base. In aggiunta, i tassi di interesse bancari sui prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono cresciuti di circa 162 punti base per i prestiti alle società non finanziarie e di 155 punti base per i mutui per l'acquisto di abitazioni. Per contro, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo sono aumentati solo di 95 punti base.

In maggio i tassi di interesse delle IFM a lungo termine sui depositi sono rimasti pressoché invariati per le famiglie e aumentati di 7 punti base per le società non finanziarie (cfr. tavola 4 e figura 14), in ritardo rispetto all'incremento di 15 punti base del rendimento dei titoli di Stato a due anni in tale mese. Nello stesso periodo i tassi di interesse delle IFM a lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno registrato un rialzo di 6 punti base, mentre i tassi a lungo termine sui prestiti a società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati per importi fino a un milione di euro, ma sono cresciuti più marcatamente per importi oltre un milione di euro (cfr. figura 14).

**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<sup>1)</sup>)



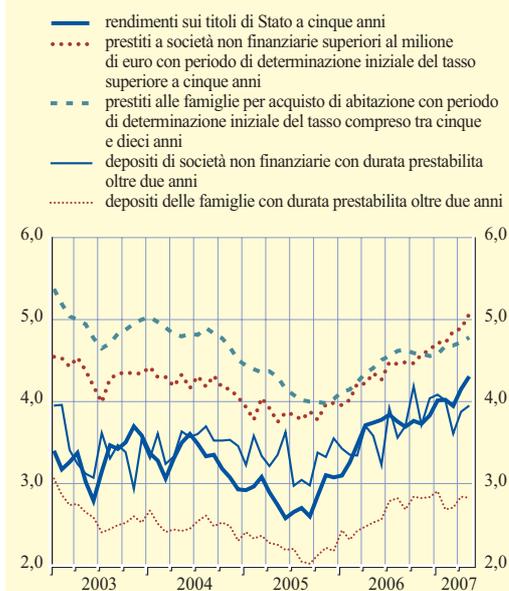
Fonte: BCE.

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

Nel caso dei tassi delle IFM a lungo termine, la trasmissione degli aumenti dei tassi di interesse di mercato da settembre 2005 continua a procedere con ritardi. I rendimenti dei titoli di Stato a due e cinque anni nell'area dell'euro sono saliti rispettivamente di 204 e 171 punti base fra settembre 2005 e maggio 2007. Nello stesso periodo i tassi sui depositi a lungo termine delle famiglie sono cresciuti solo di 80 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 78 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 81 e 119 punti base, a seconda dell'entità del prestito. I fattori alla base dei tuttora bassi margini bancari includono probabilmente l'accresciuta concorrenza da parte di altre banche nonché di operatori non bancari e l'allentamento dei criteri per la concessione di credito nel secondo trimestre del 2007 (cfr. il riquadro 1 *Risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro*). La trasmissione piuttosto lenta ai tassi sui prestiti a lungo termine, tuttavia, è sostanzialmente in linea con l'esperienza storica.

**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 <sup>1)</sup>)



Fonte: BCE.

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

## 2.6 MERCATI AZIONARI

*Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono diminuite significativamente tra la fine di giugno e gli inizi di agosto. La turbolenza nel mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria ha inciso sui listini azionari di entrambe le regioni. Fino a metà luglio i principali indici dei mercati azionari hanno dato prova di buona tenuta alle attese ripercussioni di tale turbolenza, ma successivamente e fino agli inizi di agosto si sono registrate pesanti flessioni. Tuttavia, le attese sulla redditività delle imprese nell'area dell'euro hanno continuato a essere piuttosto elevate, il che sembra essere a sua volta in linea con le prospettive favorevoli sull'attività economica. L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata fortemente nei principali mercati.*

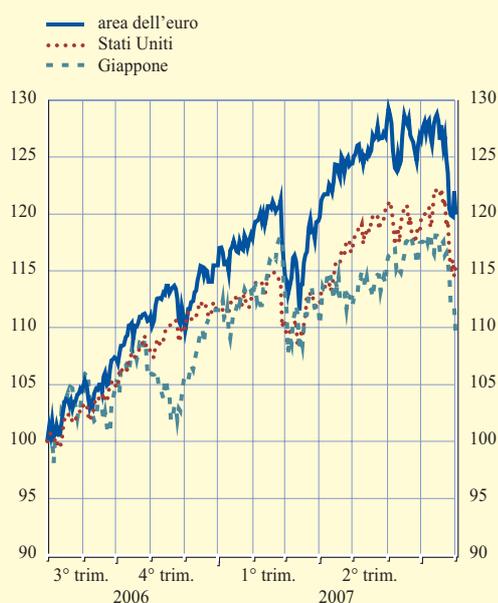
Gli indici azionari ampi dei principali mercati sono aumentati tra la fine di giugno e metà luglio, ma sono poi calati marcatamente. Ciò ha determinato una forte diminuzione complessiva delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone nel periodo in esame (cfr. figura 15). I corsi azionari dell'area dell'euro, misurati dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono scesi del 5 per cento circa, mentre quelli degli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono calati di circa il 2 per cento tra la fine di giugno e il 1° agosto. Un importante fattore all'origine di

tali andamenti è stata la recente turbolenza nel mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria e le associate perdite di valore di alcuni titoli assistiti da garanzia ipotecaria. Ciò ha a sua volta innescato una più generale rivalutazione del rischio di credito anche in altri mercati. In particolare, gli investitori istituzionali sono apparentemente diventati più riluttanti nei confronti degli strumenti di trasferimento del rischio di credito come le *collateralised debt obligation* o i *credit default swap*. Le banche e le società finanziarie con grandi esposizioni attese a tali tipi di attività hanno risentito dei corrispondenti cali dei prezzi. Inoltre, le aspettative in termini di utili sono state probabilmente ridimensionate anche da prospettive di minore reddito da commissioni sulla creazione e il collocamento di strumenti di trasferimento del rischio di credito. Verosimilmente di riflesso ad apprensioni di tale tipo, in entrambe le regioni i titoli del settore finanziario hanno evidenziato flessioni sproporzionatamente elevate da metà luglio. L'incertezza di breve periodo nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita ricavata dalle opzioni su azioni, è aumentata nel periodo in esame, con picchi nel corso del periodo in corrispondenza di notizie preoccupanti in merito all'impatto della turbolenza del mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria (cfr. figura 16).

Nella prima metà di luglio le quotazioni azionarie negli Stati Uniti hanno mostrato una considerevole tenuta rispetto alla turbolenza del mercato dei mutui ipotecari di qualità non primaria. Sulla scia di notizie macroeconomiche positive, i corsi azionari sono saliti di oltre il 3 per cento rispetto alla fine di giugno e l'indice Standard & Poor's 500 ha registrato massimi storici. Malgrado gli

**Figura 15 Indici dei corsi azionari**

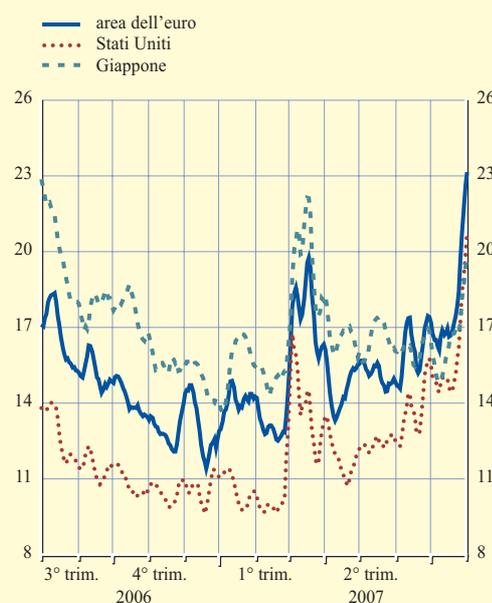
(indice: 1° agosto 2006 = 100; dati giornalieri)



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 cinque 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.

indicatori anticipatori possano segnalare una lieve diminuzione della crescita degli utili delle imprese nel breve periodo negli Stati Uniti, le quotazioni azionarie sono state comunque sorrette dalla solida redditività attesa evidenziata dai dati dell'Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S). Da metà luglio, tuttavia, questo contesto positivo è stato offuscato dalle crescenti preoccupazioni degli investitori sulle più ampie conseguenze potenziali degli andamenti avversi nel mercato dei mutui ipotecari di qualità non primaria, che hanno determinato il forte calo dei corsi azionari di quasi il 6 per cento fra metà luglio e gli inizi di agosto.

Un andamento simile è stato osservato per le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx. Tuttavia, l'aumento tra fine giugno e metà luglio è stato pari solo all'1 per cento circa ed è stato poi seguito da una pronunciata flessione di quasi il 7 per cento che ha determinato un complessivo calo dell'indice del 5 per cento circa. Il segmento dell'indice contenente i servizi finanziari ha evidenziato una diminuzione sproporzionatamente elevata di oltre il 9 per cento dalla fine di giugno. Nonostante le ripercussioni della turbolenza del mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria, i corsi azionari dell'area dell'euro hanno continuato a essere sorretti da attese di solidi utili. Tuttavia, sebbene le attese degli analisti sulla crescita degli utili per azione siano aumentate leggermente di recente, tali aspettative indicano nel contempo un'ulteriore decelerazione della crescita dei profitti verso livelli ancora solidi ma meno vigorosi rispetto a quelli attuali. Ad esempio, secondo i dati dell'I/B/E/S in luglio le previsioni degli analisti sulla crescita degli utili per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx sono aumentate leggermente, a circa il 10 per cento nei prossimi dodici mesi. La crescita effettiva degli utili per azione è ancora attorno al 15 per cento nello stesso mese, dopo una graduale decelerazione da tassi attorno al 20 per cento alla fine del 2006. Un altro fattore che ha contribuito ai forti incrementi cumulati delle quotazioni azionarie dell'area dell'euro nei mesi precedenti è stata la vivace attività di fusioni e acquisizioni nell'area (cfr. riquadro 3). Resta tuttavia da vedere quanto l'impatto dei recenti eventi sulle condizioni creditizie possa smorzare tale attività e, in ultima analisi – vista l'esperienza passata – frenare in modo più continuativo i corsi azionari.

La volatilità dei mercati azionari dell'area dell'euro è aumentata fortemente. Nel contempo, i differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro, in particolare quelle con *rating* più bassi, sono cresciuti significativamente nel periodo in rassegna. Non si può pertanto escludere che le ripercussioni della turbolenza nel mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria abbiano altresì indotto un generale incremento dell'avversione al rischio degli investitori.

### Riquadro 3

#### ATTIVITÀ DI FUSIONE E ACQUISIZIONE E ANDAMENTO DEI CORSI AZIONARI NELL'AREA DELL'EURO

I considerevoli aumenti delle quotazioni azionarie registrati nell'area dell'euro negli ultimi anni si sono accompagnati a un forte dinamismo dell'attività di fusione e acquisizione (*mergers and acquisitions*, M&A). Il presente riquadro esamina più da vicino la natura e le possibili cause di questa apparente correlazione.

La figura A indica che, in generale, gli andamenti ciclici del valore delle operazioni di aggregazione concernenti società dell'area dell'euro (in qualità di acquirenti o di obiettivo) e quelli dei corsi azionari tendono a essere correlati in modo piuttosto stretto. Nello specifico, l'attuale ondata delle operazioni di M&A nell'area dell'euro, che hanno raggiunto su base annualizzata un

valore di quasi 700 miliardi di euro agli inizi del 2007, ha avuto luogo parallelamente a una protratta tendenza rialzista dei mercati azionari dell'area. L'attività di aggregazione societaria non toccava livelli così elevati dal *boom* registrato fra gli ultimi anni novanta e i primi anni duemila, anche allora in concomitanza con livelli elevati dei prezzi azionari<sup>1)</sup>. Un'importante differenza nella natura di queste due ondate di M&A attiene al finanziamento delle operazioni: mentre nel 1999-2000 esse erano state condotte in gran parte tramite lo scambio di azioni fra i detentori di quote della società acquirente e quelli della società obiettivo (cfr. figura A), nel 2005-2007 il regolamento tramite azioni ha avuto un ruolo di gran lunga meno importante, probabilmente a causa delle condizioni molto favorevoli di finanziamento tramite capitale di debito e dell'ampia disponibilità di liquidità presso le imprese<sup>2)</sup>. Tale differenza indica forse che i fattori all'origine della correlazione fra corsi azionari e attività di M&A potrebbero variare nel tempo e che le quotazioni azionarie hanno avuto un ruolo più rilevante per le operazioni di aggregazione societaria nel primo dei due periodi considerati.

La letteratura accademica ha proposto vari fattori (potenzialmente interconnessi) a spiegazione della relazione positiva osservata fra i corsi azionari e l'attività di M&A. In primo luogo, le fusioni tendono a concentrarsi in prossimità di shock economici e tecnologici fondamentali che favoriscono la creazione di sinergie attraverso le operazioni di aggregazione, e quindi producono effetti positivi immediati sulle quotazioni azionarie dovuti all'annuncio di fusioni. Un secondo aspetto, in parte collegato, è che la correlazione positiva fra le aggregazioni societarie e i corsi azionari potrebbe rispecchiare l'eccessivo ottimismo indotto negli investitori da una sorta di slancio susseguente all'annuncio di una fusione; ciò implicherebbe che nel breve periodo i prezzi delle azioni reagiscano positivamente all'annuncio di siffatte operazioni<sup>3)</sup>. Tuttavia, nel lungo periodo l'incremento delle quotazioni dei titoli della società acquirente potrebbe subire un'inversione di rotta qualora l'ottimismo degli investitori circa le presunte sinergie si rivelasse eccessivo<sup>4)</sup>. In terzo luogo, la tendenziale concomitanza fra il vigore dell'attività di M&A e un livello dei corsi azionari storicamente elevato potrebbe riflettere il fatto che i manager sono più inclini a effettuare un'acquisizione allorché ritengono che le azioni siano sopravvalutate<sup>5)</sup>.

- 1) Lo sfasamento temporale fra l'attività di fusione e acquisizione e l'andamento dei prezzi azionari potrebbe rispecchiare il tempo che occorre per completare le operazioni di aggregazione già annunciate.
- 2) Cfr. anche il riquadro 4, intitolato "Evoluzione recente dell'attività di fusione e acquisizione nell'area dell'euro" nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.
- 3) Cfr. ad esempio B. Jovanovic e P. L. Rousseau (2001), "Mergers and technological change: 1885-1998", Working Paper n. 0116, Vanderbilt University.
- 4) Cfr. R.J. Rosen (2006), "Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction to merger announcements", *Journal of Business* 79 (n. 2), pagg. 987-1017.
- 5) Cfr. ad esempio M. Rhodes-Kropf, D.T. Robinson e S. Vishanathan (2005), "Valuation waves and merger activity: The empirical evidence", *Journal of Financial Economics* 77, pagg. 561-603; e A. Shleifer e R.W. Vishny (2003), "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics* 70, pagg. 295-311.

**Figura A Valore delle operazioni di fusione e acquisizione e prezzi delle azioni nell'area dell'euro**

(dati mensili)

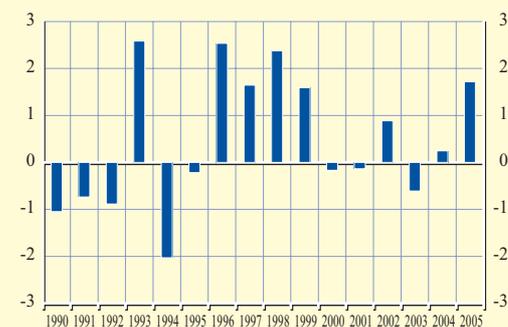


Fonti: Thomson Financial Datastream e Bureau van Dijk (Zephyr).  
Nota: le transazioni per fusioni e acquisizioni includono operazioni portate a termine in cui società dell'area dell'euro compaiono in qualità di acquirente/o società obiettivo.

Al fine di comprendere meglio i fattori all'origine della correlazione recentemente riscontrata fra i corsi azionari e l'attività di M&A nell'area dell'euro è stato condotto un *event study* delle reazioni del mercato azionario all'epoca degli annunci di aggregazioni societarie. A questo scopo, si è applicata una finestra di evento di tre giorni che va dal giorno che precede l'annuncio ai due giorni che lo seguono per calcolare i rendimenti anomali segnati dalle azioni della società acquirente in risposta all'annuncio <sup>6)</sup>. La figura B mostra che il rendimento anomalo medio annuo delle società acquirenti varia nel tempo, risultando particolarmente elevato sia nel periodo antecedente al *boom* del mercato azionario degli ultimi anni novanta e del 2000, sia nel 2005 <sup>7)</sup>. Nel complesso l'andamento della reazione media indica effettivamente che le azioni delle società che procedono a un'acquisizione durante un'ondata di fusioni tendono a segnare una reazione iniziale positiva all'annuncio dell'operazione. Ciò, a sua volta, conferma in qualche misura la validità dei fattori esplicativi summenzionati, ossia la previsione di effetti di sinergia futuri e l'eccessivo ottimismo degli investitori.

**Figura B Rendimenti anomali associati ad annunci di operazioni di fusione e acquisizione nell'area dell'euro**

(valori percentuali)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE. Nota: i rendimenti anomali sono variazioni percentuali nei prezzi delle azioni di imprese acquirenti dell'area dell'euro rilevate in una finestra di tre giorni dall'annuncio dell'operazione di fusione e acquisizione e in eccesso rispetto a quanto ci si potrebbe attendere dalla parallela variazione dei prezzi nell'intero mercato (cfr. nota 6 di questo riquadro), in rapporto alla media di tutti gli annunci rilevanti di fusioni e acquisizioni in ciascun anno. Sono state incluse le sole transazioni in cui il valore dell'operazione superava il 10 per cento del valore di mercato dell'impresa acquirente.

Questi risultati potrebbero indicare nell'insieme che l'attività di M&A è almeno in parte alimentata dall'ottimismo degli investitori durante le fasi rialziste del mercato azionario. Ciò detto, il fatto che nei primi sette mesi del 2007 le operazioni di aggregazione annunciate concernenti società dell'area dell'euro in qualità di acquirenti e/o obiettivo siano ammontate a circa 180 miliardi di euro (in aggiunta ai 265 miliardi di euro di operazioni concluse fra fine 2006 e luglio 2007) fa ritenere che l'attività nel mercato delle fusioni e delle acquisizioni dell'area dell'euro sia proseguita a un ritmo sostenuto e abbia esercitato pressioni al rialzo sulle quotazioni azionarie.

- 6) Al fine di valutare in che modo i singoli corsi azionari delle società considerate siano collegati al portafoglio di mercato si effettua una regressione dei rendimenti giornalieri dei titoli delle singole imprese sui rendimenti dell'indice Dow Jones Euro Stoxx stimati su una finestra corrispondente all'anno precedente quella relativa all'evento di fusione. I rendimenti anomali all'interno della finestra di evento sono calcolati sottraendo i rendimenti azionari della società a quelli normali ricavati dalle stime effettuate sulla finestra precedente.
- 7) I risultati per il 2006 e il 2007 non sono al momento disponibili.

## 3 PREZZI E COSTI

Si stima che in luglio l'inflazione misurata sullo IAPC sia calata all'1,8 per cento, dall'1,9 del mese precedente. I dati per le componenti dell'indice, disponibili solo fino a giugno, indicano che nel secondo trimestre del 2007 le principali componenti dello IAPC hanno seguito andamenti differenziati, con un lieve rialzo dell'inflazione nei servizi sostanzialmente compensato dalla moderata crescita dei prezzi dei beni energetici. Le informazioni disponibili sui prezzi alla produzione nell'industria e quelle desunte dalle indagini congiunturali continuano a segnalare il persistere di spinte inflazionistiche dovute sia ai costi degli input sia all'accresciuta capacità di determinazione dei prezzi da parte delle imprese nel settore manifatturiero e, in particolare, in quello dei servizi. Al di là dei particolari andamenti temporanei che negli ultimi mesi hanno influenzato i dati sul costo del lavoro, le informazioni disponibili indicano che la dinamica salariale è rimasta contenuta nella prima metà del 2007 fino a maggio. In prospettiva, i rischi restano orientati verso l'alto, connessi principalmente a fattori interni. In particolare, l'emergere di vincoli alla capacità produttiva, in un contesto di elevato utilizzo delle risorse e forte crescita dell'occupazione, potrebbe condurre a dinamiche dei salari e dei costi superiori a quelle attese. Inoltre, in tale contesto, il potere di mercato delle imprese nella fissazione dei prezzi in settori caratterizzati da bassa competizione potrebbe condurre ad aumenti dei margini di profitto. I rischi sono connessi anche a ulteriori rincari del greggio. Infine, altri motivi di preoccupazione sono legati alla possibilità di nuovi aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette in aggiunta a quelli anticipati fino ad ora, nonché di politiche fiscali potenzialmente pro-cicliche in alcuni paesi.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER LUGLIO 2007

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in luglio l'inflazione armonizzata si è collocata all'1,8 per cento, in calo dall'1,9 del mese precedente (cfr. tavola 5). Sebbene non siano ancora disponibili i dati disaggregati per le componenti dello IAPC in luglio (informazioni dettagliate saranno rese disponibili il 16 agosto 2007), le informazioni disponibili a livello nazionale suggeriscono che la componente energetica, e in particolare un effetto base derivante dai forti aumenti osser-

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2005	2006	2007 feb.	2007 mar.	2007 apr.	2007 mag.	2007 giu.	2007 lug.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,2	2,2	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8
Beni energetici	10,1	7,7	0,8	1,8	0,4	0,3	0,9	.
Alimentari non trasformati	0,8	2,8	2,8	2,9	3,9	3,1	3,0	.
Alimentari trasformati	2,0	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0	.
Beni industriali non energetici	0,3	0,6	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0	.
Servizi	2,3	2,0	2,4	2,4	2,5	2,6	2,6	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	4,1	5,1	2,9	2,8	2,4	2,4	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	52,9	44,9	47,3	50,2	50,3	52,6	55,2
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,4	24,8	13,9	17,6	15,3	11,9	14,2	7,8

Fonti: Eurostat, HWWI 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.

vati un anno prima, hanno contribuito in maniera significativa al calo stimato dell'inflazione in luglio.

### INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A GIUGNO 2007

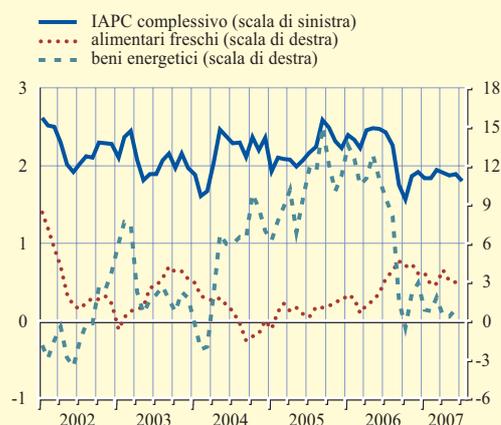
In giugno l'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro si è collocata all'1,9 per cento, per il quarto mese consecutivo. Se si escludono i prezzi dei beni energetici, la crescita di tutte le componenti è rimasta in giugno sostanzialmente invariata (cfr. figura 17). Pertanto, l'incremento sui dodici mesi dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici (pari all'1,9%) è risultato costante dal febbraio 2007.

Per quanto concerne le componenti più variabili dello IAPC, in giugno i prezzi dei beni energetici hanno accelerato, soprattutto per effetto dei nuovi rincari del greggio nello stesso periodo. Nel contempo, la dinamica della componente energetica dello IAPC negli ultimi mesi è rimasta relativamente contenuta, rispetto ai parametri storici, anche grazie a effetti base favorevoli che hanno influenzato questa componente dell'indice nella prima metà del 2007. A differenza dei prezzi dei beni energetici, quelli degli alimentari freschi hanno registrato in giugno un lieve rallentamento, indotto, tra l'altro, da un effetto base favorevole. Nei primi sei mesi del 2007 la variazione sul mese precedente espressa in ragione d'anno dei prezzi destagionalizzati degli alimentari freschi si è collocata in media all'1,7 per cento.

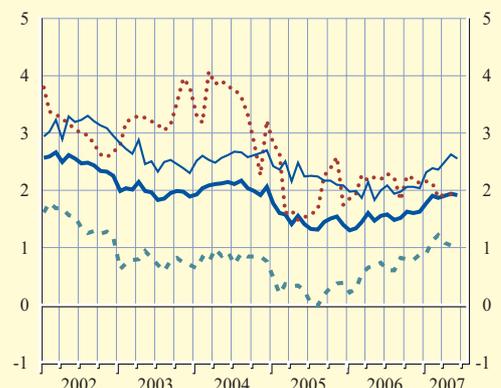
In giugno l'incremento sui dodici mesi delle componenti meno variabili dell'indice non ha subito alcuna variazione significativa. Oltre il breve termine, mentre la crescita dei prezzi di alimentari trasformati e beni industriali non energetici è rimasta sostanzialmente stabile dall'inizio del 2007, quella dei prezzi nel settore dei servizi è aumentata gradualmente dalla fine del 2006. A questa accelerazione ha contribuito l'accresciuta capacità delle imprese, soprattutto nei settori dei servizi, di trasmettere ai clienti i rincari degli input, come suggeriscono anche i dati delle indagini. La pausa nell'accelerazione dei prezzi registrata in giugno ha interessato tutte le componenti dei servizi. Tuttavia, nella fase attuale, non si può concludere che questo recente andamento rappresenti una stabilizzazione dell'andamento tendenziale al rialzo. In effetti, anche se è improbabile che l'aumento dell'IVA in Germania possa ancora influenzare in maniera significativa l'andamento di tale componente, le spinte inflazionistiche potrebbero rafforzarsi in un contesto caratterizzato da una vigorosa attività economica.

**Figura 17 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



— IAPC complessivo esclusi beni energetici e alimentari freschi  
 ..... alimentari trasformati  
 - - - beni industriali non energetici  
 — servizi



Fonte: Eurostat.

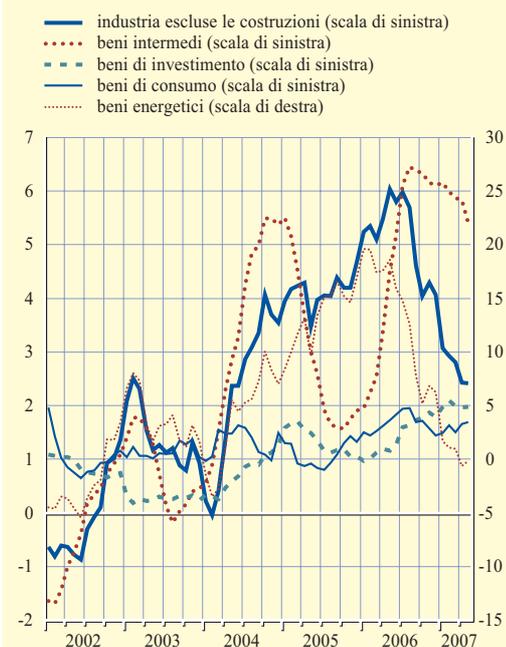
### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Tra aprile e maggio l'incremento sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è risultato pari al 2,4 per cento, invariato rispetto al mese precedente, mentre l'inflazione alla produzione al netto di beni energetici e costruzioni è calata dal 3,4 al 3,2 per cento nello stesso periodo (cfr. figura 18). I dati nazionali disponibili per giugno segnalano che la crescita dell'indice (escluse le costruzioni), sia complessivo che al netto dell'energia, è calata leggermente. Nonostante un lieve rallentamento dei prezzi alla produzione negli ultimi mesi, l'evoluzione delle componenti principali dell'indice suggerisce il persistere di elevate spinte inflazionistiche a livello della produzione.

I più recenti risultati delle indagini congiunturali sul processo di fissazione dei prezzi indicano il protrarsi delle pressioni inflazionistiche a livello della produzione (cfr. figura 19). Secondo i partecipanti all'indagine presso i responsabili degli acquisti, condotta da NTC Economics, le situazioni di scarsità di offerta e i rincari petroliferi hanno contribuito a spingere in luglio l'inflazione degli input nel settore manifatturiero al livello più elevato da nove mesi. L'indicatore dei prezzi dell'output nel settore, pur essendo calato rispetto ai picchi osservati all'inizio dell'anno, rimane ancora su un livello relativamente elevato. Le informazioni disponibili sui servizi suggeriscono che le crescenti pressioni salariali e i rincari del carburante hanno concorso a innalzare i costi degli input, laddove l'accresciuto potere delle imprese nel determinare i prezzi ha dato luogo anche a persistenti pressioni sui prezzi applicati alla clientela in questo settore.

**Figura 18** Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

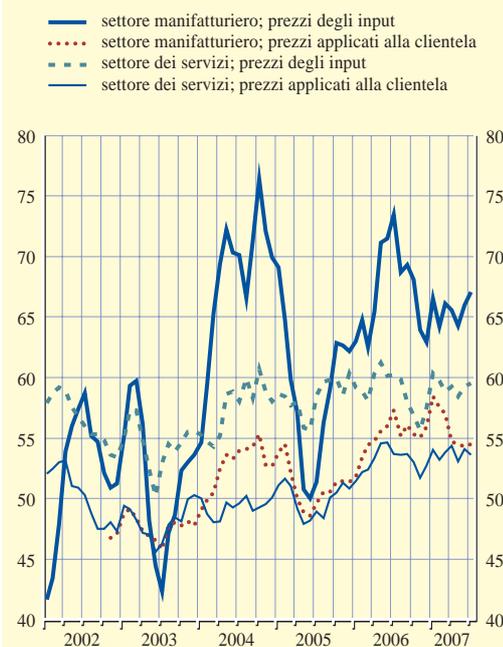
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 19** Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



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

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

I dati recenti sugli indicatori del costo del lavoro sono stati influenzati da numerosi fattori specifici di natura temporanea. Se si escludono queste influenze transitorie in alcuni paesi, le informazioni disponibili desunte da tali indicatori segnalano il perdurare di moderate pressioni salariali nella media dell'area.

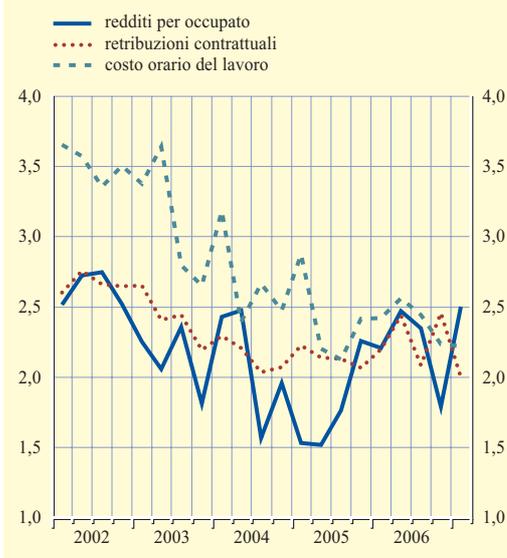
I dati concernenti sia le retribuzioni contrattuali sia il costo orario del lavoro nel primo trimestre del 2007 indicano un contenimento della crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro rispetto all'incremento medio osservato nel 2006 (cfr. tavola 6). Le informazioni attualmente disponibili segnalano una accelerazione delle retribuzioni contrattuali all'inizio del secondo trimestre per effetto dei pagamenti *una tantum* in Germania.

Nel primo trimestre del 2007 il tasso di incremento dei redditi per occupato nell'area è salito al 2,5 per cento sul periodo corrispondente, dall'1,8 nel trimestre precedente (cfr. figura 20). Questa accelerazione è stata ampiamente anticipata poiché è stata determinata in larga misura da una normalizzazione della crescita salariale nel settore pubblico italiano, dopo la flessione nel precedente trimestre. Nel primo trimestre del 2007 la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto è risultata pari allo 0,8 per cento, mentre nell'ultimo trimestre del 2006 il costo del lavoro per unità di prodotto era rimasto invariato a causa di andamenti temporanei nel settore pubblico italiano. L'accelerazione è stata determinata dal fatto che la crescita della produttività del lavoro è rimasta sostanzialmente invariata, mentre la dinamica dei redditi per occupato è aumentata. Al di là di questi recenti andamenti variabili, i dati relativi all'inizio dell'anno non evidenziano un incremento significativo del costo del lavoro.

In un ottica settoriale, i dati sui redditi per occupato nel primo trimestre indicano una lieve accelerazione in tutti i principali settori (cfr. figura 21). Tuttavia, a parte gli andamenti nei ser-

Figura 20 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 21 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



vizi non di mercato (largamente influenzati da quelli specifici per l'Italia, citati in precedenza), l'accelerazione dei salari è stata relativamente più marcata nei settori delle costruzioni e dei servizi di mercato, dove la crescita della produttività del lavoro è aumentata anche nel primo trimestre del 2007. Per contro, a livello settoriale la dinamica del costo orario del lavoro è rimasta sostanzialmente invariata nell'industria e nei servizi di mercato, mentre è leggermente calata nelle costruzioni.

### 3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In prospettiva, il profilo a breve termine dei tassi di inflazione continua a rispecchiare in ampia misura l'evoluzione dei prezzi dell'energia; 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*, nei prossimi mesi l'inflazione dovrebbe mantenersi sostanzialmente sui livelli attuali, per poi registrare un sensibile incremento verso la fine dell'anno, principalmente a causa di tali effetti base.

Oltre il breve periodo, tali prospettive restano soggette a rischi verso l'alto, connessi principalmente a fattori interni. In particolare, l'emergere di vincoli alla capacità produttiva, in un contesto di elevato utilizzo delle risorse e forte crescita dell'occupazione, potrebbe condurre a dinamiche dei salari e dei costi superiori a quelle attese. Inoltre, in tale contesto, il potere di mercato delle imprese nella fissazione dei prezzi in settori caratterizzati da bassa competizione potrebbe condurre ad aumenti dei margini di profitto. Infine, permangono rischi connessi a possibili ulteriori aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette (in aggiunta a quelli anticipati finora), nonché a politiche fiscali potenzialmente pro-cicliche in alcuni paesi. Dal lato esterno, i rischi sono dovuti principalmente alla possibilità di ulteriori rincari del greggio. I risultati dell'ultima Survey of Professional Forecasters, condotta dalla BCE in luglio, suggeriscono valutazioni sostanzialmente simili sulle aspettative e sui rischi di inflazione (cfr. riquadro 4).

**Riquadro 4**
**I RISULTATI DELLA SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DELLA BCE PER IL TERZO TRIMESTRE DEL 2007**

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il terzo trimestre del 2007, condotta dalla BCE tra il 16 e il 18 luglio 2007. L'SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sulla crescita del PIL e sulla disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea. Alla luce della diversità del campione di partecipanti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive.

**Aspettative di inflazione per il 2007, il 2008 e il 2009**

In media, i partecipanti all'SPF hanno rivisto al rialzo le aspettative di inflazione per il 2007 e il 2008, al 2,0 per cento dall'1,9 della precedente indagine (cfr. tavola)<sup>1)</sup>. Queste correzioni nell'orizzonte di previsione riflettono in larga misura le ipotesi di rincari petroliferi e il miglioramento delle prospettive di crescita, determinando un crescente grado di utilizzo della capacità produttiva. Alcuni interpellati hanno inoltre menzionato i prezzi amministrati superiori alle attese e le rinnovate spinte inflazionistiche provenienti dai prezzi dei beni di consumo non energetici. Le aspettative di inflazione per il 2007 e il 2008 dell'SPF sono in linea con le proiezioni macroeconomiche formulate in giugno 2007 dagli esperti dell'Eurosistema e i valori pubblicati nelle edizioni di luglio 2007 di *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer*. Per il 2009, gli intervistati prevedono che

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione					
	2007	giugno 2008	2008	giugno 2009	2009	A più lungo termine <sup>2)</sup>
SPF, 3° trim. 2007	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Precedente SPF, 2° trim. 2007	1,9	-	1,9	-	-	1,9
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE	1,8-2,2	-	1,4-2,6	-	-	-
Consensus (luglio 2007)	2,0	-	2,0	-	2,0	1,9
Euro Zone Barometer (luglio 2007)	2,0	-	2,0	-	2,0	1,9
<b>Crescita del PIL in termini reali</b>	<b>2007</b>	<b>1° trim. 2008</b>	<b>2008</b>	<b>1° trim. 2009</b>	<b>2009</b>	<b>A più lungo termine<sup>2)</sup></b>
SPF, 3° trim. 2007	2,7	2,4	2,3	2,2	2,2	2,2
Precedente SPF, 2° trim. 2007	2,5	-	2,3	-	-	2,1
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE	2,3-2,9	-	1,8-2,8	-	-	-
Consensus (luglio 2007)	2,7	-	2,3	-	2,0	1,9
Euro Zone Barometer (luglio 2007)	2,7	-	2,3	-	2,1	2,1
<b>Tasso di disoccupazione<sup>1)</sup></b>	<b>2007</b>	<b>maggio 2008</b>	<b>2008</b>	<b>maggio 2009</b>	<b>2009</b>	<b>A più lungo termine<sup>2)</sup></b>
SPF, 3° trim. 2007	7,0	6,8	6,7	6,6	6,6	6,4
Precedente SPF, 2° trim. 2007	7,2	-	6,9	-	-	6,7
Consensus (luglio 2007)	7,1	-	6,8	-	-	-
Euro Zone Barometer (luglio 2007)	7,1	-	6,8	-	6,7	6,5

1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2012 nella presente SPF, al 2011 nell'*Euro Zone Barometer* e al periodo 2013-2017 del *Consensus Economics*. Le previsioni del *Consensus Economics* relative al periodo 2013-2017 e all'anno 2009 sono state pubblicate nel numero di aprile 2007 del *Consensus Economics*.

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

l'inflazione rimarrà al 2,0 per cento. Questa stima puntuale è in linea con le proiezioni pubblicate nell'edizione di luglio di *Euro Zone Barometer* e in quella di aprile di *Consensus Economics*.

Ai partecipanti all'indagine SPF è stato inoltre chiesto di assegnare una distribuzione di probabilità alle loro previsioni. Questa distribuzione fornisce informazioni sulla probabilità che i risultati futuri si collochino all'interno di un determinato intervallo. Inoltre, la distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte rende più facile desumere il modo in cui i partecipanti valutano, in media, il rischio che il risultato effettivo si situi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. In linea con la revisione al rialzo della stima puntuale per il 2007, la distribuzione di probabilità sulle attese di inflazione per quest'anno si è spostata verso valori più elevati rispetto all'SPF per il secondo trimestre del 2007 (cfr. figura A). Vi sono state anche alcune variazioni nella distribuzione di probabilità relativa al 2008, per la quale la maggior parte delle risposte è passata dall'intervallo compreso tra l'1,5 e l'1,9 per cento a quello tra il 2,0 e il 2,4 per cento.

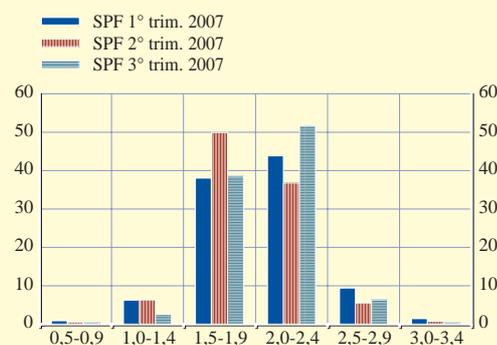
Secondo gli esperti, tali aspettative di inflazione sono soggette soprattutto a rischi al rialzo, connessi in particolare a ulteriori inattesi rincari del petrolio, a una vigorosa espansione economica e a pressioni salariali associate al miglioramento della situazione sul mercato del lavoro. Nel contempo, diversi interpellati hanno menzionato l'apprezzamento dell'euro e l'incremento della produttività in atto quali fattori che hanno in parte contenuto le spinte inflazionistiche.

### Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

In base ai risultati dell'ultima indagine SPF, le aspettative di inflazione a più lungo termine (cinque anni) sono state riviste al rialzo dall'1,9 al 2,0 per cento, arrotondate a un decimale. Tuttavia, la portata di tale correzione appare molto limitata a livello del secondo decimale (dall'1,92 all'1,95 per cento). Tali aspettative sono lievemente superiori a quelle recentemente pubblicate da *Euro Zone Barometer* per il 2011 e a quelle fornite in aprile 2007 da *Consensus Economics* per l'inflazione sull'orizzonte da sei a dieci anni, che si collocherebbe all'1,9 per cento. La riduzione della deviazione standard nell'SPF sta a indicare un'ulteriore convergenza tra le previsioni degli intervistati per quanto concerne il tasso di inflazione a più lungo termine (cfr. figura B).

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

(valori percentuali)

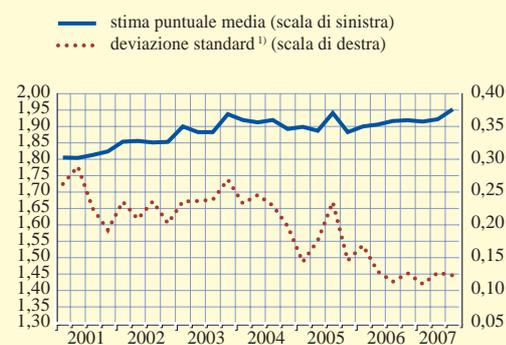


Fonte: BCE.

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

**Figura B Aspettative di inflazione di lungo periodo**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)



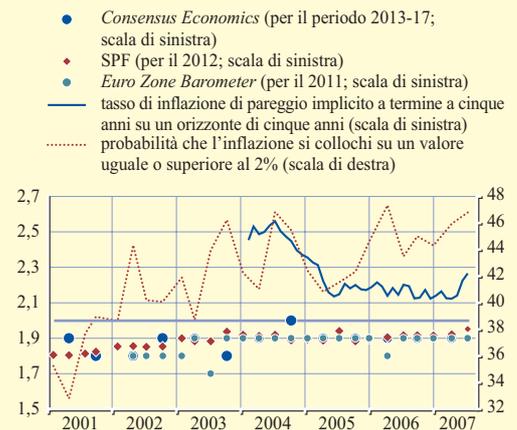
Fonte: BCE.

1) Deviazione standard delle stime puntuali riportate da ciascuno dei partecipanti all'indagine.

La distribuzione di probabilità media delle attese di inflazione a più lungo termine si è spostata su valori lievemente superiori rispetto all'SPF per il secondo trimestre. In particolare, la probabilità che l'inflazione possa collocarsi su un livello pari o superiore al 2 per cento è aumentata al 47 per cento, dal 46 nella precedente indagine. I risultati dell'SPF inoltre possono essere raffrontati con il tasso di inflazione di pareggio, un indicatore delle aspettative di inflazione a più lungo termine degli operatori di mercato calcolato come differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione<sup>2)</sup>. Le maggiori probabilità che l'inflazione a più lungo termine possa collocarsi al 2 per cento, o più in alto, sono in linea con l'andamento del tasso di inflazione di pareggio implicito a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, salito dal 2,1 al 2,3 per cento tra maggio e luglio 2007 (cfr. figura C). Tuttavia, non è opportuno interpretare i tassi di inflazione di pareggio come misure dirette delle aspettative di inflazione, in quanto potrebbero incorporare anche vari premi per il rischio (quali quelli per l'incertezza sull'inflazione e la liquidità).

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; probabilità in valori percentuali)



Fonti: Consensus Economics, BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni è derivato su obbligazioni con scadenza nel 2012 fino a marzo 2005 e, successivamente a tale data, su obbligazioni con scadenza nel 2015.

### Aspettative per la crescita del PIL in termini reali

Rispetto alla precedente indagine SPF, le aspettative per la crescita del PIL in termini reali sono state riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2007 e indicano ora un'espansione del 2,7 per cento. Tale revisione rispecchia principalmente un miglioramento delle attese sulla domanda interna (in particolare consumi privati e, in certa misura, investimenti), che trovano riscontro nella migliorata situazione sul mercato del lavoro e nel protrarsi della robusta crescita della domanda esterna. La crescita attesa del PIL per il 2008 è rimasta invariata al 2,3 per cento. In entrambi gli anni, i rischi riguardanti le previsioni vengono valutati dai partecipanti lievemente verso il basso, soprattutto in connessione con l'evoluzione dei corsi petroliferi, il vigore dell'euro, l'incremento dei tassi di interesse e gli squilibri a livello mondiale. Nel complesso, le aspettative di crescita per il 2007 e il 2008 contenute nell'SPF rientrano negli intervalli delle proiezioni macroeconomiche formulate in giugno 2007 dagli esperti dell'Eurosistema e sono in linea con quelle riportate nelle ultime edizioni di *Euro Zone Barometer* e *Consensus Economics*. Nel 2009 la crescita del PIL in termini reali dovrebbe collocarsi al 2,2 per cento. Questa stima puntuale è leggermente superiore a quelle fornite da *Euro Zone Barometer* in luglio e da *Consensus Economics* in aprile.

Le aspettative per la crescita a più lungo termine (per il 2012) sono state riviste verso l'alto di 0,1 punti percentuali e ora si collocano al 2,2 per cento. Secondo gli esperti, le prospettive di espansione a più lungo termine dipendono principalmente da ulteriori riforme strutturali nel mercato del lavoro e nei sistemi previdenziali, dai flussi migratori e dal miglioramento della produttività.

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

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

Le aspettative sul tasso di disoccupazione per il 2007 e il 2008 sono state riviste al ribasso di 0,2 punti percentuali, collocandosi attualmente al 7,0 e al 6,7 per cento rispettivamente. Come nella precedente indagine SPF, i previsori hanno menzionato la perdurante espansione economica e l'indotto miglioramento della situazione sul mercato del lavoro come i principali fattori all'origine dell'ulteriore calo del tasso di disoccupazione. Le attese sul tasso di disoccupazione per il 2007 e il 2008 contenute nell'SPF sono inferiori a quelle riportate nelle ultime edizioni di *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*. Per il 2009, gli intervistati prevedono che il tasso di disoccupazione scenderà ulteriormente al 6,6 per cento, in ribasso di 0,1 punti percentuali rispetto alla previsione fornita da *Euro Zone Barometer* in luglio. Anche le aspettative sul tasso di disoccupazione a più lungo termine sono state riviste al ribasso, di 0,3 punti percentuali, al 6,4 per cento per il 2012. Il saldo dei rischi di queste previsioni viene valutato verso l'alto su tutti gli orizzonti. Gli interpellati continuano ad affermare che il calo del tasso di disoccupazione nell'orizzonte a più lungo termine è in larga misura subordinato a ulteriori, e più radicali, riforme del mercato del lavoro.

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

*Gli ultimi dati pubblicati confermano che le prospettive per l'area dell'euro sono positive. Gli investimenti sono sostenuti da una vigorosa crescita degli utili, da condizioni di finanziamento favorevoli e dalla necessità di espandere la capacità produttiva in considerazione dei segnali di un abbassamento dei tassi di utilizzo. Il mercato del lavoro mostra un perdurante miglioramento e dovrebbe alimentare la crescita dei consumi privati. Sul versante esterno, le condizioni del mercato offrono un contesto favorevole all'aumento delle esportazioni dell'area dell'euro. Pertanto, rimangono i presupposti per il protrarsi dell'espansione dell'economia nell'area. In generale i rischi restano sostanzialmente bilanciati nel breve termine e al ribasso nel medio e lungo periodo. Essi riguardano principalmente fattori esterni, in particolare la possibilità di potenziali e repentini mutamenti delle valutazioni dei mercati finanziari globali che comportino una riconsiderazione del prezzo dei rischi, ulteriori incrementi dei corsi petroliferi, timori circa un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri mondiali e preoccupazioni di una crescita delle pressioni protezionistiche.*

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

In base alla seconda stima dell'Eurostat, nel primo trimestre del 2007 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,7 per cento, dopo lo 0,9 del trimestre precedente. Rispetto alla prima stima la crescita del PIL è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali in conseguenza di un aggiornamento della stima relativa all'espansione dei consumi privati (da -0,1 a 0,0 per cento) e di una correzione al rialzo del contributo delle esportazioni nette, che nondimeno è rimasto negativo (cfr. figura 22). La dinamica dei consumi privati nel primo trimestre del 2007 ha rispecchiato principalmente l'impatto avverso dell'aumento dell'IVA in Germania in gennaio. La revisione dell'apporto delle esportazioni nette è ascrivibile soprattutto a una correzione al rialzo del tasso di crescita delle esportazioni (dallo 0,3 allo 0,8 per cento). Questa riflette altre revisioni dei dati sul commercio per il quarto trimestre del 2006 dovute a discrepanze statistiche nei dati sulle esportazioni tedesche relativi alla seconda metà dell'anno.

Secondo i conti per i settori istituzionali dell'area dell'euro, nel primo trimestre del 2007 la crescita sul periodo corrispondente del reddito disponibile ha superato per la prima volta quella dei consumi. Tale andamento ha rispecchiato una ripresa delle retribuzioni e un minore aumento dei pagamenti tributari. Pertanto, il tasso di risparmio è salito al 14,1 per cento dal 13,9 del trimestre precedente.

La scomposizione degli investimenti fissi lordi per il primo trimestre, resa disponibile con la seconda stima dell'Eurostat, mostra che la maggior parte delle componenti degli investimenti è aumentata a tassi di molto superiori a quelli registrati nei due trimestri precedenti. Gli investimenti in costruzioni (che rappresentano circa la metà degli investimenti fissi lordi aggregati) si sono accresciuti del 2,5 per cento sul trimestre precedente; in particolare gli investimenti in immobili residenziali hanno evidenziato una vigorosa espansione, accelerando per il secondo trimestre consecutivo. Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono aumentati del 2,2 per cento, rispecchiando notevoli incrementi nelle componenti sia dei macchinari sia dei mezzi di trasporto.

Gli investimenti nella maggior parte delle economie sviluppate mostrano in genere un profilo prociclico, caratterizzato da un'espansione superiore rispetto a quella dell'attività economica complessiva all'inizio di una ripresa e da una diminuzione più forte durante un rallentamento. Gli andamenti degli investimenti nell'area dell'euro dalla metà del 2005 non sembrano scostarsi significativamente da quelli osservati durante la ripresa precedente cominciata a metà del 1998. Le prospettive per gli investimenti rimangono molto incoraggianti in considerazione delle favorevoli condizioni di finanziamento e

dell'esigenza di espandere la capacità produttiva per rispondere ai segnali di un abbassamento dei tassi di utilizzo. L'accelerazione dell'attività economica dalla metà del 2005 ha determinato un sensibile aumento del grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero dell'area dell'euro, che si situa ora su livelli analoghi a quelli raggiunti al culmine del precedente ciclo economico.

In base ai conti per i settori istituzionali dell'area dell'euro, nel primo trimestre del 2007 la crescita sul periodo corrispondente del reddito imprenditoriale lordo delle società non finanziarie si è ridotta per effetto di una decelerazione del margine operativo lordo. Altri redditi da capitale (principalmente entrate derivanti da dividendi e utili risultanti da investimenti diretti esteri) hanno fornito un contributo positivo all'espansione del reddito. Tali incrementi sono stati in parte controbilanciati da un aumento degli interessi maturati netti, poiché sia i tassi di interesse sia l'indebitamento delle imprese si sono accresciuti.

### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

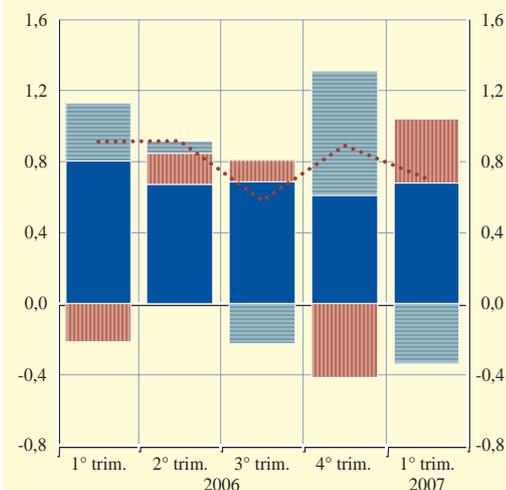
La scomposizione settoriale della crescita del valore aggiunto mostra che l'accelerazione dell'attività economica cominciata a metà del 2005 ha avuto carattere generalizzato. Tale andamento si è protratto nel primo trimestre del 2007.

L'espansione della produzione industriale (al netto delle costruzioni) è rimasta sostenuta dalla metà del 2005. Più recentemente, tuttavia, tale crescita sembra aver fatto registrare tassi più contenuti. Sulla base della media mobile a tre mesi, la produzione industriale dell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) si è accresciuta dello 0,5 per cento in maggio, contro lo 0,8 del primo trimestre del

**Figura 22 Crescita del PIL a prezzi costanti e contributi**

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

- domanda interna (escluse le scorte)
- variazione delle scorte
- esportazioni nette
- ..... PIL complessivo (tasso di crescita)

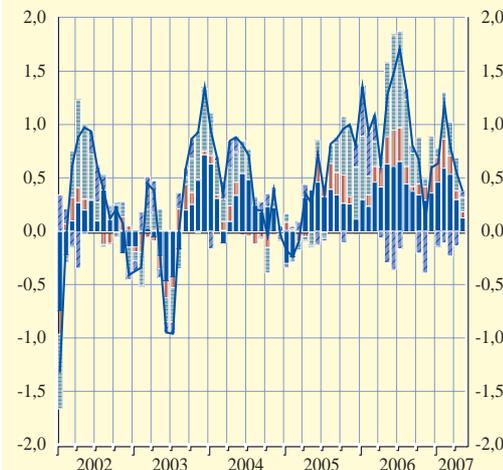


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 23 Crescita della produzione industriale e contributi**

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

- beni di investimento
- beni di consumo
- beni intermedi
- energia
- totale esclusi costruzioni (tasso di crescita)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate a tre mesi rispetto all'analogia media tre mesi prima.

2007 (cfr. figura 23). Tale moderazione riguarda tutti i principali comparti industriali ad eccezione del settore energetico che ha evidenziato una certa ripresa della produzione. I segnali provenienti dai nuovi ordini industriali rimangono positivi: in maggio essi sono aumentati del 2,0 per cento sulla base della media mobile a tre mesi, mantenendosi ben al di sopra della loro crescita media storica (calcolata dal 1995). I nuovi ordini al netto della componente volatile degli "altri mezzi di trasporto" hanno proseguito la tendenza al rialzo osservata dall'inizio dell'anno.

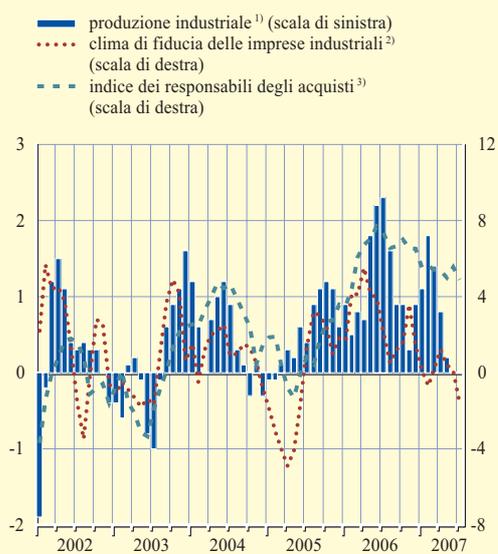
### RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI INDUSTRIALE E DEI SERVIZI

Gli ultimi dati delle indagini pubblicate per luglio continuano a fornire un segnale positivo per l'attività economica nel terzo trimestre del 2007 sia nel settore industriale sia in quello dei servizi.

L'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea è rimasto sostanzialmente invariato dall'inizio del 2007, mantenendosi pertanto prossimo al suo massimo storico in luglio (cfr. figura 24). Il ristagno della fiducia delle imprese negli ultimi mesi è principalmente connesso agli andamenti nei settori dei beni intermedi e di consumo. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è restato ben al di sopra della sua media storica in luglio e continua pertanto a indicare una crescita positiva in questo comparto all'inizio del terzo trimestre, sebbene a un ritmo inferiore. Per quanto concerne il settore dei servizi, sia l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea sia il PMI sono rimasti pressoché immutati in luglio, su valori prossimi ai massimi degli ultimi sei anni.

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

(dati mensili destagionalizzati)



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

Nota: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero.

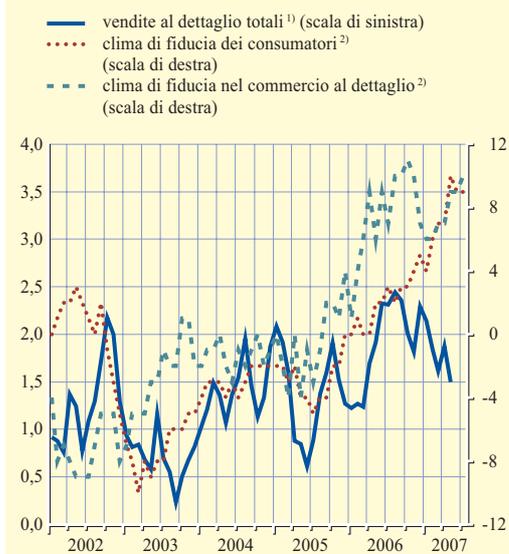
1) Variazioni percentuali della media mobile a tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi.

2) Saldi percentuali; variazioni rispetto a tre mesi prima.

3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

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

(dati mensili)



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

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.

2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media. I dati sul clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro a partire dal gennaio 2004 non sono pienamente confrontabili con quelli precedenti per effetto di alcune modifiche introdotte nel questionario utilizzato per l'indagine relativa alla Francia.

## INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Nonostante la ripresa della crescita del PIL dell'area dell'euro cominciata a metà del 2005, la spesa delle famiglie è rimasta relativamente modesta. L'espansione dei consumi nell'area è stata inferiore alla sua media di lungo periodo dal 2002 e la quota dei consumi sul PIL è scesa a un livello storicamente basso. La debolezza della spesa delle famiglie negli ultimi anni può essere in parte ricondotta alla modesta evoluzione del reddito disponibile, di riflesso a una moderata crescita salariale. Inoltre, a differenza che in cicli passati, l'aumento del reddito disponibile è stato determinato in gran parte da reddito non da lavoro, e vi potrebbe essere una minore propensione a finanziare i consumi con questo tipo di reddito rispetto che con reddito da lavoro. Un altro fattore potrebbe essere costituito dalla preoccupazione delle famiglie per il reddito pensionistico e la sostenibilità dei sistemi previdenziali, con un conseguente aumento del risparmio a scopo precauzionale.

I recenti indicatori mensili della spesa delle famiglie forniscono segnali contrastanti. Le immatricolazioni di nuove autovetture sono rimaste sostanzialmente invariate nel secondo trimestre del 2007 dopo un calo del 3,6 per cento nel primo trimestre. L'espansione delle vendite al dettaglio resta contenuta, mostrando un aumento solo dello 0,4 per cento in maggio sulla base della media mobile a tre mesi. Nel complesso, ci si attende che il contributo delle vendite al dettaglio e delle immatricolazioni di autovetture alla crescita dei consumi privati dell'area dell'euro nel secondo trimestre sia modesto. Al contempo, la fiducia presso consumatori e dettaglianti nell'area continua a oscillare su livelli prossimi ai massimi storici (cfr. figura 25). Il riquadro 5 analizza in maggior dettaglio gli andamenti della fiducia dei consumatori.

### Riquadro 5

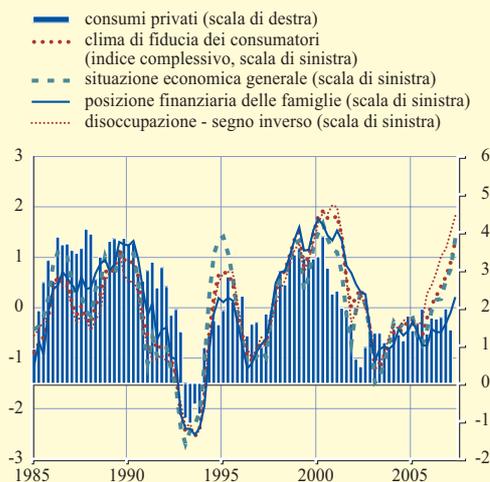
#### ANDAMENTI RECENTI DELLA FIDUCIA DEI CONSUMATORI

Negli ultimi due anni l'indicatore della Commissione europea relativo alla fiducia dei consumatori è aumentato sensibilmente, raggiungendo a maggio 2007 il livello più alto dal 2001 per poi diminuire leggermente in giugno e luglio. Nello stesso periodo la spesa delle famiglie è stata più contenuta (cfr. figura A). Il perdurante divario tra fiducia e consumi è relativamente insolito; in passato, queste due variabili hanno mostrato la tendenza a muoversi sostanzialmente in sintonia. Tuttavia, l'incremento della misura complessiva della fiducia potrebbe sovrastimare il grado di valutazione delle famiglie circa il proprio benessere economico. Fino a poco tempo fa, la crescita della fiducia complessiva dei consumatori è stata sospinta in larga misura da miglioramenti delle aspettative di questi ultimi riguardo alla dinamica del mercato del lavoro e della situazione economica in generale<sup>1)</sup>. In passato queste serie hanno mostrato una correlazione inferiore con la spesa delle famiglie in termini reali rispetto alla componente della fiducia che registra le attese delle famiglie sulla propria posizione finanziaria (cfr. figura B). Queste attese sono state meno favorevoli negli ultimi due anni e più in linea con l'andamento relativamente modesto dei consumi in tale periodo. Il presente riquadro esamina alcune spiegazioni alternative per la dinamica recente della fiducia dei consumatori e considera le possibili implicazioni per i consumi privati.

1) L'indagine della Commissione europea pone una serie di domande riguardo alla situazione finanziaria delle famiglie, alle prospettive generali per l'economia e così via. Quattro di queste domande sono aggregate per formare una misura complessiva della fiducia dei consumatori: 1) come si attende che la situazione economica generale si evolva nei prossimi dodici mesi?; 2) come si attende che la posizione finanziaria della sua famiglia cambi nei prossimi dodici mesi?; 3) come si attende che il numero di disoccupati in questo paese vari nei prossimi dodici mesi? e 4) con quale probabilità effettuerà risparmi nei prossimi dodici mesi? La misura complessiva della fiducia dei consumatori aggrega, con una semplice media, i saldi netti delle risposte alle quattro domande.

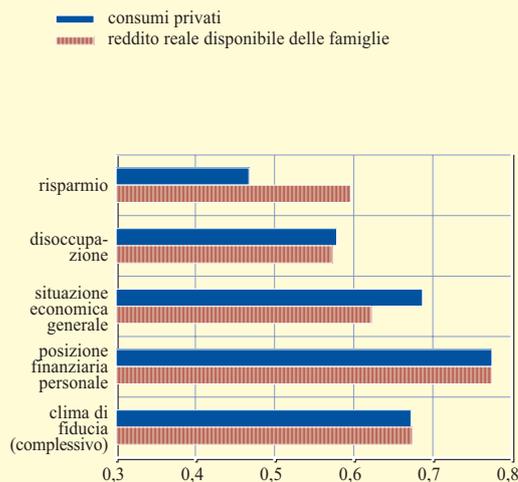
**Figura A Componenti del clima di fiducia dei consumatori e consumi privati**

(deviazioni standard dalle medie delle serie; variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

**Figura B Componenti del clima di fiducia: correlazione con consumi privati e reddito reale disponibile delle famiglie**



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed elaborazioni della BCE.  
Nota: correlazioni fra saldi percentuali e variazioni percentuali sui dodici mesi, dal 1° trim. 1985 al 1° trim. 2007.

### Interpretazione delle valutazioni dei consumatori riguardanti la propria posizione finanziaria

In linea di principio, le famiglie dovrebbero basare le proprie decisioni di consumo sul reddito che si aspettano di ricevere durante la loro vita, tenendo conto del reddito corrente e atteso. Le percezioni delle famiglie circa la rispettiva posizione finanziaria vengono probabilmente influenzate da determinanti economiche simili; la correlazione con la crescita del loro reddito reale disponibile è elevata (cfr. figura B). Dal 2004, nonostante un'espansione dell'attività economica complessiva e una crescente occupazione nell'area dell'euro, l'incremento del reddito reale disponibile delle famiglie è stato relativamente contenuto<sup>2)</sup>. Inoltre, in un contesto caratterizzato da una moderata crescita salariale, a differenza che in cicli passati, la crescita del reddito disponibile è stata sospinta in larga misura da reddito non da lavoro. Di norma, pare che le famiglie reagiscano in modo più immediato alla dinamica del reddito da lavoro: la fiducia ha un andamento più simile alle variazioni del reddito da lavoro e le famiglie mostrano generalmente una più elevata propensione a finanziare i propri consumi con questa categoria di reddito. Pertanto, i consumatori hanno riconosciuto i miglioramenti della situazione economica generale, e in particolare delle prospettive di occupazione, ma non sono stati altrettanto sicuri per quanto concerne l'andamento della loro posizione finanziaria, e la spesa delle famiglie è stata più modesta rispetto a quella osservata nelle passate fasi di ripresa.

Sebbene sembri che la dinamica della fiducia sia in larga misura riconducibile alla crescita del reddito, anche altri fattori potrebbero avere inciso sulla fiducia delle famiglie. Una possibilità

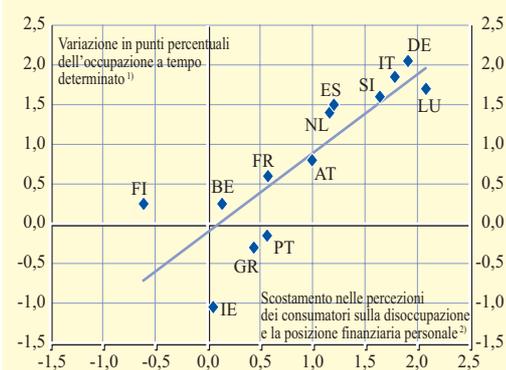
2) Per ulteriori dettagli sugli andamenti recenti del reddito delle famiglie, cfr. il riquadro 9 "Andamenti recenti nei settori delle famiglie e delle imprese: informazioni ottenute dai nuovi conti settoriali trimestrali per l'area dell'euro" nel numero di giugno 2007 di questo Bollettino.

è che la fiducia dei consumatori circa le proprie finanze sia rimasta relativamente bassa poiché, rispetto al passato, una quota maggiore dei recenti incrementi dell'occupazione ha riguardato posizioni temporanee: tra il 2003 e il 2006 la percentuale di tali posizioni sull'occupazione totale è aumentata di circa due punti percentuali. In definitiva, una più elevata flessibilità del mercato del lavoro beneficia le famiglie, traducendosi in maggiori opportunità di occupazione, un minore tasso di disoccupazione e una durata inferiore della disoccupazione. Tuttavia, nel breve termine, mentre le famiglie si adattano al nuovo contesto, potrebbero essere più incerte sulle proprie prospettive di reddito. Di conseguenza, rispetto a quanto avvenuto in precedenti fasi di espansione, per un dato livello di reddito la loro valutazione della propria posizione finanziaria potrebbe essere stata meno ottimistica, il risparmio precauzionale più elevato e i consumi più deboli. Di fatto, la figura C suggerisce che al momento i paesi in cui si è registrato il maggiore incremento dell'occupazione temporanea negli ultimi anni sono anche quelli in cui le famiglie registrano il più ampio divario tra la fiducia nell'andamento del mercato del lavoro e nelle proprie finanze.

Un'altra spiegazione possibile è che le famiglie nutrano crescenti preoccupazioni circa i mutamenti demografici, la maggiore longevità e la sufficienza del reddito pensionistico. Fino a poco tempo fa, la scomposizione della fiducia per classe di età mostrava un divario sempre più ampio tra la fiducia degli interpellati più giovani e più anziani in rapporto al passato – i più giovani indicavano progressivamente una maggiore fiducia rispetto ai più anziani – confermando forse che i timori riguardo alla normativa previdenziale sono sempre più rilevanti nella fase attuale per quest'ultimo gruppo (cfr. figura D)<sup>3)</sup>. Poiché i membri più anziani della popolazione hanno

**Figura C Occupazione a tempo determinato e clima di fiducia dei consumatori**

(punti percentuali; saldi standardizzati del clima di fiducia)



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

Nota: saldi standardizzati del clima di fiducia calcolati come differenze dalla media delle serie depurate dalla deviazione standard.

1) Variazione della proporzione dell'occupazione a tempo determinato all'interno dell'occupazione totale fra la media nel 2003 e 2004 e quella nel 2005 e 2006 (in punti percentuali).

2) Scostamento medio fra i saldi del clima di fiducia sull'occupazione e sulla posizione finanziaria personale (espressi come deviazioni standard dalle medie delle serie) nella prima metà del 2007.

3) L'indagine della Commissione europea suddivide le risposte in quattro classi di età: 16-19, 30-49, 50-64 e più di 65 anni. Tale suddivisione è fornita solo da un sottoinsieme di paesi.

**Figura D Il gap generazionale**

(media mobile a 12 mesi dei saldi standardizzati del clima di fiducia sulla situazione finanziaria personale: coorti da 16 a 49 anni e da 50 anni in su)



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

Nota: saldi standardizzati del clima di fiducia calcolati come differenze dalla media delle serie depurate dalla deviazione standard.

generalmente una maggiore propensione a spendere, ciò potrebbe in parte contribuire a spiegare l'andamento relativamente moderato dei consumi nella recente ripresa economica.

In generale, sembra che diversi fattori abbiano contribuito alla discrepanza tra fiducia dei consumatori e consumi; in prospettiva, con l'ulteriore miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, ci si attende che il reddito delle famiglie, in particolare quello da lavoro, si rafforzi. Un'indicazione in tal senso è costituita dal fatto che nel 2006 gli incrementi di occupazione sono stati in larga parte rappresentati da posizioni permanenti. Ciò dovrebbe sostenere la fiducia e i consumi delle famiglie; di fatto, la valutazione dei consumatori riguardo alla propria situazione finanziaria è migliorata negli ultimi mesi, anche se rimane bassa rispetto alle altre componenti del clima di fiducia dei consumatori (cfr. figura A).

#### 4.2 MERCATO DEL LAVORO

Negli ultimi anni il mercato del lavoro dell'area dell'euro ha mostrato segnali chiari e persistenti di un miglioramento. Dopo un aumento tra il 2001 e il 2004, il tasso di disoccupazione ha cominciato a ridursi nel 2005 e ora sta raggiungendo livelli non registrati dall'inizio degli anni ottanta. Il tasso di partecipazione si è accresciuto negli ultimi anni, in parte coerentemente con l'andamento prociclico che è stato osservato. La dinamica dell'occupazione nel 2006 ha confermato il miglioramento graduale e perdurante rilevato dal 2004.

#### DISOCCUPAZIONE

Gli ultimi dati sulla disoccupazione suggeriscono che i miglioramenti tendenziali nel mercato del lavoro dell'area dell'euro cominciati all'inizio del 2005 si sono protratti nel secondo trimestre del 2007. Il tasso di disoccupazione dell'area si è collocato al 7,0 per cento nel secondo trimestre del 2007 rispetto al 7,2 del primo. Sempre nel secondo trimestre, il numero di disoccupati ha evidenziato un calo medio mensile di 91.000 unità, sensibilmente inferiore a quello di 191.000 unità del primo trimestre, ma sostanzialmente in linea con la media mensile per il 2006.

#### OCCUPAZIONE

Rispetto all'andamento del mercato del lavoro negli anni precedenti, l'occupazione è recentemente migliorata. La crescita dell'occupazione è stata anche più ampiamente distribuita per età, sesso e livelli di qualificazione rispetto al passato. Tale dinamica positiva è stata sospinta da un significativo aumento delle posizioni permanenti e a tempo pieno, indicando la maggiore fiducia delle imprese riguardo alle prospettive a medio termine. Gli ultimi dati disponibili per l'occupazione corroborano questo scenario favorevole. La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che l'occupazione nell'area dell'eu-

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
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-1,4	-0,4	0,1	0,7	-2,0	-0,5	-0,2
Industria	-0,1	0,7	0,1	0,3	0,2	0,4	0,3
Escluse le costruzioni	-1,3	-0,2	-0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Costruzioni	2,7	2,8	0,6	0,7	0,9	1,7	1,1
Servizi	1,3	1,8	0,7	0,5	0,4	0,3	0,5
Commercio e trasporti	0,6	1,2	0,6	0,5	0,0	0,3	0,4
Finanziari e alle imprese	2,1	3,5	0,9	0,9	1,0	0,8	0,9
Amministrazione pubblica <sup>1)</sup>	1,4	1,4	0,7	0,3	0,3	0,0	0,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

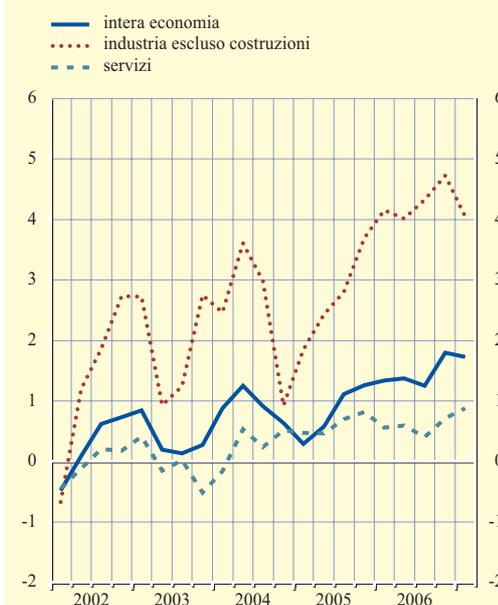
ro è aumentata dello 0,4 per cento nel primo trimestre del 2007, rispetto allo 0,3 per cento del trimestre precedente. La scomposizione settoriale dell'occupazione complessiva, resa disponibile con la seconda stima dei conti nazionali, conferma che l'occupazione si è accresciuta vigorosamente nei settori dei servizi e delle costruzioni.

La crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro nell'area dell'euro è aumentata gradualmente dal 2005, rispecchiando in larga misura una ripresa ciclica nell'industria (al netto delle costruzioni). Tuttavia, l'incremento della produttività nei servizi non ha tenuto il passo e ha raggiunto il livello medio storico (calcolato dal 1980) solo alla fine del 2006. Nel primo trimestre del 2007 la produttività ha segnato un aumento sul periodo corrispondente dell'1,7 per cento, lievemente inferiore al tasso registrato nel trimestre precedente (1,8 per cento). Questo leggero rallentamento è in linea con il profilo dell'attività complessiva e offre un certo sostegno all'ipotesi secondo cui il recente incremento della produttività del lavoro è in parte dovuto a fattori ciclici. L'indice composito del PMI per la produttività è aumentato lievemente in giugno dopo i cali consecutivi nei sei mesi precedenti. Esso rimane al di sopra del livello di 50, che indica un'assenza di variazioni, e fornisce pertanto segnali positivi per la crescita della produttività nel secondo trimestre.

In base alle indagini della Commissione europea e al PMI, in luglio le attese di occupazione, che hanno seguito una tendenza al rialzo dalla metà del 2005, sono rimaste favorevoli sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi.

**Figura 27 Produttività del lavoro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli ultimi indicatori degli andamenti dell'attività nell'area dell'euro suggeriscono che l'espansione osservata nei recenti trimestri trova una solida base nelle condizioni sia interne sia esterne. Sebbene i dati disponibili per la produzione industriale nel secondo trimestre indichino una modesta diminuzione della crescita dagli elevati tassi registrati precedentemente, le indagini segnalano che il clima di fiducia nel settore delle imprese rimane favorevole. Analogamente, i dati delle indagini per il settore dei servizi continuano a indicare una dinamica positiva. Per quanto concerne l'andamento del mercato del lavoro, la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro è stata molto vigorosa, soprattutto nel settore dei servizi finanziari e alle imprese, e le aspettative di ulteriori incrementi restano elevate. Si ritiene che questo scenario sostanzialmente favorevole sia soggetto a rischi generalmente bilanciati nel breve termine ma lievemente sbilanciati verso il basso nel medio e lungo periodo. Tali rischi verso il basso riguardano principalmente fattori esterni, in particolare la possibilità di potenziali e repentini mutamenti delle valutazioni dei mercati finanziari globali che comportino una riconsiderazione del prezzo dei rischi, ulteriori incrementi dei corsi petroliferi, timori circa un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri mondiali e preoccupazioni di una crescita delle pressioni protezionistiche.

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

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

*Rispetto ai tre mesi precedenti l'euro si è deprezzato in termini effettivi di circa mezzo punto percentuale, di riflesso al parziale compensarsi di variazioni di segno opposto dei tassi bilaterali nei confronti di alcune divise.*

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 1° agosto il tasso di cambio effettivo nominale – misurato rispetto alle divise di 24 importanti partner commerciali dell'area – era inferiore di circa mezzo punto percentuale al livello di fine aprile e superiore del 3,5 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 28). Il lieve deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale ha riflesso variazioni dei tassi bilaterali che si sono solo in parte compensati, con l'euro che si è rafforzato soprattutto sulla corona svedese e le valute di alcuni dei nuovi Stati membri dell'UE e si è deprezzato nei confronti della sterlina britannica, della corona norvegese e, in misura maggiore, nei confronti del dollaro canadese e del dollaro australiano.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

In seguito a pronunciate oscillazioni, il 1° agosto il tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense si collocava in prossimità del livello prevalente alla fine di aprile. Dall'inizio di maggio l'andamento del tasso di cambio è stato influenzato principalmente dalle variazioni delle percezioni di mercato sulle prospettive cicliche relative nelle due aree economiche e sugli andamenti del mercato del credito statunitense.

Mentre l'euro si è indebolito nel corso di maggio e nella prima metà di giugno, giacché i dati economici hanno indotto gli operatori di mercato a rivedere al rialzo le proprie valutazioni delle prospettive per la crescita economica statunitense, la pubblicazione di dati contrastanti sull'inflazione statunitense e sulla crescita nella seconda metà di giugno ha ricreato un clima di mercato favorevole all'euro. Il rafforzamento dell'euro è continuato in luglio, per effetto delle tensioni sul mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria, che si sono trasmesse al comparto delle obbligazioni societarie e hanno accentuato la percezione del rischio insito nelle azioni. Come nei mesi precedenti, le variazioni nelle percezioni delle differenze cicliche fra Stati Uniti e area dell'euro si sono riflesse nelle variazioni dei differenziali di tasso di interesse fra

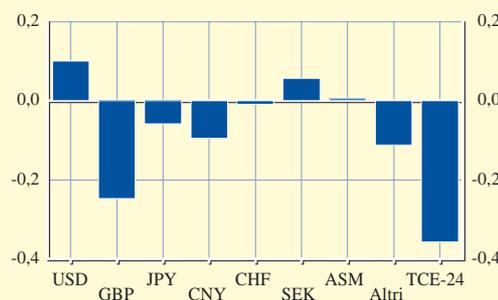
**Figura 28 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)



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

Dal 30 aprile al 1° agosto 2007  
(in punti percentuali)



Fonte: BCE.

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

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

le due aree economiche. Tuttavia, i differenziali di tasso di interesse hanno anche rispecchiato un fenomeno di “fuga verso la qualità” che ha interessato i titoli di Stato sulla scia della turbolenza nel mercato creditizio statunitense.

Malgrado le frequenti variazioni del clima di mercato nel periodo in rassegna, gli andamenti dei prezzi dei derivati valutari hanno evidenziato aspettative di una volatilità implicita sostanzialmente stabile nel breve termine. La volatilità implicita del tasso di cambio euro/dollaro statunitense ha continuato a diminuire fino alla metà di giugno, raggiungendo valori al di sotto del 5 per cento, e si è poi stabilizzata attorno al 5,5 per cento. Nel periodo in esame i prezzi dei derivati valutari sono stati in linea con le attese di mercato di un lieve apprezzamento del tasso euro/dollaro nel breve termine. Il 1° agosto l'euro era scambiato a 1,37 dollari, un livello superiore di poco meno di mezzo punto percentuale a quello di fine aprile e del 9 per cento circa alla media del 2006 (cfr. figura 29).

#### YEN GIAPPONESE/EURO

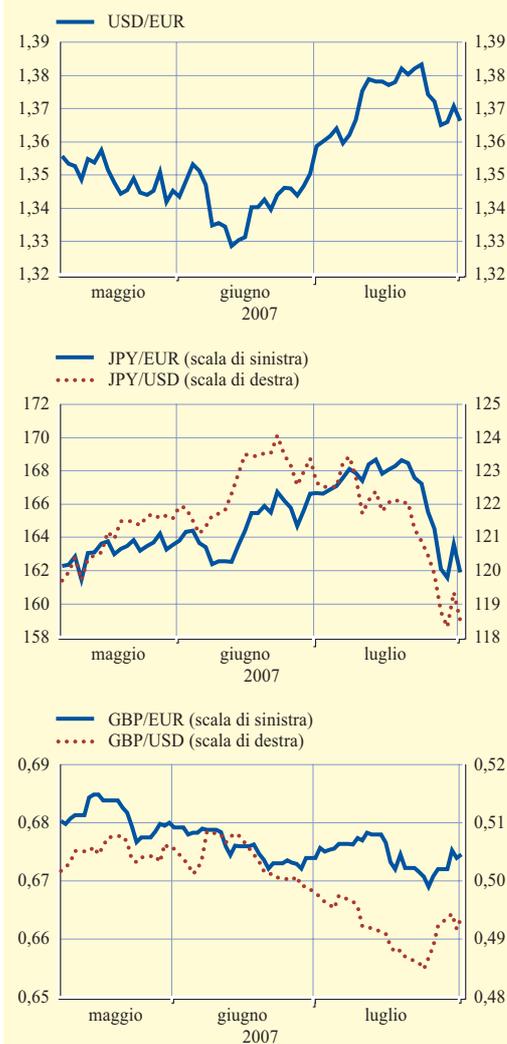
All'inizio di agosto il tasso di cambio dell'euro rispetto allo yen giapponese si è collocato circa mezzo punto percentuale al di sotto del livello di fine aprile. Tuttavia per gran parte del periodo in esame la moneta unica si è rafforzata, raggiungendo un massimo storico di 168,68 yen il 13 luglio, prima di ridiscendere a livelli leggermente inferiori a quelli prevalenti alla fine di aprile.

Gli operatori di mercato riconducono tale apprezzamento soprattutto a un atteggiamento degli operatori favorevole al rischio che, congiuntamente a un contesto caratterizzato da una percezione del rischio estremamente bassa in termini storici, ha fornito sostegno a volumi elevati di operazioni di *carry trade*, in cui lo yen giapponese è spesso utilizzato come valuta di finanziamento. L'apprezzamento dello yen verso la fine di luglio, nei confronti sia dell'euro sia del dollaro statunitense, potrebbe essere il risultato di una modifica dell'atteggiamento degli operatori di mercato nei confronti del rischio, sulla scia delle tensioni nei mercati del credito su scala globale derivanti dal segmento statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria.

Dopo un lieve incremento in giugno e nella prima metà di luglio, la volatilità implicita dello yen giapponese rispetto all'euro è nuovamente calata nella seconda metà di luglio, rimanendo nel complesso nettamente al di sotto del picco di marzo. Dagli inizi del 2007 gli andamenti dei prezzi delle opzioni valutarie hanno segnalato perduranti attese di un rafforzamento, nel breve termine, della moneta nipponica rispetto a quella unica europea, aspettativa che ha teso a rafforzarsi nel corso di luglio. Il 1°

Figura 29 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

agosto l'euro era scambiato a 161,9 yen, un livello inferiore di circa mezzo punto percentuale a quello di fine aprile e superiore dell'11 per cento circa alla media del 2006 (cfr. figura 29).

### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Dalla fine di aprile 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 30). Dopo essersi deprezzata in maggio e nella prima metà di giugno, la corona slovacca è risalita in luglio, portandosi in prossimità dei picchi di marzo. Verso la fine del mese, tuttavia, la valuta slovacca ha iniziato a perdere terreno, collocandosi il 1° agosto a un livello superiore del 5,5 per cento rispetto alla sua parità centrale. Nello stesso periodo il lat lettone è rimasto sostanzialmente stabile e il 1° agosto era scambiato a un valore superiore di quasi l'1 per cento alla parità centrale prevista dagli AEC II.

Con riferimento alle monete degli Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di aprile e il 1° agosto l'euro si è indebolito dell'1,2 per cento rispetto alla sterlina britannica e del 4,7 per cento rispetto al leu romeno, mentre si è apprezzato dell'1,2 sulla corona svedese.

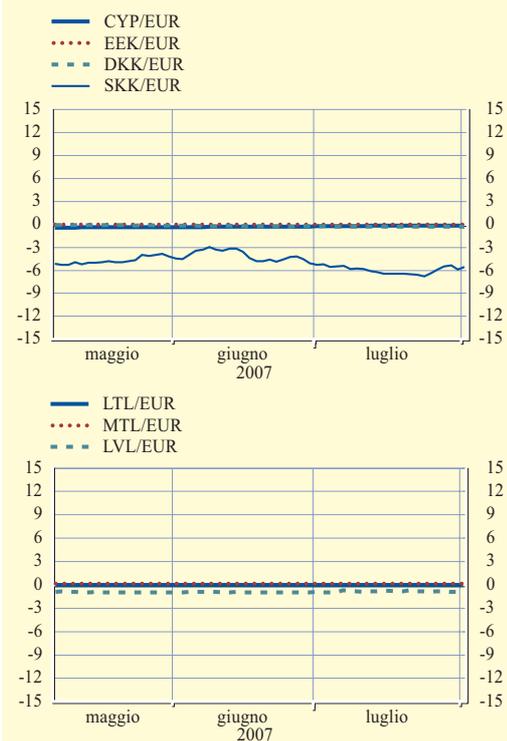
Il 10 luglio il Consiglio dell'UE ha adottato una decisione che consente a Cipro e a Malta di entrare nell'area dell'euro e di adottare l'euro come valuta ufficiale a partire dal 1° gennaio 2008. Il Consiglio dell'UE ha inoltre deciso di mantenere come tasso di conversione l'attuale parità centrale di 0,585274 sterline cipriote per euro e di 0,429300 lire maltesi per euro (cfr. riquadro 6).

### ALTRE VALUTE

Negli ultimi tre mesi l'euro è rimasto stabile nei confronti del franco svizzero. Per contro, si è deprezzato di circa il 4 per cento rispetto al dollaro canadese, del 2,3 per cento rispetto al dollaro australiano e dell'1,6 per cento nei confronti della corona norvegese.

**Figura 30 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  $\pm 15$  per cento.

### Riquadro 6

#### INTRODUZIONE DELL'EURO A CIPRO E MALTA DAL 1° GENNAIO 2008

A seguito delle richieste avanzate dalle autorità nazionali di Cipro e Malta di valutare i progressi compiuti nel processo di adeguamento alle disposizioni previste dal Trattato di Maastricht (Articolo 122, paragrafo 2) per l'adozione dell'euro, la BCE e la Commissione europea hanno

predisposto i relativi rapporti sulla convergenza. Tali rapporti, che esaminano se sia stato conseguito un grado elevato di convergenza sostenibile in ambito economico, sono stati pubblicati il 16 maggio 2007. Dall'esame condotto, è risultato che Cipro e Malta soddisfano i requisiti previsti per l'adozione della moneta unica. Il 10 luglio 2007 il Consiglio dell'UE ha pertanto adottato una decisione che consente a Cipro e a Malta di adottare l'euro come valuta a partire dal 1° gennaio 2008.

Il Consiglio dell'UE ha inoltre adottato un regolamento che fissa il tasso irrevocabile di conversione fra la sterlina cipriota e l'euro e fra la lira maltese e l'euro. I rispettivi tassi di conversione sono stati fissati a 0,585274 sterline cipriote e 0,429300 lire maltesi per euro. Entrambi i tassi di conversione corrispondono alle rispettive parità centrali, concordate il 2 maggio 2005 quando le valute cipriota e maltese hanno aderito ai nuovi accordi europei di cambio (AEC II). Nell'ambito degli AEC II, Cipro e Malta non hanno modificato le parità centrali delle proprie valute nei confronti dell'euro e i rispettivi tassi di cambio sono rimasti in prossimità o in corrispondenza delle rispettive parità centrali. La BCE ha condiviso la scelta di adottare l'attuale parità centrale come tasso di conversione per l'adozione dell'euro. A seguito della fissazione dei tassi di conversione, la BCE e le banche centrali nazionali di Cipro e Malta seguiranno attentamente nel corso del 2007 l'andamento del tasso di cambio di mercato, nel quadro degli AEC II, tra le due valute e l'euro.

Con l'introduzione dell'euro a Cipro e a Malta il 1° gennaio 2008, l'area dell'euro comprenderà 15 Stati membri dell'UE. Con l'adozione dell'euro Cipro e Malta potranno godere dei vantaggi della moneta unica: eliminazione dell'instabilità dei cambi all'interno dell'Unione economica e monetaria; un quadro di politica monetaria credibile per il mantenimento della stabilità dei prezzi in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse a lungo termine, prezzi e costi perfettamente trasparenti, ridotti costi informativi e di transazione e una maggiore capacità di fare fronte agli shock economici e finanziari. Al fine di assicurare che i vantaggi dell'adozione dell'euro siano sfruttati a pieno, il Consiglio dell'UE ha incoraggiato Cipro e Malta a proseguire nell'adozione di apposite misure, in particolare per quanto riguarda il rigore delle politiche di bilancio, le riforme strutturali e il mantenimento della competitività della propria economia.

Più in particolare, per Cipro sarà importante continuare su un percorso sostenibile e credibile di risanamento dei conti pubblici basato su misure strutturali e migliorare i risultati di bilancio riducendo tangibilmente l'elevato rapporto debito/PIL. Sarà altresì importante, in particolare nel settore pubblico, moderare gli andamenti salariali tenendo conto della crescita della produttività del lavoro, delle condizioni del mercato del lavoro e degli andamenti nei paesi concorrenti. Inoltre, sarà essenziale procedere con le riforme strutturali nei mercati dei beni e dei servizi e del lavoro. Ad esempio, il meccanismo d'indicizzazione dei salari e di alcune prestazioni sociali (indennità legate al costo della vita) dovrebbe essere riformato per ridurre i rischi di inerzia insiti nel processo inflazionistico. Tali riforme strutturali non solo renderanno l'economia più resistente agli shock, ma creeranno altresì migliori condizioni per un'espansione economica sostenibile e la crescita dell'occupazione. Infine, un'eventuale riunificazione di Cipro potrebbe comportare ulteriori sfide strutturali e fiscali a seconda degli specifici accordi economici e fiscali.

Per Malta sarà importante continuare su un percorso sostenibile e credibile di risanamento dei conti pubblici e migliorare i risultati di bilancio, riducendo tangibilmente l'elevato rapporto debito/PIL. Sarà altresì importante, sia nel settore pubblico che in quello privato, mantenere andamenti salariali moderati che tengano conto della crescita della produttività del lavoro, delle

condizioni del mercato del lavoro e degli andamenti nei paesi concorrenti. L'attenzione dovrà inoltre incentrarsi sull'abbattimento dei vincoli strutturali che pesano sulla crescita economica e sulla creazione di posti di lavoro, in particolare promuovendo la partecipazione dei lavoratori. A tale riguardo, il rafforzamento della concorrenza nei mercati dei beni e dei servizi e un miglior funzionamento del mercato del lavoro sono elementi fondamentali. Tali misure concorreranno anche a rendere i mercati più flessibili, rafforzando la resistenza a possibili shock specifici del paese o di determinati settori. La capacità di assorbimento degli shock è particolarmente importante visto il grado relativamente elevato di specializzazione dell'economia. Queste misure aiuteranno a creare un contesto favorevole alla stabilità dei prezzi, nonché a promuovere la concorrenza e la crescita dell'occupazione.

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

*Nei tre mesi fino a maggio hanno rallentato sia le esportazioni sia le importazioni dell'area dell'euro. Tuttavia, l'avanzo dei beni cumulato su dodici mesi ha continuato ad aumentare, contribuendo a portare a maggio il conto corrente dell'area vicino a una posizione di equilibrio, a fronte del disavanzo registrato un anno prima. A tale risultato ha altresì contribuito, nello stesso periodo, la riduzione del disavanzo cumulato dei redditi. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a maggio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno complessivamente registrato afflussi netti per 177,3 miliardi di euro, contro i deflussi netti per 3,7 miliardi dell'anno precedente. Questa inversione di direzione dei flussi di capitale riflette principalmente i maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio.*

### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Nei tre mesi fino a maggio sono diminuiti sia il tasso di crescita delle esportazioni dirette all'esterno dell'area dell'euro sia quello delle importazioni provenienti da tale insieme di paesi. Il valore delle esportazioni di beni e servizi è aumentato nel periodo dello 0,4 per cento, a fronte dell'1,7 per cento nei tre mesi fino a febbraio, mentre il valore delle importazioni di beni e servizi è diminuito dello 0,7 per cento, dopo essere cresciuto del 2,2 per cento nel periodo precedente (cfr. tavola 8). Il rallentamento delle esportazioni ha riguardato sia i beni sia i servizi, mentre la flessione delle importazioni totali riflette un calo delle importazioni di beni (-1,5 per cento), a fronte di un'espansione delle importazioni di servizi a un tasso del 2,2 per cento, contro lo 0,7 complessivo dei tre mesi fino a febbraio.

La scomposizione dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro in volumi e prezzi, disponibile anch'essa fino a maggio, mostra che il rallentamento delle esportazioni in valore è riconducibile a un calo della dinamica dei volumi. Dopo un breve periodo di crescita vigorosa alla fine del 2006, i volumi delle esportazioni si sono ridotti marcatamente all'inizio di quest'anno, evidenziando una crescita nulla nei tre mesi fino a maggio. Anche se il rallentamento delle esportazioni di beni in volume può essere in parte il risultato di effetti statistici (un'inversione di direzione dopo la crescita eccezionalmente vigorosa delle esportazioni nei mesi precedenti), il fenomeno potrebbe aver altresì risentito di una domanda estera, che seppure ancora robusta, si sarebbe lievemente indebolita. I prezzi delle esportazioni di beni hanno continuato ad aumentare di circa lo 0,8 per cento nei tre mesi a maggio, rispetto al precedente periodo di tre mesi.

Dal lato delle importazioni, la scomposizione in volumi e prezzi suggerisce che la contrazione del valore delle importazioni è principalmente riconducibile a un calo dei volumi, scesi dell'1,7 per

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	2007		Medie mobili di 3 mesi dati a fine				Dati cumulati sui 12 mesi a fine	
	apr.	mag.	2006 ago.	2006 nov.	2007 feb.	2007 mag.	2006 mag.	2007 mag.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	-1,6	-8,6	-1,1	1,1	1,6	-1,4	-28,1	0,8
Beni (saldo)	4,7	3,5	0,6	5,4	3,8	5,5	21,8	45,9
Esportazioni	122,6	121,1	114,7	120,9	122,3	122,3	1.292,4	1.440,4
Importazioni	117,9	117,7	114,0	115,5	118,5	116,8	1.270,6	1.394,4
Servizi (saldo)	3,2	2,2	2,9	2,3	3,3	3,3	37,4	35,6
Esportazioni	37,7	37,7	35,8	36,0	37,3	38,0	418,0	441,0
Importazioni	34,5	35,6	32,9	33,7	33,9	34,7	380,6	405,4
Redditi (saldo)	-0,8	-9,6	1,1	0,5	-0,2	-3,4	-16,2	-5,8
Trasferimenti correnti (saldo)	-8,8	-4,6	-5,7	-7,1	-5,3	-6,8	-71,1	-74,9
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	17,7	0,7	4,4	11,1	-2,6	-8,6	110,5	13,0
Investimenti diretti e di portafoglio	-8,9	-4,0	6,2	26,4	10,8	15,6	-3,7	177,3
Investimenti diretti	-24,5	-11,3	-10,7	-16,9	-18,3	-13,9	-194,3	-179,2
Investimenti di portafoglio	15,6	7,3	16,9	43,3	29,1	29,5	190,6	356,4
Azioni	-10,8	10,3	25,0	15,5	24,0	13,0	181,4	232,6
Strumenti di debito	26,4	-3,0	-8,1	27,8	5,1	16,5	9,3	123,8
Obbligazioni e notes	13,3	-9,7	1,9	24,4	17,4	16,1	9,6	179,4
Strumenti del mercato monetario	13,1	6,7	-10,0	3,3	-12,3	0,4	-0,4	-55,6
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	-0,7	-0,9	1,6	4,3	1,7	0,4	11,9	10,0
Importazioni	2,5	0,5	2,2	1,6	2,2	-0,7	16,3	9,0
<b>Beni</b>								
Esportazioni	-0,4	-1,2	1,8	5,4	1,2	-0,0	12,2	11,5
Importazioni	2,7	-0,2	2,3	1,3	2,6	-1,5	18,0	9,7
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	-1,8	0,0	1,2	0,7	3,5	1,9	11,1	5,5
Importazioni	2,0	3,0	2,0	2,5	0,7	2,2	11,0	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.

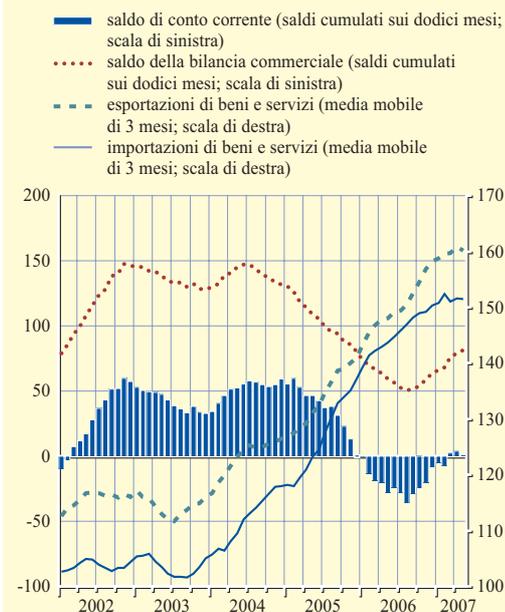
cento nei tre mesi fino a maggio. Nel contempo, i prezzi delle importazioni hanno invece fatto segnare rialzi contenuti (0,2 per cento nel periodo), nonostante la ripresa dei prezzi internazionali del petrolio, a indicazione che l'apprezzamento dell'euro potrebbe aver finora ampiamente compensato tali rincari.

In un'ottica di più lungo periodo, in maggio il saldo del conto corrente cumulato su dodici mesi ha registrato un avanzo di 0,8 miliardi di euro, contro un disavanzo di 28,1 miliardi l'anno precedente (cfr. figura 31). Il passaggio da una posizione di disavanzo a una prossima all'equilibrio riflette principalmente un aumento dell'avanzo dei beni (di 24,1 miliardi di euro) e, in misura minore, un calo (di 10,4 miliardi) del disavanzo dei redditi. Il miglioramento dell'avanzo dei beni riflette in parte il contenimento del disavanzo petrolifero cumulato (disponibile fino ad aprile).

Per quanto riguarda invece il disavanzo dei redditi, il miglioramento complessivo si è verificato nonostante il fatto che in maggio il disavanzo mensile del conto dei redditi dell'area dell'euro abbia raggiunto un massimo storico, riconducibile al livello eccezionalmente elevato di dividendi distribuiti da parte delle imprese dell'area nel periodo in esame.

**Figura 31 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro**

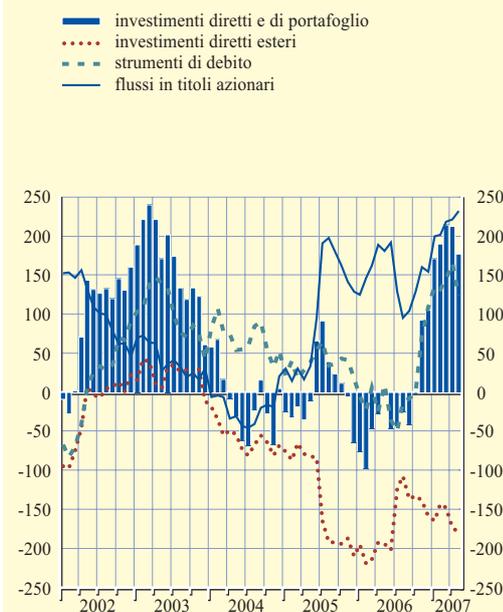
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

**Figura 32 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro**

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



Fonte: BCE.

## CONTO FINANZIARIO

Nel conto finanziario dell'area dell'euro, nei dodici mesi fino a maggio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti cumulati per 177,3 miliardi di euro, a fronte di deflussi netti per 3,7 miliardi l'anno precedente. Tale inversione di direzione è principalmente riconducibile all'aumento degli afflussi netti per investimenti di portafoglio, soprattutto in strumenti di debito a lungo termine e, in misura minore, in titoli azionari (cfr. figura 32).

L'aumento degli afflussi netti in obbligazioni e note è quasi interamente attribuibile ai maggiori acquisti netti di tali titoli dell'area da parte di non residenti, saliti all'incirca a 507 miliardi di euro nei dodici mesi fino a maggio rispetto ai 286 miliardi di un anno prima. Questi andamenti potrebbero indicare una possibile ricomposizione dei portafogli su scala globale a favore di strumenti a reddito fisso nel contesto del rialzo a livello mondiale dei tassi di interesse.

Anche gli afflussi netti in titoli azionari sono rimasti vigorosi, in linea con l'andamento dei differenziali di rendimento delle azioni tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti. Il perdurante incremento dell'afflusso netto di titoli azionari cumulato su dodici mesi – cominciato all'inizio del 2006 – è stato sospinto principalmente dai minori acquisti netti di titoli azionari esteri da parte di residenti dell'area.

I crescenti deflussi netti per investimenti diretti esteri (IDE) riflettono in larga misura un aumento degli IDE verso l'esterno da parte di imprese dell'area, soprattutto sotto forma di capitale di rischio e di reinvestimento degli utili. Ciò potrebbe essere riconducibile a un'ulteriore espansione all'estero delle attività delle imprese dell'area, sostenuta dal continuo miglioramento del clima a favore degli investimenti nel corso degli ultimi anni.



# LA CORREZIONE DEGLI SQUILIBRI MONDIALI IN UN CONTESTO DI CRESCENTE INTEGRAZIONE FINANZIARIA INTERNAZIONALE



*L'economia mondiale continua a essere caratterizzata da ampi disavanzi e avanzi correnti in diverse grandi economie, come evidenziato dalla direzione dei flussi internazionali di capitale. Tali squilibri hanno suscitato un intenso e controverso dibattito sulle cause sottostanti e sulle possibili soluzioni. La questione è rilevante poiché un'eventuale correzione disordinata potrebbe comportare rischi per l'economia mondiale e la stabilità del sistema finanziario internazionale. Questo articolo propone una definizione del concetto di squilibri mondiali e illustra varie proxy per misurare la complessità del fenomeno al fine di aiutare a comprenderne il significato e l'evoluzione. Nell'analizzare le cause, l'articolo distingue tra fattori strutturali, che corrispondono a tendenze di lungo periodo e rispecchiano caratteristiche di fondo dell'economia mondiale, e fattori ciclici, che possono mutare con relativa rapidità. I fattori strutturali comprendono il ruolo della globalizzazione finanziaria incompleta, le imperfezioni finanziarie, la crescente integrazione commerciale dei paesi emergenti dell'Asia, dove i tassi di risparmio tendono a essere strutturalmente elevati, e l'effetto della minore variabilità ciclica. I fattori ciclici includono l'andamento del risparmio delle famiglie, il ruolo dei prezzi delle attività finanziarie e delle abitazioni, l'impatto dei differenziali di crescita tra paesi, l'effetto del risparmio pubblico e del prezzo del petrolio. Sebbene ogni classificazione di questo tipo vada considerata con cautela, in quanto tutti i fattori economici possono avere una dimensione sia ciclica sia strutturale e la dimensione ciclica stessa può essere fortemente influenzata dalle politiche economiche, tale distinzione risulta utile al fine di comprendere la probabile evoluzione degli squilibri mondiali nel tempo. Per mantenere l'analisi incentrata su questi ultimi, alcuni aspetti ad essi collegati, come le conseguenze sulla creazione di liquidità a livello mondiale e sui tassi di interesse a lungo termine, non vengono affrontati direttamente in questa sede. L'articolo si conclude con una discussione delle implicazioni dal punto di vista delle politiche economiche. Senza dubbio gli andamenti recenti non indicano un peggioramento degli squilibri mondiali, soprattutto grazie al processo in corso di riequilibrio della crescita tra i paesi. Benché il rischio di una correzione disordinata sia ad oggi relativamente contenuto, esso non può essere ignorato. Un'appropriata risposta delle politiche economiche resta pertanto essenziale per assicurare una correzione graduale nel medio termine, come convenuto nei comunicati del G7 e nella recente consultazione multilaterale dell'FMI su questo problema.*

## I INTRODUZIONE

La presenza di ampi squilibri nei saldi di conto corrente, con implicazioni anche per l'economia mondiale, non costituisce una novità, ma un fenomeno che si è manifestato in varie occasioni negli ultimi secoli. Ad esempio, alla fine del XIX secolo esistevano squilibri correnti tra il Regno Unito e le rispettive colonie, durante l'era dell'ancoraggio all'oro (gold standard). Più di recente, negli anni ottanta gli Stati Uniti hanno registrato un cospicuo disavanzo corrente che, da allora, ha mostrato notevoli variazioni fino a raggiungere negli ultimi anni livelli massimi storici. Negli anni ottanta e novanta diversi paesi emergenti si sono fortemente indebitati nei confronti delle economie avanzate prima di essere colpiti da gravi crisi finanziarie (l'Ame-

rica latina negli anni ottanta e nel 1994, l'Asia nel 1997 e la Russia nel 1998). Tali crisi si sono anche contraddistinte per significativi effetti di contagio tra paesi e talvolta regioni, mettendo in luce l'importanza di rischi sistemici in un'economia globalizzata.

La questione degli squilibri mondiali si è ripresentata nel decennio in corso. Oltre al semplice aumento dell'entità degli squilibri di conto corrente a livello mondiale, l'aspetto ora rilevante è rappresentato dalla concentrazione dei deficit in un solo paese, gli Stati Uniti, che assorbe circa il 75 per cento del saldo corrente consolidato delle regioni in avanzo (cfr. figura 1). Un'altra caratteristica peculiare dell'attuale configurazione dei pagamenti correnti è che la controparte del disavanzo statunitense è costituita per lo più da

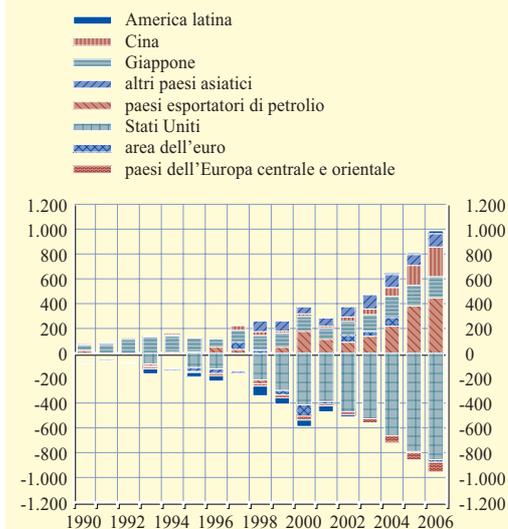
economie non industriali, soprattutto dell'Asia orientale, e dai paesi esportatori di petrolio. Nel 2006 la Cina ha registrato un avanzo corrente pari al 9,1 per cento del suo PIL, mentre le altre economie asiatiche emergenti sono risultate in attivo per il 3,4 per cento del PIL e i paesi esportatori di petrolio per il 15 per cento. Tale situazione è in certa misura paradossale per la teoria macroeconomica, poiché implica che i paesi emergenti sono divenuti in misura crescente creditori netti e le economie industriali avanzate debitori netti. Tuttavia, negli ultimi anni il saldo del conto corrente dell'area dell'euro si è mantenuto sostanzialmente in equilibrio.

Gli squilibri globali emersi nell'ultimo decennio rappresentano una sfida per la comunità internazionale per due motivi principali. In primo luogo, comportano il rischio di una correzione disordinata che potrebbe avere effetti negativi sulla prosperità dell'economia mondiale e sulla stabilità del sistema finanziario internazionale. In secondo luogo, rispecchiano in una certa misura distorsioni nell'allocatione dei flussi di capitale a livello mondiale, che si riflettono, in particolare, in consistenti interventi sui mercati dei cambi (nell'Asia orientale e in numerosi paesi esportatori di petrolio), uno sviluppo finanziario incompleto in diverse economie emergenti e un elevato grado di regolamentazione dei mercati del lavoro e dei beni e servizi (in diverse economie avanzate). Anche se i rischi di una correzione disordinata non dovessero concretizzarsi, la presenza di tali distorsioni costituisce una perdita di benessere per l'economia mondiale. Questo articolo si propone pertanto di analizzare i fattori alla base degli attuali squilibri globali, delineare i possibili meccanismi di correzione ed esaminare le risposte necessarie delle politiche economiche.

La sezione 2 introduce una definizione del concetto di squilibri mondiali e presenta una serie di indicatori che ne misurano l'evoluzione nel tempo. La sezione 3 prende in esame i principali fattori ciclici e strutturali all'origine degli squilibri. La sezione 4 illustra le misure di politica economica e i possibili meccanismi di correzione e la sezione 5 trae le conclusioni.

**Figura 1** Saldi di conto corrente per alcuni paesi e aree

(miliardi di dollari USA)



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

## 2 DEFINIZIONE E MISURAZIONE

### DEFINIZIONE DEGLI SQUILIBRI MONDIALI

Nonostante si faccia spesso riferimento al concetto di squilibri mondiali, quest'ultimo viene raramente precisato. Può essere utile definire tali squilibri come "posizioni dei conti con l'estero di economie di importanza sistemica che riflettono distorsioni o comportano rischi per l'economia mondiale". Questa definizione, più ampia rispetto a quella che limita il fenomeno all'entità del disavanzo statunitense, pone in evidenza tre aspetti essenziali.

Innanzitutto, definire gli squilibri mondiali come un insieme di posizioni dei conti con l'estero sottolinea che essi non costituiscono esclusivamente un fenomeno di natura reale associato ai flussi di conto corrente, ma possono avere anche una dimensione finanziaria sotto il profilo della composizione degli stock di attività e passività sull'estero. Gli squilibri globali non si limitano a concetti di flusso, quali il saldo del conto corrente e del conto finanziario della bilancia dei pagamenti; essi riguardano anche concetti

di stock come la posizione netta sull'estero. Ad esempio, la composizione delle attività e delle passività sull'estero, in termini di valuta, liquidità e rischiosità, si è rivelata particolarmente importante in episodi passati di correzione di squilibri di conto corrente<sup>1)</sup>. Un'altra implicazione di questa definizione è che non si basa su una soglia precisa, che può variare da un paese all'altro e nel tempo, al di sopra della quale si ritiene che i saldi di conto corrente costituiscano uno squilibrio<sup>2)</sup>.

In secondo luogo, ponendo l'accento su tutte le economie di importanza sistemica si mette in evidenza la natura globale del problema. Considerando solo gli Stati Uniti, si trascurerebbe il ruolo dei paesi che detengono gli avanzi correnti corrispondenti, in quanto l'accumulo di risparmio netto in Asia e nei paesi esportatori di petrolio, ad esempio, è uno dei fattori fondamentali alla base degli squilibri mondiali. Nella pratica, è difficile definire quali paesi rivestano importanza sistemica: nel passato alcune crisi finanziarie sono state innescate da economie di dimensioni relativamente modeste, indicando che anche gli andamenti riguardanti queste ultime possono avere ripercussioni sistemiche.

Infine, la definizione suggerisce una duplice motivazione per tenere sotto stretta osservazione le problematiche connesse agli squilibri mondiali, ossia il fatto che essi comportano rischi e riflettono distorsioni. I primi sono costituiti soprattutto da andamenti potenzialmente sfavorevoli dei mercati finanziari derivanti da uno shock inatteso, ma comprendono anche i rischi, come quello di un crescente protezionismo, che potrebbero influire negativamente sull'economia mondiale<sup>3)</sup>. Tuttavia, gli eventuali rischi associati ad ampi squilibri esterni non sono l'unica ragione per cui la comunità finanziaria internazionale deve tenere sotto osservazione la questione. Un altro elemento essenziale da considerare nel valutare l'entità e l'evoluzione degli squilibri globali è il numero di distorsioni a cui sono collegati. Di fatto, è evidente che oggi i flussi di capitale non sono interamente il risultato delle forze di libero mercato, ma che varie distorsioni incidono sui saldi finanziari

internazionali. In particolare, queste distorsioni possono assumere la forma di: a) un'inadeguata flessibilità dei regimi di cambio, che si traduce in ampi interventi sui mercati dei cambi, b) una liberalizzazione incompleta dei mercati finanziari in diversi paesi emergenti, che spinge il risparmio all'estero in cerca di attività finanziarie liquide e sicure<sup>4)</sup> e c) un'eccessiva regolamentazione dei mercati dei beni e servizi e del lavoro anche nelle economie avanzate. Queste distorsioni influiscono negativamente sull'allocatione dei fattori produttivi a livello mondiale, con effetti sulla composizione del commercio e della produzione, e sono pertanto subottimali in termini di benessere economico globale. Di conseguenza, anche la presenza nell'economia mondiale di distorsioni che alimentano gli squilibri rappresenta una fonte di preoccupazione per i responsabili delle politiche economiche, seppure i rischi di una correzione brusca dovessero rimanere contenuti.

#### MISURAZIONE DEGLI SQUILIBRI MONDIALI

Diversi indicatori statistici o *proxy* possono essere utili al fine di far luce sulla natura multiforme degli squilibri mondiali per quanto concerne, in particolare, l'entità e il grado di dispersione dei saldi di conto corrente e delle posizioni nette sull'estero e il livello delle riserve ufficiali. In primo luogo, la somma del valore assoluto

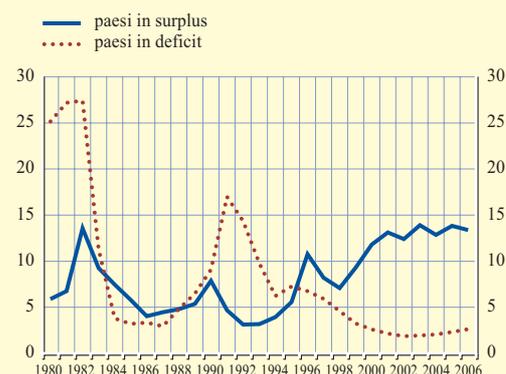
- 1) In passato, molte economie emergenti sono state colpite da crisi di bilancia dei pagamenti nonostante registrassero disavanzi correnti relativamente contenuti. Tali crisi sono avvenute per molteplici ragioni, quali un disallineamento fra la denominazione delle attività (in valuta nazionale) e delle passività (in valuta estera) sull'estero, una debolezza del settore finanziario interno, una sopravvalutazione dei tassi di cambio e un debito pubblico eccessivo.
- 2) La teoria economica non richiede che tutti i saldi di conto corrente siano in equilibrio. In un'ottica intertemporale, ad esempio, è perfettamente razionale che un'economia in rapida crescita si indebiti temporaneamente a fronte di redditi futuri. Tuttavia, è difficile in pratica individuare una soglia al di sopra della quale un dato disavanzo corrente sia da ritenersi insostenibile.
- 3) Il costo economico di una reazione protezionistica potrebbe di fatto essere rilevante, come indicato, ad esempio, da H. Faruqee, D. Laxton, D. Muir e P. Pesenti, "Would protectionism defuse global imbalances and spur economic activity? A scenario analysis", *Staff Reports*, Federal Reserve Bank of New York, n. 268, dicembre 2006.
- 4) Per lo stesso motivo anche gli afflussi per investimenti di portafoglio nei paesi emergenti tendono a essere limitati a causa di restrizioni ai movimenti di capitale.

**Figura 2 Indicatori di squilibrio delle partite correnti**

**a) Somma dei valori assoluti dei saldi di conto corrente a livello mondiale**



**b) Indice di dispersione**



Fonte: elaborazioni della BCE su dati FMI, *World Economic Outlook*.

Note: la dispersione nella figura 2b è misurata come:  $S^{surplus} = 1 / \sum_{i, s.t. CA_i > 0} \left( \frac{\overline{CA}}{\sum \overline{CA}_i} \right)^2$ , e  $S^{deficit} = 1 / \sum_{i, s.t. CA_i < 0} \left( \frac{\overline{CA}}{\sum \overline{CA}_i} \right)^2$ ,

dove  $CA_i$  è il saldo di conto corrente in termini nominali (dollari statunitensi) e  $\overline{CA}_i$  è il corrispondente valore assoluto. Un aumento segnala una maggiore dispersione/minore concentrazione.

di tutti i saldi di conto corrente ha registrato un forte incremento negli ultimi anni (cfr. figura 2a). Il fatto che si sia registrato un aumento di tali sbilanci nel corso del tempo (anche rispetto al PIL mondiale) non indica necessariamente un crescente squilibrio, poiché potrebbe semplicemente implicare che i paesi stanno traendo vantaggio dalla globalizzazione per intensificare l'interscambio commerciale e aumentare la diversificazione del proprio portafoglio. Tuttavia, sembra che tale evoluzione non interessi tutti i paesi allo stesso modo. La figura 2b mostra una misura statistica della dispersione degli avanzi e dei disavanzi di conto corrente, laddove un incremento segnala una maggiore dispersione. In base a tali misure, negli ultimi dieci anni i disavanzi a livello mondiale hanno evidenziato una crescente concentrazione, mentre gli avanzi hanno riguardato un numero sempre più vasto di paesi. Dal lato dei disavanzi, il grado di concentrazione attuale è molto simile a quello della metà degli anni ottanta. Dal lato degli avanzi, nel 1985 la metà del surplus corrente complessivo era concentrata in tre soli paesi, ossia il Giappone, la Germania e i Paesi Bassi; a distanza di vent'anni le economie a cui è riconducibile la maggior parte del surplus includono il Giap-

ne, la Cina, l'Arabia Saudita e la Russia. Pertanto, mentre vent'anni fa l'avanzo complessivo era interamente ascrivibile a paesi industriali, il gruppo di economie con un ampio surplus si è allargato e comprende ora un'economia emergente dell'Asia orientale e due paesi esportatori di petrolio. Ciò significa anche che, rispetto ad allora, la natura degli squilibri mondiali è divenuta più complessa, data la maggiore eterogeneità dei paesi coinvolti<sup>5)</sup>. Infine, una caratteristica chiave dell'attuale configurazione dei saldi di conto corrente è il loro elevato grado di persistenza: tendenzialmente i paesi in avanzo lo mantengono elevato per diversi anni, mentre quelli in disavanzo (in particolare gli Stati Uniti) restano deficitari per periodi prolungati.

Oltre ai saldi di conto corrente, vi sono altre variabili di importanza fondamentale. In particolare, le posizioni nette sull'estero indicano, se paragonate ai saldi di conto corrente, squilibri mondiali lievemente più contenuti, per due principali motivi. In primo luogo, l'entità

5) Il processo di consultazione multilaterale avviato dall'FMI nel 2006 ha coinvolto, infatti, cinque paesi e aree: l'Arabia Saudita, l'area dell'euro, la Cina, il Giappone e gli Stati Uniti.

delle posizioni nette sull'estero in termini assoluti a livello globale, ha di fatto segnato una leggera riduzione dal 2002. In secondo luogo, la quota degli Stati Uniti sulle passività nette sull'estero mondiali, pari solo al 37 per cento, è di molto inferiore rispetto a quella calcolata sul disavanzo corrente, pari attualmente al 75 per cento. La spiegazione di tale differenza è duplice. Innanzitutto, le variazioni delle attività nette sull'estero non sono uguali ai saldi correnti cumulati a causa di differenziali di rendimento ed effetti di rivalutazione; in particolare, i primi hanno svolto un ruolo considerevole per gli Stati Uniti negli ultimi decenni<sup>6)</sup>. Vanno inoltre prese in esame le condizioni iniziali. In alcuni paesi i movimenti di capitale hanno registrato deflussi netti solo di recente, mentre gli stessi paesi continuano a detenere passività nette sull'estero. Il Messico, ad esempio, per effetto dei disavanzi accumulati in passato, continua a registrare considerevoli passività nette sull'estero (45 per cento del PIL nel 2005), sebbene il suo saldo di conto corrente fosse prossimo all'equilibrio nel 2005.

Infine, un'altra variabile chiave è costituita dal livello delle riserve ufficiali, che è aumentato notevolmente in diverse regioni del mondo, soprattutto nell'Asia orientale<sup>7)</sup>. In Cina era pari a 1,2 miliardi di dollari statunitensi all'inizio del 2007. Nonostante un accumulo di riserve non rappresenti in sé una distorsione (ma possa, ad esempio, riflettere anche motivazioni precauzionali<sup>8)</sup>), esso può essere ritenuto una misura indiretta di distorsioni qualora sia in larga parte riconducibile a interventi sul mercato dei cambi.

In sintesi, gli squilibri mondiali si sono ampliati dai primi anni novanta con un'accelerazione dall'inizio del decennio in corso, nonostante l'entità dell'ampliamento possa variare a seconda degli indicatori considerati. Inoltre, non tutti gli andamenti recenti segnalano un peggioramento di questi squilibri. La natura complessa del fenomeno, che va oltre la semplice dispersione dei saldi di conto corrente a livello mondiale, rende necessaria un'analisi integrata degli indicatori descritti in questa sezione per valutare l'evoluzione degli squilibri nel tempo.

### 3 RUOLO DEI FATTORI CICLICI E DI QUELLI STRUTTURALI

Al fine di comprendere la natura degli squilibri mondiali e di poter valutare la loro probabile evoluzione e sostenibilità nel tempo, è utile distinguere tra fattori strutturali e ciclici. I fattori strutturali corrispondono a tendenze di lungo periodo che hanno una notevole inerzia, mentre quelli ciclici riguardano il più breve periodo e possono invertire il proprio effetto piuttosto rapidamente (in particolare, i fattori ciclici sono quelli che influenzano la distribuzione della domanda mondiale nel breve termine)<sup>9)</sup>. Naturalmente tale distinzione risulta utile soprattutto a fini analitici, poiché nella pratica questi due tipi di fattori agiscono talvolta in stretta connessione. Ad esempio, un determinato incremento del prezzo mondiale del petrolio può essere attribuito sia a fattori transitori (quali tensioni geopolitiche in alcuni paesi produttori) sia a fattori di più ampia portata di lungo periodo (quale un aumento strutturale della domanda delle economie emergenti)<sup>10)</sup>. Nonostante sia difficile valutare con precisione l'impatto di ognuno di questi fattori, vari studi hanno tentato di fornire stime che possono

6) Cfr. Hausman e Sturzenegger, *US and global imbalances: can dark matter prevent a big bang?*, Working Paper, Kennedy School of Government and Harvard University, 2005. Un'altra differenza essenziale tra i saldi di conto corrente e le posizioni nette sull'estero è che l'errore statistico è (proporzionalmente) molto più elevato nel caso di queste ultime.

7) Molti paesi esportatori di petrolio non accumulano riserve valutarie nonostante l'accumulo di ingenti avanzi correnti in quando le loro attività sull'estero sono gestite da *heritage funds* e non figurano pertanto nel bilancio della banca centrale.

8) L'accumulo di riserve è ascrivibile in parte a motivi precauzionali, ad esempio per finanziare le importazioni per un numero sufficiente di mesi o per compensare debito a breve termine al fine di evitare una crisi di liquidità (cfr. M. Bussière e C. Mulder, *External vulnerability in emerging market economies: how high liquidity can offset weak fundamentals and the effects of contagion*, Working Paper dell'FMI 1999/88).

9) I fattori strutturali e ciclici potrebbero anche essere intesi come segue: i primi sono quelli che influenzano il livello di equilibrio dei fondamentali, mentre i secondi riguardano scostamenti temporanei attorno all'equilibrio.

10) Per quanto riguarda il ruolo del prezzo del greggio e dei paesi esportatori di petrolio, cfr. l'articolo *Caratteristiche strutturali salienti, andamenti economici e reimpiego dei proventi petroliferi nei paesi esportatori di petrolio* nel numero di luglio 2007 di questo Bollettino.

essere utilizzate per determinarne l'importanza relativa.

### FATTORI CICLICI

Tra i numerosi fattori ciclici che possono incidere sulle partite correnti, cinque, ossia i prezzi delle attività, il ciclo economico e, in particolare, le variazioni della domanda interna, del risparmio pubblico e dei corsi petroliferi, rivestono un'importanza fondamentale.

Poiché il conto corrente, date le identità di contabilità nazionale, è uguale alla differenza tra risparmio e investimenti interni, le oscillazioni dei prezzi delle attività possono influire sul saldo corrente nazionale attraverso il loro effetto ricchezza sui consumi e sul risparmio netto delle famiglie. Negli Stati Uniti l'ampliamento del disavanzo corrente dai primi anni novanta si è accompagnato a una flessione del risparmio netto delle famiglie (cfr. figura 3). Sebbene gli altri settori (le imprese e la pubblica amministrazione) possano avere contribuito al calo complessivo del risparmio netto nazionale, un'analisi delle ragioni all'origine della diminuzione di quello delle famiglie costituirebbe un importante contributo per comprendere ciò che ha innescato l'aumento del disavanzo corrente statunitense. In effetti, la relazione tra risparmio netto delle famiglie e saldo del conto corrente non caratterizza solo gli Stati

Uniti ma anche diversi paesi dell'OCSE (cfr. figura 4).

Le variazioni del risparmio netto delle famiglie, a loro volta, possono essere connesse a una molteplicità di fattori di natura sia ciclica sia strutturale. Nel complesso, sembra che i mutamenti dei prezzi delle abitazioni, un fattore in larga misura ciclico, possano avere un effetto significativo sui saldi correnti dei vari paesi. Le variazioni dei valori immobiliari sono di fatto correlate negativamente a quelle dei saldi di conto corrente, in quanto un aumento del prezzo delle abitazioni può stimolare maggiori consumi e ridurre il risparmio (cfr. figura 5). Nel caso specifico degli Stati Uniti, un calo dei prezzi delle abitazioni e dei corsi azionari potrebbe pertanto avere ripercussioni rilevanti sul disavanzo corrente del paese inducendo un aumento del risparmio netto nazionale. Più in generale, i prezzi delle attività sembrano costituire una importante determinante del saldo del conto corrente <sup>11)</sup>.

11) È stato stimato che in passato un aumento del 10 per cento dei corsi azionari o dei prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti, relativamente al resto del mondo, ha portato a un incremento del disavanzo corrente statunitense di circa l'1 per cento del PIL (cfr. M. Fratzscher, L. Juvenal e L. Samo, *Asset prices, exchange rates and the current account*, Working Paper della BCE, n. 790, agosto 2007).

**Figura 3 Risparmio netto delle famiglie statunitensi e saldo di conto corrente**

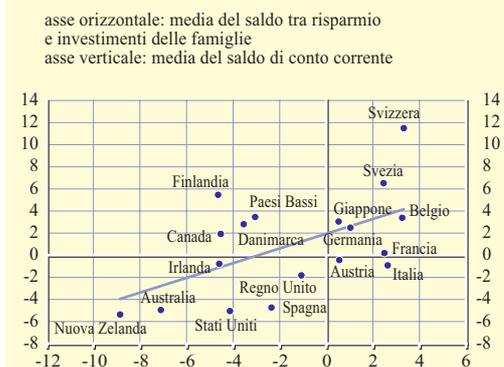
(in percentuale del PIL)



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

**Figura 4 Risparmio netto delle famiglie e saldo di conto corrente nelle economie avanzate**

(media del periodo 2001-05, in percentuale del PIL)

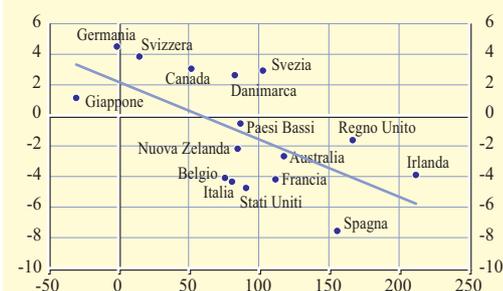


Fonte: OCSE.

**Figura 5** Prezzi delle abitazioni e saldo di conto corrente nelle economie avanzate

(variazione percentuale nel periodo 1997-2005)

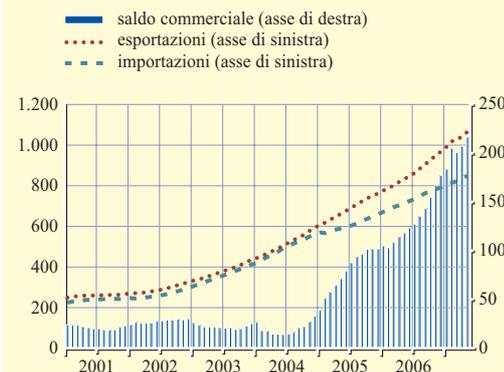
asse orizzontale: variazione del prezzo nominale delle abitazioni  
 asse verticale: variazione del saldo di conto corrente



Fonte: OCSE e The Economist.

**Figura 6** Saldo commerciale, importazioni ed esportazioni di beni della Cina

(miliardi di dollari USA; dati mensili, valori cumulati su dodici mesi)



Fonte: Amministrazione Generale delle Dogane della Repubblica Popolare Cinese.

Per quanto riguarda la Cina, l'incremento dell'avanzo commerciale negli ultimi tre anni è ascrivibile non solo all'elevato tasso di crescita delle esportazioni, ma anche a una significativa decelerazione delle importazioni, particolarmente pronunciata nel 2005 (cfr. figura 6). Tale decelerazione può essere in parte riconducibile a fattori strutturali di lungo periodo connessi a un processo di sostituzione delle importazioni con produzione nazionale e a un rallentamento degli investimenti domestici. Poiché in generale si stima che gli investimenti abbiano un elevato contenuto di importazione, le loro variazioni possono avere un impatto significativo sugli acquisti dal resto del mondo. L'andamento degli investimenti interni può, a sua volta, essere in parte connesso alle fluttuazioni cicliche.

Anche le fluttuazioni cicliche indotte da shock di produttività possono, di fatto, costituire una determinante fondamentale dei saldi di conto corrente a livello mondiale. Se le variazioni del tasso di crescita dell'economia e della domanda interna sono di natura transitoria, l'approccio intertemporale al conto corrente suggerisce che quest'ultimo dovrebbe seguire un andamento prociclico: nei periodi di crescita elevata, ad esempio, in cui gli operatori percepiscono temporaneamente un reddito più elevato, per attenuare l'effetto sul consumo essi risparmie-

ranno e registreranno avanzi commerciali. Nel complesso, tuttavia, vi è ampia evidenza che il saldo di conto corrente abbia un andamento anticiclico. Dopo uno shock positivo di produttività sufficientemente persistente, ci si attende infatti che il conto corrente vada in disavanzo in seguito all'aumento degli investimenti<sup>12)</sup>. Anche il risparmio pubblico può giocare un ruolo nelle oscillazioni delle partite correnti. Negli Stati Uniti la compresenza di un disavanzo del bilancio pubblico e del conto corrente alla metà degli anni ottanta e nei primi anni del decennio in corso è stata talvolta indicata come una situazione di "deficit gemelli". Infine, il saldo di conto corrente della maggior parte dei paesi è stato fortemente influenzato dalle fluttuazioni delle quotazioni petrolifere avvenute negli ultimi anni. L'effetto di un rincaro del petrolio differisce in maniera sostanziale da un paese all'altro, influenzando positivamente sul saldo corrente dei paesi esportatori e negativamente su quello degli importatori netti. La grande rilevanza del prezzo del petrolio deriva dal fatto che la domanda è molto inelastica nei paesi importatori,

12) Cfr. D. Backus, P. Kehoe e F. Kydland, "International business cycles", *The Journal of Political Economy*, vol. 100, agosto 1992, pagg. 745-775 e R. Glick e K. Rogoff, "Global versus country-specific productivity shocks and the current account", *Journal of Monetary Economics*, vol. 35, 1995, pagg. 159-192.

**Figura 7 Media ponderata del reddito pro capite nei paesi in avanzo e in quelli in disavanzo**



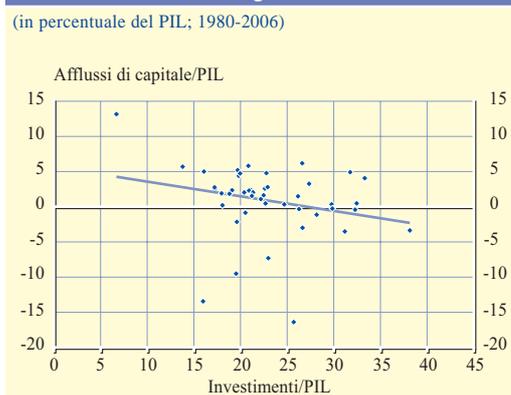
Fonte: E. Prasad et al.  
 Note: il campione di riferimento include 22 economie industriali e 61 economie non-industriali secondo la definizione adottata in Bosworth e Collins, "The empirics of growth: an update", *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2, 2003, pp. 117-179. Gli indici sono calcolati come una media ponderata del reddito pro capite dei paesi che registrano un avanzo o un disavanzo di conto corrente. Sono normalizzati utilizzando il reddito pro capite del paese più ricco e ponderati con le quote del saldo di conto corrente di ciascun paese sulla somma complessiva dei surplus o dei deficit.

almeno nel breve periodo<sup>13</sup>). Negli Stati Uniti il rincaro del petrolio negli ultimi anni ha contribuito all'ampliamento del disavanzo commerciale complessivo attraverso una crescita del valore delle importazioni di greggio. Analogamente, nei paesi esportatori, essendo le capacità di assorbimento limitate nel breve periodo, gran parte dei maggiori proventi petroliferi viene reinvestita all'estero in attività finanziarie.

### FATTORI STRUTTURALI

Oltre che da fattori ciclici il saldo di conto corrente è influenzato anche da fattori strutturali. Questi possono essere meglio compresi adottando un approccio globale piuttosto che concentrando l'attenzione su di un singolo paese. In questa prospettiva, l'attuale configurazione dei saldi di conto corrente appare alquanto paradossale, poiché implica che i flussi netti di capitale si spostano dai paesi emergenti a quelli sviluppati. Ciò risulta evidente raffrontando, per ciascun anno, il PIL pro capite medio dei paesi in avanzo con quello dei paesi in disavanzo. Dalla fine degli anni novanta questi ultimi hanno mostrato un reddito pro capite medio superiore rispetto a quello dei primi (cfr. figura 7), indicando che i flussi di capitale si muovono dai paesi più poveri a quelli più

**Figura 8 Afflussi medi di capitale e propensione all'investimento nelle economie emergenti**



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

ricchi. Nel corso degli ultimi vent'anni gli stessi paesi dell'OCSE hanno registrato quasi ininterrottamente, a livello consolidato, un disavanzo di conto corrente. Tale situazione è paradossale poiché contraddice il modello neoclassico standard, secondo cui i capitali dovrebbero fluire dai paesi ricchi verso quelli poveri, e può essere assimilabile al "paradosso di Lucas"<sup>14</sup>). La comprensione delle determinanti di questa particolare configurazione dei saldi di conto corrente costituisce pertanto un sostanziale passo avanti nella spiegazione degli squilibri mondiali e nel delinearne la probabile evoluzione nel tempo.

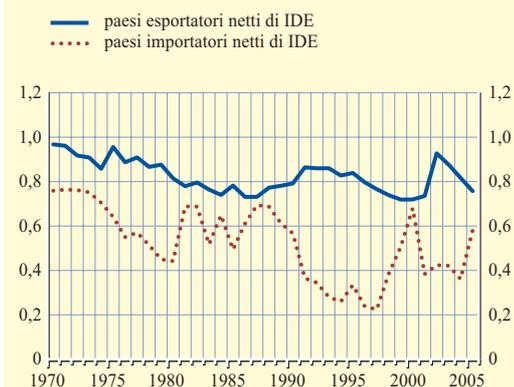
Diverse sono state le spiegazioni del paradosso di Lucas. Lucas stesso ha fornito una prima interpretazione possibile, sottolineando che in

13) Per un recente confronto tra paesi delle elasticità rispetto ai prezzi e al reddito, cfr. il riquadro 1.3 *Oil consumption across major countries: is the United States different?* nel numero di aprile 2007 del *World Economic Outlook* dell'FMI.

14) Cfr. R. Lucas, "Why doesn't capital flow from rich to poor countries?", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 80, n. 2, maggio 1990, pagg. 92-6. Nell'articolo originale Lucas metteva in evidenza il paradosso che i flussi finanziari si muovessero fra le economie sviluppate. La situazione attuale è pertanto ancor più paradossale, poiché i capitali si dirigono dai paesi più poveri a quelli più ricchi.

**Figura 9** Media ponderata dei redditi pro capite dei paesi importatori e esportatori netti di IDE

(PIL pro capite relativi pesati con i saldi di conto corrente)

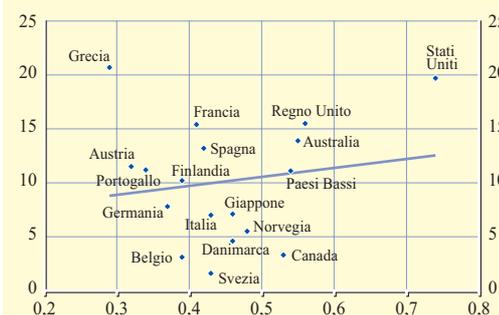


Fonte: E. Prasad et al.

Note: il campione di riferimento include 22 economie industriali e 61 economie non-industriali secondo la definizione adottata in Bosworth e Collins. Gli indici sono costruiti utilizzando la stessa metodologia adottata nella figura 7.

**Figura 10** Indice di sviluppo finanziario e investimenti esteri di portafoglio

asse orizzontale: indice di sviluppo finanziario  
asse verticale: afflussi esteri di portafoglio  
in percentuale della somma di importazioni ed esportazioni

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Nota: medie del periodo 2000-04.

molte economie emergenti i tassi di rendimento del capitale corretti per il rischio non si stanno adeguando a quelli che prevalgono nelle economie avanzate. Ciò spiegherebbe perché gli investitori non investono in tali mercati, che non sono in grado di offrire rendimenti in linea con quelli realizzabili nelle economie avanzate. Tuttavia, questa interpretazione non è del tutto soddisfacente. Di fatto, se l'ammontare degli investimenti e dei flussi di capitale derivasse principalmente da differenze tra i rendimenti del capitale corretti per il rischio, i paesi che investono di più dovrebbero anche ricevere afflussi di capitale più consistenti, cosa che tuttavia non si verifica: nelle economie emergenti i flussi di capitale e gli investimenti (entrambi espressi in percentuale del PIL) non sono correlati positivamente, ma tendono piuttosto a mostrare una correlazione negativa (cfr. figura 8)<sup>15</sup>.

Va comunque rilevato che alcuni tipi di flussi finanziari transfrontalieri sembrano muoversi dai paesi industriali a quelli emergenti. Ciò vale in particolare per gli investimenti diretti esteri (IDE): dal 1970 il reddito medio ponderato dei paesi esportatori netti di IDE è stato sempre superiore a quello dei paesi importatori netti (cfr. figura 9)<sup>16</sup>. In altri termini, i paesi relativamen-

te più ricchi tendono a effettuare IDE in quelli relativamente più poveri, al contrario di quanto accade per i flussi netti di capitale complessivi, come indicato nella figura 7.

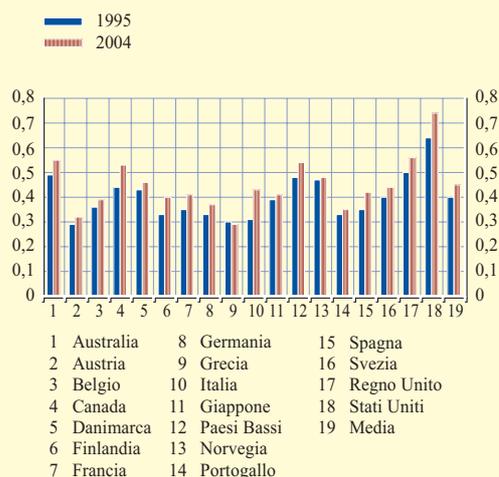
L'incompleta liberalizzazione finanziaria sta ricevendo un'attenzione crescente quale determinante dell'attuale configurazione dei saldi finanziari a livello mondiale<sup>17</sup>. Il grado relativamente basso di sviluppo finanziario nelle economie emergenti sembra costituire una delle spiegazioni più verosimili alla base degli scarsi afflussi di investimenti di portafoglio in quei paesi, come messo in evidenza dalla correlazione tra grado di sviluppo finanziario e investimenti esteri di portafoglio (cfr. figura 10). L'andamento apparentemente paradossale dei flussi internazionali di capitale dai paesi emergenti a quelli sviluppati potrebbe, pertanto, essere semplicemente spiegato dal grado relativamente inferiore di sviluppo finanziario dei primi. Un altro quesito a cui dare risposta, tuttavia, riguarda il motivo per cui

15) Cfr. P. O. Gourinchas e O. Jeanne, *Capital flows to developing countries: the allocation puzzle*, mimeo, FMI, 2006.

16) Cfr. E. Prasad, R. Rajan e A. Subramanian, *Foreign capital and economic growth*, mimeo, FMI, 2006.

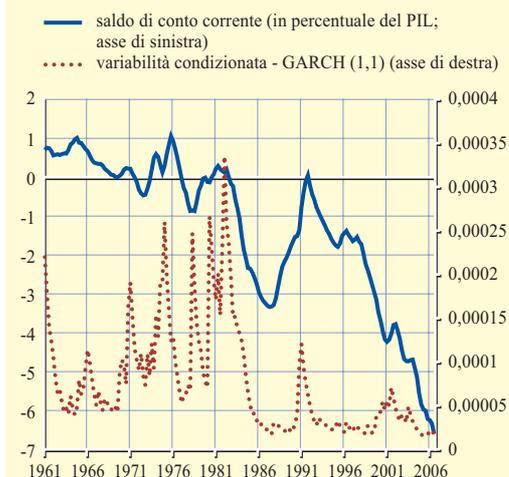
17) Cfr. L. Bini Smaghi, "Globalization and monetary policy", *Journal of Policy Modeling*, di prossima pubblicazione.

**Figura 11 Sviluppo finanziario nelle economie avanzate**



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

**Figura 12 Variabilità del ciclo economico degli Stati Uniti e saldo di conto corrente**



Fonte: elaborazioni della BCE basate sul lavoro di A. Fogli e F. Perri, "The great moderation and the US external imbalances", NBER Working Paper n. 12708, 2006.

i flussi di capitale dalle economie emergenti si dirigono in larga misura verso gli Stati Uniti anziché verso altri paesi industriali che potrebbero offrire dei prodotti finanziari analoghi. Oltre alle differenze osservabili tra i saggi di risparmio interno nei paesi industrializzati, cui è riconducibile in parte tale fenomeno, i due fattori che possono contribuire a dare una risposta a questo quesito sono costituiti dal fatto che gli Stati Uniti sembrano mostrare una maggiore apertura, in termini finanziari, rispetto ad altri paesi industriali e sono anche caratterizzati da un livello di sviluppo finanziario più elevato rispetto alle altre economie avanzate (cfr. figura 11)<sup>18</sup>.

Anche altri fattori strutturali, specifici agli Stati Uniti, possono avere svolto un ruolo. Uno fra questi è costituito dall'effetto della riduzione della variabilità ciclica e del calo del risparmio precauzionale. In base a misure standard di variabilità del ciclo economico, negli Stati Uniti la ampiezza di quest'ultimo è diminuita nel tempo (cfr. figura 12). Questa diminuzione si traduce in un minore grado di incertezza per gli operatori economici. Per data avversione al rischio, ciò dovrebbe ridurre la necessità di accumulare risparmio a scopo precauzionale: gli

operatori che di solito risparmiano per attenuare gli effetti sui consumi di un eventuale brusco calo del reddito reale sono meno inclini a farlo qualora tale rischio si attenui. Questa particolare spiegazione è in linea con i fatti stilizzati precedentemente citati: la riduzione della variabilità del prodotto è coerente con la flessione del risparmio delle famiglie, che è uno dei principali fattori alla base dell'ampliamento del disavanzo del conto corrente statunitense. Un potenziale punto a sfavore di tale spiegazione è che la variabilità del prodotto si è ridotta anche in altri paesi sviluppati. Tuttavia, come già osservato, questi ultimi potrebbero non presentare lo stesso grado di apertura e di liberalizzazione finanziaria, disponendo quindi di minori opportunità di attrarre capitali esteri.

Un'ulteriore spiegazione fa riferimento al fatto che la quota degli Stati Uniti sul prodotto complessivo di tutte le economie avanzate è cresciuta nell'ultimo decennio, riflettendo una combinazione di fattori quali una dinamica più sostenuta

18) Anche il ruolo del dollaro statunitense quale valuta di riserva internazionale contribuisce a mantenere più elevati gli investimenti di portafoglio negli Stati Uniti.

della produttività e andamenti demografici più favorevoli. Autorevoli recenti studi hanno mostrato che l'ampio disavanzo corrente statunitense può, in una certa misura, essere ricondotto alle attese del protrarsi di una crescita più elevata degli Stati Uniti e di un ulteriore incremento della loro quota di prodotto nei prossimi decenni<sup>19)</sup>. Ciò può essere connesso, a sua volta, a differenze significative nelle distorsioni dei mercati dei beni e servizi e del lavoro fra paesi, che si riflettono in diversi tassi di espansione del prodotto. In conclusione, gli attuali squilibri mondiali sembrano derivare da una molteplicità di fattori, alcuni dei quali di natura ciclica (e che quindi possono esaurirsi nel tempo) e altri di natura più strutturale. Tuttavia, non si può fare affidamento sui fattori ciclici per ridurre, in misura significativa e permanente, gli squilibri esistenti, a causa da un lato della elevata incertezza circa i loro andamenti futuri, come nel caso dei prezzi delle attività e di quello del petrolio, e dall'altro dell'importanza delle determinanti strutturali. Queste ultime per loro natura si modificano lentamente<sup>20)</sup>, cosicché non ci si può attendere un miglioramento nel breve termine.

#### 4 MISURE POLITICHE E POSSIBILI MECCANISMI DI AGGIUSTAMENTO

Gli squilibri globali rappresentano una sfida importante per i responsabili delle politiche economiche a livello sia interno sia internazionale. La parte degli stessi squilibri ascrivibile a fattori ciclici comporta un rischio non trascurabile di una correzione disordinata con elevati costi economici per l'economia mondiale e il sistema finanziario internazionale. Inoltre, i fattori strutturali pongono una sfida rilevante alle politiche economiche in termini di rimozione delle distorsioni e delle barriere, come quelle connesse allo sviluppo dei mercati finanziari e ai regimi di cambio nelle economie emergenti e alle rigidità strutturali nelle economie avanzate, e implicano l'opportunità di generare enormi benefici economici per i paesi coinvolti e l'intera economia mondiale.

Non tutti i recenti andamenti indicano un deterioramento degli squilibri globali. Ad esempio, ver-

so la fine del 2006 pare essersi verificato un certo rallentamento della tendenza crescente osservata nel decennio precedente. Tale rallentamento è stato particolarmente evidente negli Stati Uniti e nei paesi esportatori di petrolio, dove i saldi di parte corrente, in percentuale del PIL, sono rimasti pressoché invariati rispetto all'anno precedente. Sebbene il fatto che il disavanzo corrente statunitense si stia apparentemente stabilizzando su un livello storicamente elevato (6,5 per cento del PIL nel 2006) non possa essere considerato di per sé soddisfacente, va sottolineato che il tasso di crescita delle esportazioni degli Stati Uniti in termini reali nel 2006 è stato significativamente superiore a quello registrato in media nei quattro anni precedenti. Inoltre, nello stesso anno anche l'avanzo corrente dei paesi esportatori di petrolio si è stabilizzato, seppure su un livello elevato (15 per cento del PIL). Inoltre l'area dell'euro ha partecipato a questa correzione registrando un lieve disavanzo corrente nel 2006; nel caso del Regno Unito la variazione è stata ancor più ampia (2,9 per cento rispetto al 2,4 per cento nel 2005). Tuttavia, questo modesto miglioramento sembra essere stato indotto principalmente da fattori ciclici: il calo dei corsi petroliferi dall'estate del 2006 e il riequilibrio della crescita della domanda interna fra paesi, con una decelerazione negli Stati Uniti e un'accelerazione nell'area dell'euro e in Giappone. Inoltre, non tutte le regioni hanno registrato un miglioramento. In particolare, è stato osservato un ampliamento degli avanzi correnti in Giappone (dal 3,6 per cento nel 2005 al 3,9 nel 2006) e, soprattutto, in Cina (dal 7,2 per cento nel 2005 al 9,1 nel 2006).

Nonostante la rilevanza dei fattori strutturali suggerisca che la correzione sarà molto probabilmente graduale e ordinata, resta l'interrogativo sulle sue possibili implicazioni per l'economia mondiale e i mercati finanziari. Importanti recenti studi sostengono che variazioni dei tassi

19) Cfr. C. Engel e J. Rogers (2006), "The US current account deficit and the expected share of world output", *Journal of Monetary Economics* 53(5), pagg. 1063-1093.

20) In circostanze normali i fattori strutturali si modificano lentamente. Essi, tuttavia, mostrano talvolta variazioni repentine durante episodi di correzione disordinata, come illustrato nella sezione 4.

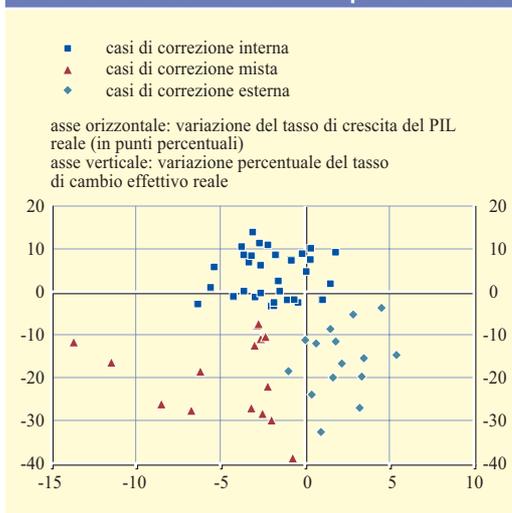
di cambio potrebbero essere necessari per un riequilibrio dei pagamenti correnti<sup>21)</sup>.

Tuttavia, altri studi hanno messo in dubbio tali affermazioni, argomentando che una correzione degli squilibri globali potrebbe non richiedere variazioni significative del valore esterno delle valute i cui tassi di cambio sono flessibili. Alcuni di questi lavori sottolineano la crescente dimensione dell'economia statunitense rispetto a quella di altri paesi con regimi di cambio flessibile, e mostrano che in prospettiva una crescita vigorosa dell'economia degli Stati Uniti implica un dollaro stabile e forte<sup>22)</sup>. Inoltre, un riequilibrio della domanda interna tra i paesi, accompagnato da un significativo aggiustamento dal lato dell'offerta, potrebbe consentire una riduzione degli ampi squilibri correnti, come quello degli Stati Uniti, senza la necessità di variazioni significative dei tassi di cambio<sup>23)</sup>. Pertanto, riforme strutturali dei mercati del lavoro e dei beni e servizi nell'area dell'euro possono contribuire alla correzione degli squilibri mondiali dando sostegno alla domanda interna nei paesi dell'area, stimolando pertanto le esportazioni statunitensi.

Altri studi empirici suggeriscono che, negli ultimi trent'anni, gli andamenti dei prezzi delle attività hanno rivestito un ruolo sostanzialmente più importante del tasso di cambio nel determinare il saldo commerciale degli Stati Uniti. Di conseguenza, variazioni dei prezzi relativi delle attività, come i corsi azionari e i prezzi delle abitazioni, includendo la possibilità di effetti ricchezza più favorevoli indotti da una crescita relativamente più elevata dei prezzi delle attività al di fuori degli Stati Uniti, potrebbero rappresentare in futuro un meccanismo più rilevante per una correzione degli squilibri correnti.

Più in generale, nei passati episodi di correzione dei disavanzi di conto corrente delle economie avanzate non sono state frequentemente riscontrate consistenti variazioni dei tassi di cambio. Piuttosto, pare che un meccanismo di correzione molto più rilevante sia stato costituito da modifiche della domanda interna<sup>24)</sup>. Per analizzare tali episodi è necessario individuare ciò che costituisce una correzione del saldo corrente in base alle

**Figura 13 Crescita del PIL reale e variazioni del tasso di cambio durante episodi di correzione dei disavanzi di parte corrente**



Fonte: B. Algieri e T. Bracke.

seguenti caratteristiche: a) il conto corrente era inizialmente in disavanzo, b) il miglioramento del saldo è stato superiore a una soglia minima<sup>25)</sup>, c) la correzione si è completata nell'arco di un periodo massimo di quattro anni e d) la nuova situazione è stata mantenuta per almeno cinque anni. Una volta individuati, questi episodi possono essere classificati in vari gruppi usando una analisi di tipo *clustering* (cfr. B. Algieri e T. Bracke per ulteriori dettagli). La figura 13 indica che circa la metà dei sessanta episodi individuati rientra nella categoria della "correzione interna"

21) Cfr. in particolare M. Obstfeld e K. Rogoff (2005), "Global current account imbalances and exchange rate adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 2005, e "The unsustainable US current account position revisited" in R. Clarida (a cura di), *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, The University of Chicago Press, 2006.

22) Cfr. C. Engel e J. Rogers (2006).

23) Cfr. P. Engler, M. Fidora e C. Thimann, *External imbalances and the US current account: how supply-side changes affect an exchange rate adjustment*, Working Paper della BCE, n. 761, 2007. Considerando variazioni endogene dell'offerta, questo studio mostra che il deprezzamento implicito del dollaro statunitense si riduce in misura significativa. Ciò evidenzia anche l'importanza di mutamenti dal lato dell'offerta ai fini della correzione del disavanzo corrente al di là dell'effetto di breve termine della domanda.

24) B. Algieri e T. Bracke, Working Paper della BCE, n. 762, 2007.

25) La soglia varia fra i paesi ed è fissata pari a una deviazione standard del rapporto tra il saldo corrente e il PIL. Ciò consente di fissare una soglia più elevata per i paesi con saldi correnti storicamente variabili.

(cioè conseguita principalmente attraverso una riduzione dell'assorbimento e della crescita interni, senza un deprezzamento significativo del tasso di cambio), mentre i rimanenti casi sono pressoché equamente ripartiti tra la categoria della "correzione esterna" e quella della "correzione mista" (cioè quando il tasso di cambio ha indotto in larga misura la correzione). Per le economie avanzate, in particolare, gli episodi passati di correzione spesso non sono stati associati a considerevoli variazioni dei tassi di cambio, evidenziando, come sostenuto in altri studi, che per indurre un riassorbimento degli squilibri correnti non è necessario un significativo deprezzamento del tasso di cambio delle valute dei paesi in disavanzo.

## 5 CONCLUSIONI

L'entità raggiunta dagli squilibri mondiali deriva da una combinazione di fattori strutturali e ciclici. Essa rappresenta una delle principali sfide per l'economia mondiale e i responsabili delle politiche economiche. Certamente le situazioni dei conti con l'estero di economie di importanza sistemica riflettono, in una certa misura, distorsioni rilevanti e continuano altresì a comportare rischi per l'economia mondiale in termini di una possibile correzione disordinata o di pressioni protezionistiche. Sebbene lo scenario di una correzione graduale rimanga quello più probabile, è essenziale assicurare una riduzione progressiva degli squilibri globali nel più lungo termine mediante appropriate misure di politica economica. Un aspetto non meno importante è che la rimozione delle distorsioni e delle barriere strutturali, ad esempio attraverso la liberalizzazione e lo sviluppo dei mercati finanziari, e le riforme strutturali dei mercati del lavoro e dei beni e servizi offrono ampie opportunità per aumentare il livello dell'attività economica e la prosperità.

Diversi comunicati del G7 da settembre 2003 e, in particolare, da febbraio 2004, nonché il processo di consultazione multilaterale dell'FMI recentemente conclusosi riguardante gli squilibri globali, hanno indicato le misure cicliche e strutturali di politica economica che i paesi e le regioni più importanti dovrebbero attuare.

L'impegno in tale direzione svolgerà un ruolo essenziale nell'assicurare che la riduzione degli squilibri mondiali segua un sentiero ordinato.

Il recente riequilibrio della crescita della domanda tra le economie avanzate rappresenta un favorevole fattore ciclico che probabilmente attenuerà il fenomeno nel più breve periodo; tuttavia, occorre attuare misure di carattere più strutturale per affrontare le sfide di medio termine connesse agli squilibri globali. In particolare, una maggiore flessibilità dei tassi di cambio nei paesi che ne sono privi rimane della massima importanza. Ciò vale soprattutto per la Cina, che ha registrato avanzi delle partite correnti molto ampi e crescenti. La sottovalutazione della sua moneta si riflette anche in un'accumulazione molto elevata di riserve valutarie, che rende difficile la gestione macroeconomica interna, tra l'altro attraverso una forte espansione della liquidità e del credito. Inoltre, le riforme, la deregolamentazione e la liberalizzazione del settore finanziario in diverse economie emergenti, fra cui la Cina, saranno cruciali per ridurre l'eccesso di risparmio nonché migliorare l'efficacia delle politiche economiche e l'allocazione complessiva delle risorse, promuovendo così il benessere economico dell'intera popolazione.

Tuttavia, non sono soltanto le economie emergenti a dovere adottare misure di politica economica adeguate. Ulteriori progressi nella riforma strutturale dei mercati del lavoro e dei beni e servizi in Europa e in Giappone sono importanti affinché anche queste economie contribuiscano alla correzione degli squilibri globali. Nel caso degli Stati Uniti, il paese con il disavanzo corrente di gran lunga più ampio nel mondo in termini assoluti, un mutamento delle politiche macroeconomiche, inclusa quella di bilancio, e interventi volti ad aumentare, in particolare, il risparmio del settore privato saranno cruciali per contribuire a ridurre il disavanzo corrente e a riequilibrare i flussi internazionali di capitale. Nel complesso, poiché le più grandi economie del mondo condividono la responsabilità degli squilibri globali, l'attuazione congiunta di riforme strutturali in tutti i paesi interessati aumenterà in misura considerevole le probabilità di una correzione coronata da successo.





## IL FINANZIAMENTO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO

*In virtù della loro rilevanza economica, le piccole e medie imprese (PMI) sono state oggetto di particolare attenzione da parte delle autorità in Europa. Questo articolo presenta un'analisi approfondita di come i modelli di finanziamento nell'area dell'euro differiscano a seconda delle dimensioni aziendali ed esamina la posizione finanziaria delle PMI sulla base dei dati a livello di singole imprese. Sono inoltre considerate le indicazioni disponibili riguardo all'esistenza di vincoli finanziari specifici alle PMI. Le evidenze tratte da varie indagini segnalano la percezione di vincoli di questo tipo da parte delle PMI, sebbene non in tutti i paesi. Le indicazioni fornite dai dati aggregati di bilancio mostrano che, tenuto conto della composizione settoriale e del paese, la posizione finanziaria delle PMI differisce da quella delle imprese maggiori per quanto concerne il grado di ricorso a fonti di finanziamento esterne e la disponibilità di attività liquide e attività finanziarie immobilizzate. Analogamente, quanto più piccola è un'impresa, tanto più modesta è la sua capacità di rimborso del debito. Inoltre, i dati a livello microeconomico evidenziano negli ultimi anni un aumento della dispersione della posizione finanziaria delle PMI nell'area dell'euro. Emergono infine correlazioni fra vari indicatori finanziari che segnalano posizioni finanziarie fragili.*

### I INTRODUZIONE

Ai fini della politica monetaria, in sede di valutazione degli andamenti finanziari ed economici, è importante comprendere le decisioni di finanziamento delle imprese, poiché la trasmissione degli impulsi di politica monetaria dipende in certa misura dal comportamento finanziario e dalla struttura dei bilanci delle imprese. È stato rilevato che vari fattori – quali la dimensione e l'età dell'impresa, il settore in cui è prevalentemente attiva, il paese in cui opera (e, in particolare, le istituzioni di tale paese) e il suo grado di sviluppo economico e finanziario – influiscono sull'offerta di fondi alle imprese<sup>1)</sup>.

Alla luce del particolare interesse che riveste l'accesso delle PMI<sup>2)</sup> al finanziamento, questo articolo prende in considerazione un fattore specifico fra quelli menzionati in precedenza, la dimensione dell'impresa, e analizza come i modelli di finanziamento differiscano fra le imprese grandi, medie e piccole.

Le dimensioni aziendali possono influire sulla qualità e sulla quantità delle informazioni disponibili in merito ai progetti di un'impresa e sulle garanzie collaterali che può offrire, nonché sulla relazione che intrattiene con i mercati e con le banche. Si ritiene spesso che le imprese minori incontrino problemi di finanziamento più seri di quelle maggiori<sup>3)</sup>. Contrariamente a queste ultime, le piccole imprese spesso non sottoscrivono

contratti pubblicamente visibili (i loro accordi con le forze lavoro, i fornitori e la clientela restano in genere riservati). Inoltre, esse non emettono di norma titoli negoziabili oggetto di valutazione continua nei mercati ufficiali. Fra le imprese quotate, è probabile che quelle di dimensioni minori e di creazione più recente non siano seguite regolarmente dagli analisti. Di conseguenza, le piccole imprese spesso non sono in grado di dimostrare in maniera credibile il proprio merito di credito e potrebbero incontrare difficoltà nel costruirsi una reputazione per segnalare la loro elevata qualità o basso rischio. La risultante asimmetria informativa fra i due lati del mercato potrebbe persino tradursi nell'assoluta impossibilità per l'impresa di ottenere finanziamenti esterni. Ad esempio, dal lato dell'offerta (quello delle banche), i costi connessi con la valutazione del rischio e la determinazione di premi adeguati, nonché quelli relativamente elevati per il monitoraggio delle posizioni creditorie, potrebbero ostacolare il flusso di fondi in favore delle aziende minori. Al riguardo, lo schema di Basilea 2 dovrebbe portare all'elaborazione di rating creditizi anche per

- 1) Cfr. *Corporate finance in the euro area*, BCE, maggio 2007.
- 2) Esistono molteplici definizioni di PMI. In base a quella adottata dall'Osservatorio delle PMI europee, esse sono imprese con meno di 250 occupati.
- 3) Cfr., fra gli altri, M. Gertler, "Financial structure and aggregate economic activity: an overview", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 20 (3), pagg. 559-588, agosto 1988, e *The SME financing gap, volume 1, theory and evidence*, OCSE, 2006.

le PMI. Il nesso probabilmente più stretto che lega i rating al prezzo del finanziamento esterno potrebbe ridurre le asimmetrie informative, consentendo così alle imprese di beneficiare di un più ampio accesso ai fondi.

Anche le differenze relative alle garanzie e al costo del finanziamento potrebbero influire sui modelli di finanziamento delle PMI. Le aziende di piccole dimensioni dispongono spesso di una quantità inferiore di garanzie collaterali che potrebbero proteggere i creditori da eventuali effetti di selezione avversa o *moral hazard*. Inoltre, è plausibile che i costi di finanziamento presentino una componente fissa significativa, che rende i prestiti di importo minore più onerosi di quelli di importo maggiore, destinati per lo più alle grandi imprese.

Per i motivi ricordati, è lecito attendersi che i modelli di finanziamento delle PMI differiscano da quelli delle grandi società. Tuttavia, le asimmetrie informative possono essere ridotte instaurando una relazione di lungo periodo con i finanziatori<sup>4)</sup>, che consentirebbe all'impresa di segnalare il proprio merito di credito adempiendo alle obbligazioni debitorie contratte. Si sarebbe pertanto indotti a ritenere che le piccole imprese intrattengano relazioni bancarie più stabili. Inoltre, per quanto riguarda il finanziamento esterno, tali imprese potrebbero non avere accesso ai mercati dei capitali e fare pertanto maggiore affidamento su quelli del credito. In previsione di difficoltà finanziarie, vi è la possibilità che queste imprese detengano una maggiore liquidità per evitare il rischio di non poter realizzare validi progetti.

Fatte queste premesse, il presente articolo esamina in primo luogo l'esistenza di vincoli finanziari per le PMI sulla base delle indicazioni empiriche disponibili e, in particolare, delle informazioni tratte dalle indagini (Sezione 2). Con riferimento ai dati aggregati di bilancio, la Sezione 3 valuta l'impatto degli effetti del settore e del paese sulla posizione finanziaria delle imprese di diverse dimensioni. Vengono poi utilizzati dati a livello microeconomico per analizzare ulteriormente la posizione finanziaria delle PMI (Sezione 4). Infine, nella Sezione 5 sono esposte le principali conclusioni.

## 2 PICCOLE E MEDIE IMPRESE E VINCOLI FINANZIARI: EVIDENZE TRATTE DALLE INDAGINI

La questione della rilevanza dei vincoli finanziari ha natura empirica; a tutt'oggi non è stato ancora raggiunto un consenso su quali siano le determinanti di tali vincoli e nemmeno su come essi possano definirsi. Una linea di analisi percorribile consiste nel domandare direttamente alle imprese se ritengono di essere soggette a vincoli finanziari<sup>5)</sup>. Nel valutare i risultati delle varie indagini di questo tipo condotte dalla Commissione europea, dall'OCSE e dalle autorità nazionali<sup>6)</sup> va tenuto conto di alcune importanti limitazioni. Ad esempio, la formulazione delle domande potrebbe far sì che non vengano individuate alcune delle imprese soggette a vincoli finanziari (ciò può accadere qualora si chieda alle imprese se ritengono di essere vincolate finanziariamente alle condizioni attuali, ma non se si sarebbero indebitate maggiormente ove le condizioni fossero state più favorevoli). Oppure, le risposte delle imprese potrebbero semplicemente rispecchiare un generale deterioramento delle condizioni creditizie nell'economia, deterioramento che le indurrebbe a dichiararsi vincolate pur in assenza di vincoli specifici. Un'ulteriore limitazione dei risultati delle varie indagini è data dall'impossibilità di effettuare confronti con le imprese di grandi dimensioni.

- 4) La letteratura in materia è vasta. Cfr., ad esempio, M.A. Petersen e R.G. Rajan, "The benefits of lending relationships: evidence from small business data", *Journal of Finance*, vol. 49 (1), pagg. 3-37, 1994, e, più di recente, A.N. Berger, R.J. Rosen e G.F. Udell, "Does market size structure affect competition? The case of small business lending", *Journal of Banking and Finance*, vol. 31 (1), pagg. 11-33, 2007.
- 5) Un approccio alternativo si basa sulla stima econometrica di modelli in cui la presenza di vincoli finanziari ha implicazioni verificabili sul comportamento delle imprese (cfr. la rassegna della letteratura in materia all'interno di *Corporate finance in the euro area*, BCE, 2007). Le evidenze ottenute non sono conclusive, poiché i risultati relativi alla correlazione fra le dimensioni dell'impresa e i vincoli finanziari sono contrastanti.
- 6) La Commissione europea ha svolto indagini sulle PMI circa ogni due anni dal 1993. I risultati relativi all'indagine sull'accesso delle PMI al finanziamento sono stati pubblicati all'interno di *Flash Eurobarometer* nel 2005 e dall'Osservatorio per le PMI europee nel 2003. A livello nazionale, le indagini sono condotte dagli istituti nazionali di statistica (Portogallo), dalle BCN (Francia, Italia, Belgio e Finlandia) o da altre istituzioni (Paesi Bassi, Spagna e Germania).

In questo articolo, il termine “vincoli finanziari” si riferisce all'impossibilità per un'impresa di ottenere fondi sufficienti a finanziare gli investimenti necessari ai tassi di interesse correnti o persino a tassi superiori <sup>7)</sup>.

### RISULTATI DELLE INDAGINI SUI VINCOLI ALLO SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ E ALL'ACCESSO AL FINANZIAMENTO BANCARIO

Sebbene differiscano considerevolmente in termini di struttura e domande, nell'insieme le indagini indicano in genere che l'ampia maggioranza delle imprese è in grado di ottenere i fondi di cui necessita. Tuttavia, sussistono disparità significative da un paese all'altro. In base all'indagine dell'European Network for SME Research (ENSR) <sup>8)</sup> per il 2003, in media il 10 per cento circa delle PMI di 19 paesi europei affermava che l'accesso al finanziamento rappresentava il principale vincolo gravante sui risultati della loro attività nei due anni precedenti. Una percentuale più elevata di imprese citava vincoli di altro tipo, quali il potere d'acquisto dei consumatori (36 per cento), collegato al clima economico sfavorevole del momento, e la carenza di manodopera qualificata (13 per cento). I vincoli finanziari erano più stringenti per le imprese nei settori dei trasporti e delle comunicazioni e per quelle di piccole dimensioni (10-49 occupati), che non per quelle piccolissime (meno di 10 occupati) o medie (50-249 occupati).

In un'ottica leggermente diversa, più di recente l'indagine Flash Eurobarometer <sup>9)</sup> ha domandato alle imprese quali fattori avrebbero potuto assicurare più efficacemente il loro sviluppo. L'agevole accesso ai mezzi di finanziamento è stato citato come terzo fattore, dopo la regolamentazione sociale e fiscale e la disponibilità di manodopera più qualificata sul mercato. Alle imprese è stato inoltre chiesto se i finanziamenti correnti erano in generale sufficienti a realizzare i loro progetti. La maggioranza delle PMI ha risposto in maniera affermativa in tutti i paesi dell'area dell'euro, seppur con alcune disparità da un paese all'altro. In Irlanda e Finlandia, oltre nove PMI su dieci hanno dichiarato di disporre di finanziamenti sufficienti, contro appena i due terzi delle PMI di Portogallo e Italia.

Una recente indagine dell'OCSE <sup>10)</sup> è giunta alla conclusione preliminare che nei paesi membri dell'organizzazione le PMI sono in grado di ottenere finanziamenti sufficienti dalle banche e dagli altri istituti di credito, per cui non vi è in quei paesi un *gap* significativo di finanziamento per le PMI. L'indagine evidenzia inoltre che tale *gap* è maggiore per i finanziamenti tramite capitale di rischio che non per quelli tramite capitale di debito. Allo stesso tempo, vi è la percezione che in gran parte dei paesi sussistano problemi nel convogliare fondi alle *start-up* e alle imprese giovani e altamente rischiose che adottano nuovi modelli operativi <sup>11)</sup>. Va notato che, diversamente dalle indagini condotte per la Commissione europea, quella dell'OCSE non è stata condotta a livello di imprese, ma indirizzata agli esperti delle autorità di governo e delle banche centrali.

Per quanto concerne le fonti di finanziamento, le indagini condotte per la Commissione europea indicano che i prestiti bancari costituiscono il principale canale attraverso il quale le imprese ottengono finanziamenti esterni. I risultati dell'ultima indagine Flash Eurobarometer mostrano che le banche rappresentano di gran lunga la prima fonte di finanziamento esterno per le PMI, seguite dalle società di *leasing*/noleggio e dagli investitori privati (a seconda del paese). L'accesso al credito bancario è considerato di massima importanza in Francia, dove il 64 per cento delle società intervistate è d'accordo nell'affermare che in assenza di prestiti bancari non avrebbe potuto completare con successo i propri progetti. All'estremo opposto si situa la Finlandia, in

7) La definizione non comprende tuttavia le società che decidono di non ricercare ulteriori finanziamenti ritenendo che il relativo costo sia “elevato”; ciò implica che, ai fini del presente articolo, i vincoli finanziari non siano una questione di costo, ma piuttosto di risorse a disposizione.

8) Cfr. Osservatorio per le PMI europee, Commissione europea, 2003.

9) Cfr. *SME access to finance*, Flash Eurobarometer 174, Commissione europea, 2005.

10) Cfr. *The SME financing gap, volume 1, theory and evidence*, OCSE, 2006.

11) Cfr. anche il rapporto *IT innovations and financing patterns: implications for the financial system*, BRI, 2002, che esamina il nesso fra l'impiego delle nuove tecnologie e il fabbisogno finanziario delle imprese, nonché il ruolo dei mercati e degli intermediari finanziari nel finanziamento di attività innovative.

**Tavola 1 Accesso al finanziamento: difficoltà nell'ottenere prestiti bancari per le PMI**

(valori percentuali)

**Avete ottenuto tutti i prestiti di cui avevate bisogno dalla vostra banca nei tre anni passati?**

	Numero di occupati, 2001			Principale attività			Totale
	0-9	10-49	50-249	Industria	Commercio	Servizi	
Non applicabile: non sono stati richiesti prestiti nei tre anni passati	38	28	23	34	36	39	37
Si	49	55	53	54	52	46	50
Parzialmente	2	2	1	2	2	2	2
No	6	6	5	6	6	6	6
Non risponde/non sa	5	9	18	4	4	6	5
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: indagine European Network for SME Research, anno 2002.

cui il 78 per cento delle imprese non si dichiara d'accordo con tale affermazione. Anche le opinioni sulla facilità di accesso ai prestiti bancari differiscono. In Finlandia, ad esempio, il 95 per cento delle imprese ha dichiarato di aver avuto un accesso agevole a tale forma di finanziamento, contro appena il 14 per cento in Germania.

Anche le indagini dell'ENSR evidenziano che i prestiti e gli scoperti bancari costituiscono i principali strumenti di finanziamento con capitale di debito per le PMI, benché l'importanza di fonti alternative, quali il *leasing* e il *factoring*, sia andata aumentando. L'indagine dell'ENSR del 2002 mostra che, nei tre anni antecedenti, solo il 37 per cento delle imprese non aveva fatto richiesta di un prestito bancario addizionale. Tra le imprese intervistate, il 50 per cento aveva richiesto un prestito e ricevuto l'importo desiderato, il 2 per cento aveva ottenuto una parte dell'importo e solo il 6 per cento si era visto rifiutare il prestito (corrispondente al 10 per cento delle imprese richiedenti un credito bancario) (cfr. tavola 1). La domanda di prestiti è stata soddisfatta in misura maggiore nel caso delle imprese medie e in misura minore nel caso di quelle piccolissime (0-9 occupati) e di quelle del settore dei servizi. In base all'indagine, il principale motivo di rifiuto a concedere prestiti addizionali era l'inadeguatezza delle garanzie collaterali, soprattutto per le imprese piccole (10-49 occupati) e piccolissime. Con l'aumentare delle dimensioni aziendali diminuisce l'importanza delle garanzie, mentre aumenta quella dei risultati conseguiti e dei flussi informativi.

**RISULTATI DELLE INDAGINI NAZIONALI**

Oltre alle indagini regolarmente condotte per la Commissione europea, vari paesi dell'area dell'euro effettuano interviste presso le imprese a livello nazionale<sup>12)</sup>. Tali indagini sono volte principalmente a monitorare gli andamenti degli investimenti e dell'occupazione, ma contengono in genere anche indicatori alternativi dei vincoli finanziari e dell'accesso al credito, costruiti tuttavia in base a metodologie *ad hoc* (in termini sia di formulazione delle domande, sia di definizione delle categorie dimensionali delle aziende). Sebbene le risposte non possano essere facilmente raffrontate a livello internazionale, i risultati delle indagini segnalano l'esistenza di alcuni vincoli finanziari per le piccole imprese. Esse indicano inoltre che il nesso fra le dimensioni dell'impresa e la percezione di vincoli finanziari non è necessariamente monotono né costante nel tempo. Tuttavia, ciò è probabilmente dovuto al fatto che altri fattori rilevanti, quali l'età dell'impresa, non vengono presi in considerazione.

In sintesi, le indagini forniscono indicazioni secondo cui fra le PMI dell'area dell'euro alcune incontrano vincoli finanziari stringenti (ossia non hanno accesso al finanziamento pur trovandosi nella necessità di indebitarsi), mentre l'ampia maggioranza gode di un accesso al credito adeguato. Inoltre, l'indagine dell'OCSE mostra che nei paesi membri il *gap* di finanziamento è

12) Cfr. nota 6.

maggiore per le PMI innovative<sup>13)</sup>. Nel complesso, le indicazioni di carenze nel finanziamento di una piccola parte di PMI non segnalano di per sé un'allocazione del credito scarsamente efficiente.

### 3 DIFFERENZE TRA IL FINANZIAMENTO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE E QUELLO DELLE GRANDI AZIENDE

Poiché le imprese di grandi dimensioni sono più diversificate, possono offrire maggiori garanzie collaterali e dispongono nei confronti delle banche di un potere di negoziazione superiore, è probabile che godano di un accesso più agevole al finanziamento bancario e nei mercati dei capitali. Inoltre, per loro si pongono verosimilmente meno problemi di asimmetrie informative di quanto non avvenga per le PMI. Di conseguenza, ci si potrebbe aspettare che, rispetto alle grandi imprese, le aziende minori facciano un più ampio affidamento sull'autofinanziamento e che, pertanto, presentino livelli di indebitamento inferiori. I livelli di indebitamento potrebbero tuttavia risultare superiori a quelli delle grandi aziende qualora le piccole imprese fossero meno redditizie. Inoltre, con riferimento al finanziamento esterno, le piccole imprese potrebbero non aver accesso ai mercati dei capitali ed essere quindi costrette a ricorrere maggiormente ai mercati del credito. È pertanto lecito attendersi che, in termini di finanziamento esterno, esse si avvalgano in misura relativamente maggiore del credito bancario rispetto alle grandi società.

Dal lato dell'attivo, la letteratura empirica e teorica ha spesso sottolineato il potenziale nesso fra disponibilità liquide e vincoli finanziari<sup>14)</sup>. In base a tale nesso, le imprese minori avrebbero tante più attività liquide quanto più soggette a vincoli finanziari. Per analogia, le grandi imprese, che si considerano spesso maggiormente sofisticate da un punto di vista finanziario, dovrebbero portafogli più diversificati.

Tuttavia, l'asserzione secondo cui le PMI sarebbero finanziariamente più vincolate delle grandi imprese potrebbe forse rispecchiare la loro maggiore presenza in settori ed economie con particolari caratteristiche (quali problemi di asimmetrie

informative o determinati fattori istituzionali) che accrescono le difficoltà di accedere al finanziamento esterno. I dati dell'Osservatorio sulle PMI europee mostrano che queste società rivestono un ruolo di spicco in settori come quello dell'edilizia, del commercio all'ingrosso e di quello al dettaglio. Per contro, vi è una predominanza di grandi imprese nelle industrie di larga scala, come quelle mineraria, dei trasporti e delle comunicazioni. Le imprese hanno generalmente dimensioni maggiori anche nei settori che presentano un più elevato fabbisogno di finanziamento esterno, data la maggiore facilità che hanno nel reperire fondi.

Oltre a ciò, il settore delle PMI differisce ampiamente da paese a paese. Rispetto alla media dell'area dell'euro, la quota di occupati presso le PMI è notevolmente maggiore in Italia, Spagna, Portogallo e Grecia e notevolmente inferiore in Germania, Paesi Bassi e Finlandia. In termini di valore aggiunto, il contributo delle PMI è ben superiore alla media dell'area in Italia, Grecia e Lussemburgo, e ben inferiore in Irlanda, Finlandia e Francia.

Al fine di valutare l'impatto degli effetti settoriali e nazionali sulla posizione finanziaria delle imprese di diverse dimensioni, è possibile confrontare alcuni rilevanti indicatori finanziari tratti direttamente dai dati di bilancio aggregati (indicatori non corretti della base dati BACH della Commissione europea<sup>15)</sup>) con gli stessi indicatori

13) Ciò comporterebbe che le imprese soggette a vincoli finanziari possano essere classificate in due categorie: a) le imprese innovative, appartenenti solitamente ai settori più rischiosi, che si rivolgono a istituti di credito, benché il mezzo migliore per finanziare i loro investimenti sia teoricamente il capitale di rischio; b) le imprese incapaci di creare valore, che comportano un rischio di credito elevato.

14) T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz e R. Williamson, "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics*, vol. 52, pagg. 3-46, 1999.

15) La base dati Bank for the Accounts of Companies Harmonised (BACH), disponibile sul sito Internet della Commissione europea, contiene i dati armonizzati di contabilità delle imprese non finanziarie forniti dalle centrali nazionali dei bilanci, rendendo possibile effettuare confronti tra paesi. Essa fornisce i dati annui aggregati per nove paesi dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia), ripartiti in base ai sottosettori industriali della NACE Rev. 1 e a tre diverse categorie dimensionali, definite in base al giro d'affari (inferiore ai 10 milioni di euro per le piccole imprese, fra i 10 e i 50 milioni per le medie imprese e superiore ai 50 milioni di euro per le grandi imprese).

corretti per tenere conto di tali effetti. La correzione consiste nell'applicare la medesima composizione per paese e per settore a tutte le categorie dimensionali. I pesi utilizzati per ciascun settore di ciascun paese sono, per tutte le dimensioni, le quote di valore aggiunto corrispondenti alle varie combinazioni settore/paese sul totale del valore aggiunto dell'area dell'euro.

La figura 1a mostra che le grandi imprese hanno fatto registrare, in media, la più alta redditività dell'attivo (*return on assets*, ROA)<sup>16</sup>. Tale risultato è tuttavia ampiamente dovuto a effetti di paese e di settore: applicando la stessa composizione per paese e per settore a tutte le categorie dimensionali, non si riscontrano infatti differenze marcate a livello di ROA fra i vari gruppi dimensionali negli ultimi anni. Nella seconda metà degli anni novanta, il ROA risulta invece più elevato per le grandi imprese allorché si utilizzano gli indicatori corretti.

Passando all'analisi del finanziamento esterno, le dimensioni appaiono avere rilevanza considerevole nel caso di alcune fonti specifiche. Le PMI fanno maggiore affidamento sui prestiti rispetto alle grandi aziende e ciò vale anche dopo aver preso in considerazione gli effetti settoriali e nazionali (cfr. figura 1b).

Sulla base del rapporto fra debito e *cash flow*, un indicatore della capacità di un'impresa di rimborsare il proprio debito, sono le grandi aziende a presentare la situazione finanziaria più solida (cfr. figura 1c). I dati corretti evidenziano una relazione sostanzialmente monotonica fra le dimensioni dell'impresa e il rimborso del debito (quindi, quanto più l'azienda è piccola, tanto minore è la sua capacità di rimborso), relazione che non emerge con altrettanta chiarezza dagli indicatori non corretti<sup>17</sup>.

Per quanto riguarda la struttura dell'attivo, le quote delle attività liquide e delle attività finanziarie immobilizzate sulle attività totali differiscono considerevolmente a seconda delle categorie dimensionali: in base ai dati corretti, le grandi imprese presentano i valori più elevati del rapporto tra attività finanziarie immobilizzate e attività to-

tali e quelli più bassi per il rapporto fra attività liquide e attività totali (cfr. figure 1d e 1e). Tali rapporti differiscono inoltre ampiamente da un paese all'altro, segnalando forse divergenze nello sviluppo dei mercati finanziari nazionali, e, in misura minore, da un settore all'altro. Le differenze fra settori sono notevoli nel caso del rapporto tra immobilizzazioni materiali e attività totali, coerentemente con le forti disparità settoriali in termini di intensità di capitale. Poiché le grandi aziende rivestono un ruolo rilevante in settori quali l'elettricità, i trasporti, il magazzinaggio e le comunicazioni, che, insieme agli "altri servizi", costituiscono i settori a maggiore intensità di capitale, tali aziende evidenziano in tutti paesi le maggiori quote di immobilizzazioni materiali sull'attivo totale (in base ai dati non corretti). Al netto dei fattori settoriali e nazionali, la relazione positiva e monotonica fra dimensioni aziendali e rapporto fra immobilizzazioni materiali e attività totali, osservata sulla base dei dati non corretti, si inverte e diviene incerta (cfr. figura 1f).

Passando all'analisi della struttura per scadenze del passivo, la quota del debito a breve scadenza sul debito totale appare sostanzialmente analoga per tutte le categorie dimensionali in base ai dati corretti (cfr. figura 1g). Per contro, i dati non corretti evidenziano valori inferiori per le imprese di grandi dimensioni. Questa differenza è ampiamente riconducibile a effetti settoriali: il settore delle costruzioni e quelli del commercio all'ingrosso e al dettaglio, dove prevalgono le piccole imprese, presentano le scadenze più brevi dal lato dell'attivo.

In sintesi, alcune delle divergenze osservate tra la posizione finanziaria delle PMI e quella delle aziende maggiori sono dovute a differenze nella loro composizione settoriale e nelle relative concentrazioni tra paesi. Questo sembra spiegare i

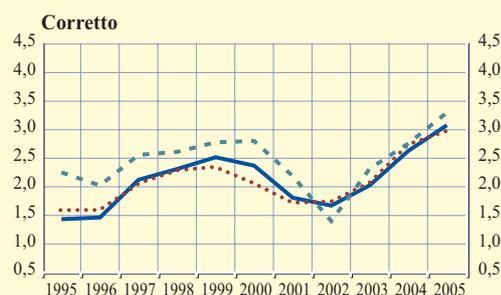
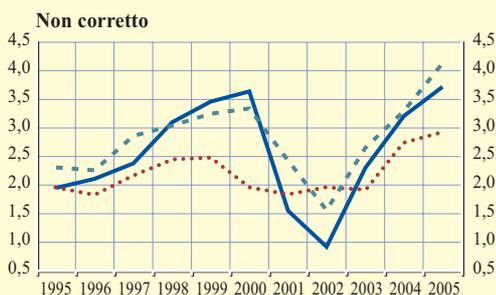
16) Le grandi aziende presentano altresì i valori più elevati di redditività del capitale (*return on equity*, ROE). Tuttavia, il nesso positivo tra redditività e dimensioni aziendali non appare lineare, dal momento che, rispetto alle imprese più piccole, quelle medie fanno generalmente registrare nel tempo rendimenti più bassi dell'attivo, nonché in alcuni anni rendimenti più bassi del capitale.

17) Lo stesso andamento si osserva per il rapporto tra debito e attività totali.

Figura I Indicatori della posizione finanziaria delle imprese in base alla loro dimensione

— piccole  
 ..... medie  
 - - - - - grandi

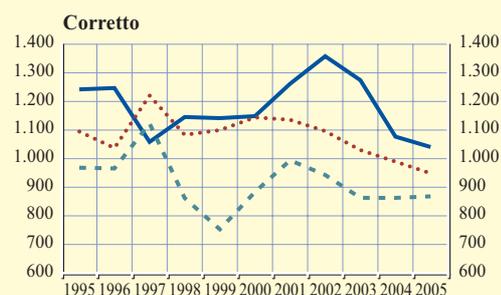
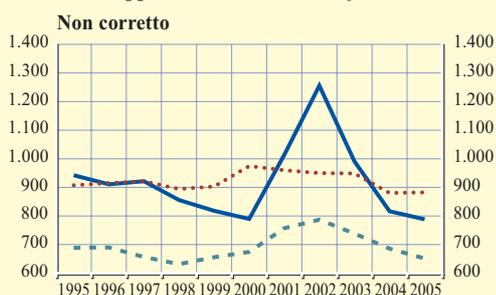
1a – Reddittività dell'attivo



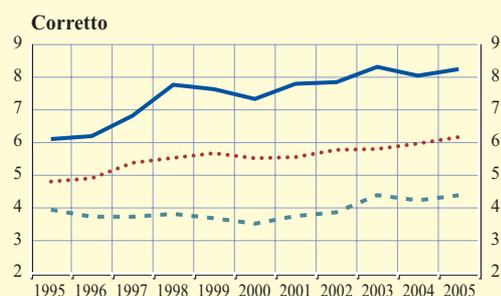
1b – Rapporto fra debito bancario e debito totale



1c – Rapporto fra debito e cash flow



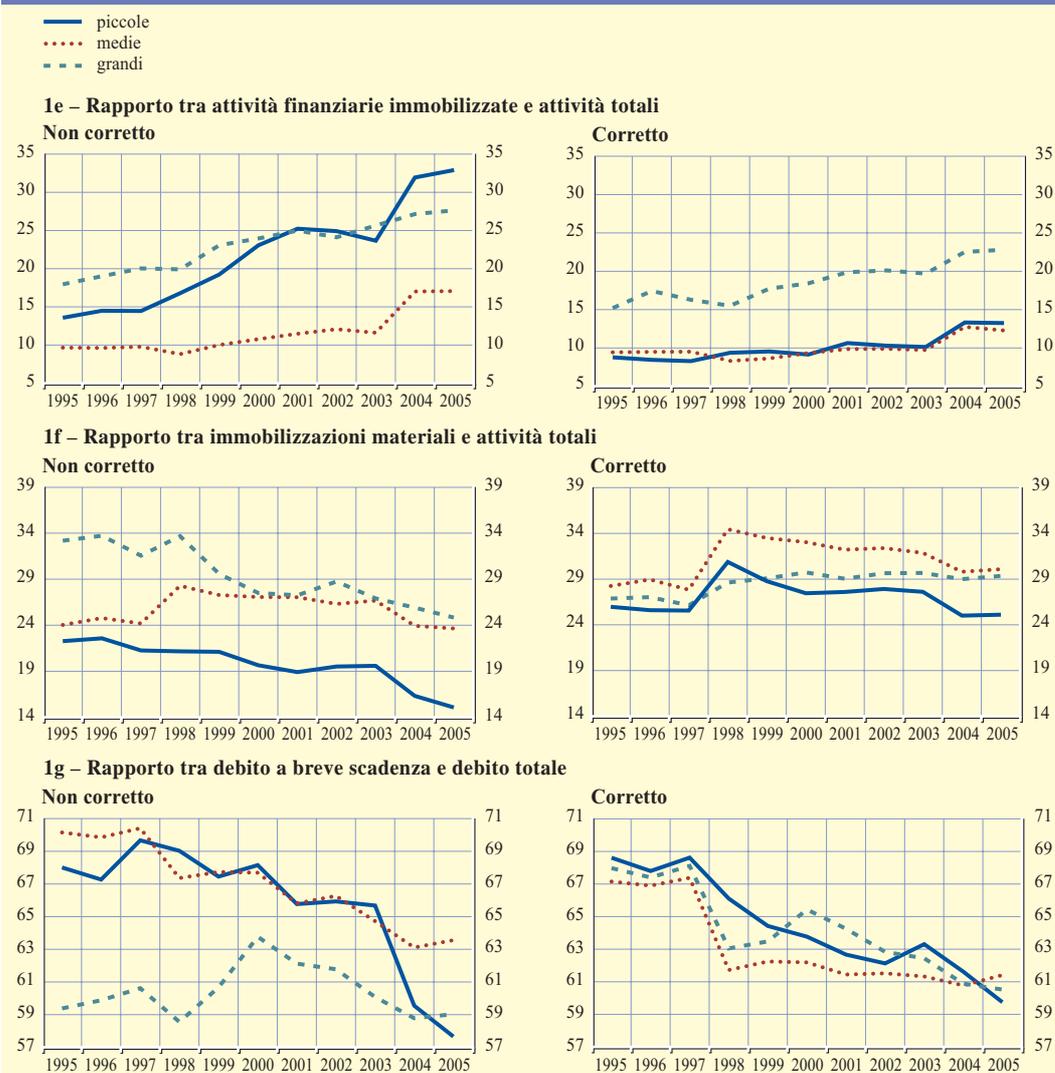
1d – Rapporto fra liquidità e attività totali



Fonte: base dati BACH ed elaborazioni della BCE.

Nota: i valori corretti sono calcolati dando lo stesso peso a ciascun settore in ogni paese per tutte le categorie dimensionali. I pesi utilizzati corrispondono alle quote di valore aggiunto per le varie combinazioni settore/paese sul totale del valore aggiunto dell'area dell'euro.

segue: Figura I Indicatori della posizione finanziaria delle imprese in base alla loro dimensione



Fonte: base dati BACH ed elaborazioni della BCE.

Nota: i valori corretti sono calcolati dando lo stesso peso a ciascun settore in ogni paese per tutte le categorie dimensionali. I pesi utilizzati corrispondono alle quote di valore aggiunto per le varie combinazioni settore/paese sul totale del valore aggiunto dell'area dell'euro.

differenti rapporti fra immobilizzazioni materiali e attività totali e fra debito a breve scadenza e debito totale. In altri casi, le disparità osservate persistono anche tenuto conto delle specificità settoriali e nazionali, come ad esempio per quanto riguarda la quota di attività finanziarie immobilizzate sulle attività totali, il grado di dipendenza dalle attività liquide e dai prestiti bancari e il rapporto fra debito e *cash flow*. Risultati analoghi si ottengono usando il metodo della scomposizione della varianza (cfr. il riquadro successivo).

Vi sono tuttavia alcune limitazioni nelle conclusioni raggiunte. Alcune determinanti potenzialmente importanti dell'accesso al finanziamento, come l'età e la struttura proprietaria dell'impresa (probabilmente correlati con le dimensioni della stessa), non vengono prese in considerazione. Infine, la base dati BACH è soggetta a un *bias* di selezione, dal momento che le piccole imprese considerate tendono a essere quelle che presentano una situazione finanziaria migliore.

Riquadro

**DIMENSIONI AZIENDALI E DIFFERENZE NEI MODELLI DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE: ANALISI DELLA VARIANZA**

Il metodo della scomposizione della varianza è utilizzato per confrontare, con riferimento a una serie di indici finanziari, la parte di varianza riconducibile alle dimensioni aziendali e quella non dovuta a tale fattore, ma potenzialmente ascrivibile ad altre fonti di variabilità esistenti.

A tal fine, la varianza totale di un determinato indice è scomposta in varianza fra categorie dimensionali e varianza all'interno di una stessa categoria dimensionale<sup>1)</sup>. In particolare, quest'ultima varianza riflette l'eterogeneità della categoria dimensionale considerata, calcolata utilizzando le osservazioni relative a vari settori e paesi. La scomposizione è effettuata in modo analogo per i fattori settore e paese. La "varianza fra categorie", ottenuta tramite queste scomposizioni, può quindi essere esaminata per valutare quale rilevanza abbia il fattore dimensionale nello spiegare i modelli di finanziamento, rispetto al settore di attività o al paese di origine.

**Scomposizione della varianza: il contributo della dimensione, del settore e del paese**

(indicatori corretti; media 1999-2005; valori percentuali)

**Redditività e finanziamento esterno**

Indicatore	Redditività dell'attivo	Rapporto fra debito bancario e debito totale
Dimensione	0,5	8,6
Settore	12	19
Paese	43	37

**Struttura di bilancio**

Indicatore	Rapporto fra debito e cash flow	Rapporto fra liquidità e attività totali	Rapporto tra debito a breve scadenza e debito totale	Rapporto tra attività finanziarie immobilizzate e attività totali
Dimensione	4,8	31	0,1	19
Settore	22	13	66	10
Paese	22	40	20	33

Fonte: base dati BACH ed elaborazioni della BCE.

Nell'analisi che segue si considera un'osservazione – corrispondente alla media del periodo 1999-2005 – per ciascuna combinazione di dimensione/settore/paese, focalizzando l'attenzione sulle differenze strutturali fra i vari modelli di finanziamento.

I risultati della scomposizione della varianza sono illustrati nella tavola, che riporta per ciascun indice finanziario analizzato la percentuale di varianza riconducibile ai fattori dimensione, settore e paese. La presenza o l'assenza di differenze fra categorie dimensionali per quanto riguarda la serie di indicatori corretti presentati nel testo è sostanzialmente confermata dal contributo del fattore dimensionale alla varianza totale fra le diverse imprese.

1) Il procedimento consiste nello scomporre la varianza (la somma dei quadrati SS) di una serie di dati organizzati in categorie nelle componenti della varianza fra categorie e della varianza all'interno delle singole categorie. Le categorie possono essere costruite sulla base di fattori come la dimensione (J = 1, ... 3), il settore (S = 1, ... 6) e il paese (C = 1, ... 9). Ad esempio, nel caso della dimensione, dove d rappresenta le categorie dimensionali: SS=SS fra d + SS all'interno di d

La varianza fra le categorie e all'interno di esse per l'indicatore I può essere calcolata come segue:

Varianza fra categorie dimensionali in rapporto alla varianza totale:

$$\frac{1}{3} \cdot \sum_{j=1}^3 \left( \sum_{c=1}^9 \sum_{s=1}^6 W_{cs} I_{cs} \right)^2 - \left( \frac{1}{3} \cdot \sum_{j=1}^3 \sum_{c=1}^9 \sum_{s=1}^6 W_{cs} I_{cs} \right)^2$$

Varianza all'interno delle categorie dimensionali in rapporto alla varianza totale:

Somma(Varianza ponderata (I grande), Varianza ponderata (I medio), Varianza ponderata (I basso)) dove Varianza ponderata (I<sub>j</sub>)

$$\left( \frac{1}{3} \right) \cdot \left( \sum_{c=1}^9 \sum_{s=1}^6 W_{cs} I_{cs}^2 \right) - \left( \sum_{c=1}^9 \sum_{s=1}^6 W_{cs} I_{cs} \right)^2$$

## Redditività e finanziamento esterno

Nella parte superiore della tavola, la prima colonna indica che le differenze in termini di redditività dell'attivo non sembrano significativamente correlate alle dimensioni aziendali – questo fattore spiega meno dell'1 per cento della varianza – ma sono più probabilmente causate soprattutto dal diverso peso relativo delle PMI all'interno dei vari settori e paesi.

Il paese di origine ha un'importanza maggiore delle dimensioni e del settore per quanto riguarda il ricorso ai prestiti bancari (seconda colonna). Un'ulteriore analisi segnala l'esistenza di ampie disparità da un paese all'altro riguardo al peso che hanno i prestiti per le PMI (soprattutto quelle piccole), mentre tali disparità sono contenute nel caso delle grandi aziende. Pertanto, l'ampia variabilità del peso dei prestiti bancari fra le PMI riflette probabilmente differenze istituzionali. Questi risultati sono coerenti con l'evidenza di un elevato grado di integrazione raggiunto dal mercato delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro e di una persistente frammentazione del mercato bancario al dettaglio<sup>2)</sup>.

## Struttura di bilancio

La parte inferiore della tavola riporta quattro indicatori relativi alla struttura di bilancio. Per quanto riguarda il rapporto tra debito e *cash flow*, la scomposizione della varianza mostra che i fattori paese e settore hanno una rilevanza maggiore rispetto alla dimensione, essendo ciascuno all'origine di quasi il 25 per cento della variabilità osservata. Quanto alla struttura dell'attivo, i rapporti fra attività liquide e attività finanziarie immobilizzate rispetto alle attività totali differiscono ampiamente da un paese all'altro, forse segnalando discrepanze nello sviluppo dei rispettivi mercati finanziari, e in misura minore da un settore all'altro. Le dimensioni non sembrano avere un ruolo importante per quanto riguarda la struttura per scadenza delle passività, dove il fattore predominante risulta essere quello settoriale.

2) Cfr. *Financial integration in Europe*, BCE, marzo 2007.

## 4 LA POSIZIONE FINANZIARIA DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE: ANALISI A LIVELLO DI IMPRESA

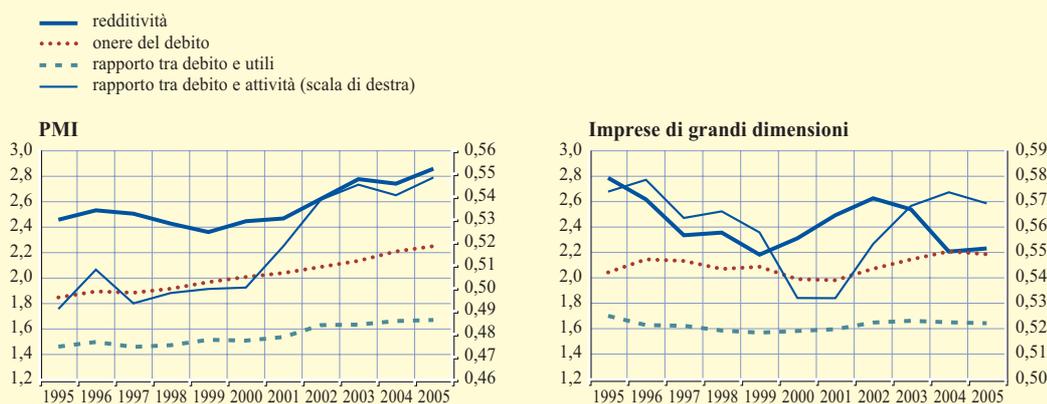
Da numerose indicazioni empiriche, le decisioni reali delle imprese (ad esempio riguardo agli investimenti e all'occupazione) risultano condizionate dalla loro situazione finanziaria. Ciò è particolarmente vero per le società che si trovano in una posizione finanziaria più fragile<sup>18)</sup>, il che rende auspicabile integrare le informazioni a livello aggregato con un'analisi a livello microeconomico, al fine di valutare ulteriormente la situazione finanziaria delle PMI nell'area dell'euro. In primo luogo, si esamina quindi una misura della dispersione degli indicatori finanziari fra le imprese. Una valutazione più approfondita delle variazioni della dispersione

richiede che si analizzi in maggiore dettaglio la configurazione della distribuzione. Sulla base di queste premesse, in questa sezione si analizzano i dati a livello di impresa ricavati dalla base dati AMADEUS del Bureau van Dijk. L'analisi copre il periodo 1995-2005.

La figura 2 presenta una misura della dispersione, il coefficiente di variazione interquartile, che considera la differenza fra i valori osservati nella parte superiore e in quella inferiore della distribuzione delle imprese. Tale misura è calcolata per la redditività, l'onere del debito e

18) Cfr. I. Hernando e C. Martínez-Carrascal, *The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data*, Working Paper n. 319 del Banco de España, 2003.

Figura 2 Coefficiente di variazione interquartile: PMI e imprese di grandi dimensioni



Fonti: Bureau van Dijk (base dati AMADEUS) ed elaborazioni della BCE.

Note: il coefficiente di variazione interquartile è definito dalla distanza tra il 75° e il 25° percentile divisa per il valore del 50° percentile. La reddittività è definita dagli utili rispetto al valore medio dell'attivo dell'anno. L'onere del debito è definito come il pagamento degli interessi in rapporto agli utili al lordo di interessi, tasse e ammortamenti. L'indebitamento è definito come debito in rapporto agli utili al lordo di interessi, tasse e ammortamenti. Il debito include il credito commerciale poiché questa variabile non è disponibile separatamente per tutti i paesi nella base dati usata per l'analisi.

l'indebitamento (quest'ultimo rispetto sia alle attività sia ai risultati) delle PMI (diagramma a) e delle grandi aziende (diagramma b). Dal raffronto emerge che la posizione finanziaria delle PMI non ha una variabilità maggiore di quella delle grandi aziende<sup>19)</sup>. Tuttavia, negli anni recenti la misura della dispersione è aumentata per tutti gli indici delle PMI, e in particolare per quello della reddittività, un andamento che non si riscontra nel caso delle società di grandi dimensioni. Poiché l'incremento della dispersione può essere potenzialmente sintomatico di un andamento divergente nei vari percentili della distribuzione, è interessante analizzare l'evoluzione nel tempo di questi percentili per ciascun indicatore finanziario considerato.

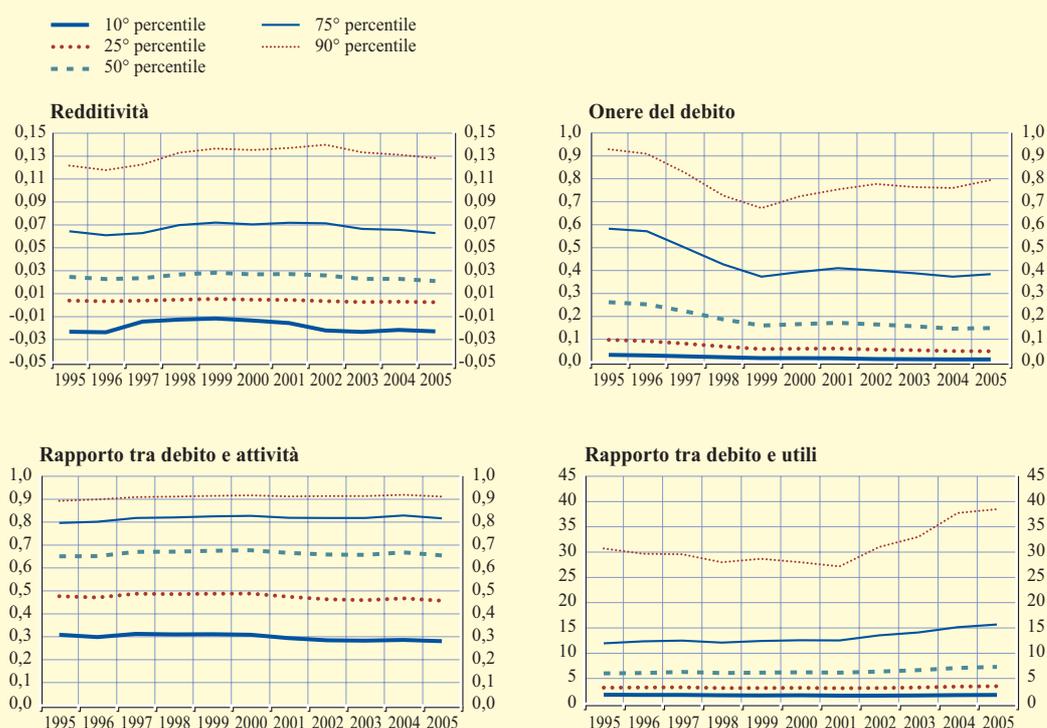
Nella figura 3 sono riportati i valori del 10°, 25°, 50°, 75° e 90° percentile per i quattro indicatori considerati. Tali percentili rappresentano, in ciascun anno, il livello degli indici che, dopo aver ordinato tutte le osservazioni dal valore più basso a quello più alto, fa sì che rimangano al di sotto rispettivamente il 10, 25, 50, 75 e 90 per cento delle osservazioni. Ad esempio, il 50 per cento delle società presen-

ta valori inferiori al 50° percentile, mentre la parte restante presenta valori superiori. Pertanto, questo percentile può essere considerato rappresentativo della PMI "tipica", mentre i percentili più elevati corrispondono – fatta eccezione per l'indicatore della reddittività – alla situazione delle società sottoposte a maggiori pressioni finanziarie.

È possibile ricavare varie conclusioni dalla figura. In primo luogo, l'evoluzione segnata dall'impresa tipica (il 50° percentile) è nella maggioranza dei casi in linea con quella evidenziata dal corrispondente indicatore aggregato. Ciò non avviene tuttavia per la misura della reddittività (cfr. diagramma superiore di sinistra della figura 3): mentre a partire dal 2002 l'indicatore aggregato di reddittività mostra una ripresa, dopo il rallentamento del 1999-2001, quello per l'impresa mediana ha proseguito il calo iniziato alla fine degli anni novanta. Anche le società in situazione più vulnerabile (quelle nel decile

19) È degno di nota che la dispersione per le PMI risulterebbe più elevata se fosse misurata utilizzando il più alto e il più basso decile, invece dei quartili, e quindi prendendo in considerazione soltanto i valori più estremi.

Figura 3 Indicatori finanziari per le PMI



Fonti: Bureau van Dijk (base dati AMADEUS) ed elaborazioni della BCE.

inferiore) hanno registrato un calo della redditività. Ciò contrasta con quanto osservato per le grandi aziende, per le quali negli ultimi anni del campione si osserva una tendenza positiva nei vari percentili della distribuzione, compresi quelli corrispondenti alle società in condizioni finanziarie più fragili.

In secondo luogo, la riduzione dell'onere del debito, osservabile a livello aggregato dal 2002, riflette gli andamenti positivi di gran parte delle PMI, ma non di quelle in una situazione più vulnerabile (ossia, quelle nella parte superiore della distribuzione, come mostra il diagramma in alto a destra della figura 3). Il risultato complessivo è l'aumento del coefficiente di variazione interquartile citato in precedenza. Si può inoltre osservare che la diminuzione dei tassi di interesse nella seconda metà degli anni novanta ha favorito in particolare le società con il più alto onere del debito.

Infine, l'aumento aggregato della dispersione del rapporto tra debito e utili riflette un aumento maggiore per le società nella parte superiore della distribuzione (cfr. diagramma in basso a destra delle figure 3), ancora una volta più elevato di quello osservato per le aziende di grandi dimensioni. La distribuzione del rapporto fra debito e attività è rimasta sostanzialmente stabile nell'ultimo decennio (cfr. diagramma in basso a sinistra della figura 3).

#### L'INTERAZIONE FRA INDICATORI FINANZIARI: ANALISI DELLE CODE DELLA DISTRIBUZIONE

Al fine di poter trarre delle conclusioni riguardo alla solidità finanziaria del settore delle imprese, è utile analizzare congiuntamente indicatori alternativi dello stato di salute finanziaria. Ad esempio, i rischi associati con alti livelli di indebitamento risultano inferiori se si accompagnano a una buona redditività e/o a indici di li-

quidità elevati. Per contro, la compresenza di un alto indebitamento e di una bassa redditività, un elevato onere del debito e un indice di liquidità contenuto dovrebbe accrescere la vulnerabilità di un'impresa a shock inattesi.

La tavola 2 riporta il valore mediano della redditività<sup>20)</sup>, dell'onere del debito, della liquidità e del rapporto tra debito e utili per quattro diversi gruppi di imprese, classificate in base al rapporto tra debito e attività. Il primo gruppo comprende le società con un rapporto tra debito e attività inferiore al 25° percentile della distribuzione di un dato anno, il secondo quelle fra il 25° e il 50° percentile, il terzo quelle fra il 50° e il 75° percentile, e infine il quarto gruppo contiene le società nel quartile superiore della distribuzione. Come si può vedere, le imprese appartenenti a quest'ultimo gruppo – ossia quelle con l'indebitamento più elevato rispetto all'attivo – presentano i valori mediani più bassi per quanto riguarda gli indici di liquidità e di redditività e quelli più elevati per l'indicatore dell'onere del debito. Queste imprese evidenziano inoltre i valori di indebitamento più alti rispetto agli utili che generano. Analogamente, oltre il 40 per cento delle imprese con un rapporto fra debito e attività oltre il 75° percentile della distribuzione evidenzia valori nella coda, o quartile, superiore della distribuzione anche

per l'onere del debito e il rapporto tra debito e *cash flow*, e valori nella coda inferiore dell'indicatore della redditività. Il 35 per cento di queste società presenta valori nel quartile inferiore della distribuzione dell'indice di liquidità. Queste evidenze mostrano che vi sono importanti legami fra i vari indicatori di fragilità della situazione finanziaria<sup>21)</sup>.

## 5 CONCLUSIONI

Le disparità nei modelli di finanziamento delle imprese di piccole e grandi dimensioni e l'esistenza di vincoli finanziari (una fattispecie estrema di imperfezione del mercato) potrebbero indicare che la politica monetaria esercita un impatto differente su imprese di dimensioni diverse, con implicazioni per lo stesso meccanismo di trasmissione. Al riguardo, l'esistenza di eventuali disparità nell'accesso al finanziamento

20) In questa analisi, la redditività è calcolata utilizzando gli utili al lordo di interessi, tasse, imposte e ammortamenti, al fine di evitare che il rapporto risenta degli elevati pagamenti per interessi associati con un forte indebitamento.

21) Tale andamento è osservabile anche per l'intero settore delle imprese non finanziarie britanniche (cfr. A. Benito e G. Vlieghe, "Stylised facts on UK corporate financial health: evidence from micro-data", *Financial Stability Review*, Bank of England, giugno 2000).

**Tavola 2 Distribuzione di alcuni indicatori finanziari in base al rapporto fra debito e attività**

Rapporto basso fra debito e attività (inferiore al 25° percentile)					Rapporto medio-basso fra debito e attività (tra il 25° e il 50° percentile)				
	Liquidità mediana	Redditività mediana	Onere del debito mediano	Rapporto tra debito e utili mediano		Liquidità mediana	Redditività mediana	Onere del debito mediano	Rapporto tra debito e utili mediano
1995	0,112	0,118	0,135	2,663	1995	0,076	0,125	0,199	4,667
2000	0,117	0,128	0,077	2,468	2000	0,084	0,131	0,120	4,643
2005	0,128	0,106	0,063	2,713	2005	0,084	0,107	0,105	5,333
Rapporto medio-alto fra debito e attività (tra il 50° e il 75° percentile)					Rapporto alto fra debito e attività (superiore al 75° percentile)				
	Liquidità mediana	Redditività mediana	Onere del debito mediano	Rapporto tra debito e utili mediano		Liquidità mediana	Redditività mediana	Onere del debito mediano	Rapporto tra debito e utili mediano
1995	0,058	0,109	0,294	6,908	1995	0,045	0,086	0,482	10,826
2000	0,061	0,108	0,196	7,300	2000	0,047	0,079	0,333	12,346
2005	0,058	0,089	0,178	8,538	2005	0,043	0,066	0,304	14,470

Fonti: Bureau van Dijk (base dati AMADEUS) ed elaborazioni della BCE.

fra piccole e medie imprese da un lato e grandi aziende dall'altro è stata ampiamente discussa. Le indicazioni tratte da varie indagini condotte a livello europeo per conto della Commissione europea mostrano che alcune PMI dell'area dell'euro potrebbero effettivamente essere soggette a vincoli finanziari (ossia non hanno accesso a finanziamenti pur trovandosi nella necessità di prendere a prestito dei fondi), mentre la grande maggioranza delle PMI gode di un accesso adeguato al finanziamento. Nel contempo, anche la percezione dell'esistenza di vincoli finanziari varia da paese a paese. In alcuni paesi, le indagini indicano l'esistenza di taluni vincoli per le imprese di piccole dimensioni, ma i risultati non sono omogenei fra un paese e l'altro e risulta arduo effettuare un confronto. Inoltre, la misurazione dei vincoli finanziari potrebbe risultare distorta dall'esistenza di sussidi per le imprese di piccole dimensioni, così come è possibile che tali imprese trovino soluzioni per aggirare i vincoli cui sono sottoposte.

Vari studi hanno descritto le differenze fra i modelli di finanziamento delle PMI e delle grandi aziende. L'analisi contenuta in questo articolo indica che alcune di queste differenze sono dovute a fattori quali l'eterogeneità della composizione settoriale e delle concentrazioni relative nei diversi paesi. I fattori istituzionali all'origine delle disparità fra paesi non sono stati analizzati in questo articolo, ma potrebbero avere notevole rilevanza nell'ottica della politica economica. Tuttavia, per alcuni aspetti vi sono differenze nei modelli di finanziamento fra diverse categorie dimensionali, e quindi persino all'interno di un determinato settore e di un determinato paese. È il caso della quota di attività finanziarie sulle attività totali (positivamente correlata alle dimensioni dell'impresa), del grado di liquidità, del ricorso ai prestiti bancari e del rapporto fra debito e *cash flow* (tutti negativamente correlati alla dimensione). Per quanto riguarda il grado di liquidità, i risultati sono particolarmente robusti. Poiché questa variabile è spesso considerata indicativa dell'esistenza di vincoli finanziari, l'analisi farebbe ritenere che potrebbero esservi differenze fra una categoria dimensionale e l'altra in termini di accesso al

finanziamento. Anche per quanto riguarda i prestiti bancari, l'analisi evidenzia l'esistenza di ampie disparità fra paesi nell'importanza che tali prestiti hanno per le PMI (in particolare per le piccole imprese), mentre fra le grandi aziende le differenze sono minori. Di conseguenza, l'elevata variabilità del peso dei prestiti per le PMI riflette probabilmente divergenze di natura istituzionale<sup>22)</sup>.

Queste conclusioni presentano alcune limitazioni dovute alle caratteristiche della base dati utilizzata, come ad esempio la presenza di un *bias* di selezione per cui le piccole imprese considerate tendono a essere quelle in condizioni finanziarie migliori.

L'analisi condotta in base ai dati a livello di impresa mostra che non esistono ampie differenze nella dispersione complessiva delle condizioni finanziarie fra categorie dimensionali. Tuttavia, nel caso delle PMI la dispersione è aumentata, mentre lo stesso non può dirsi per le grandi imprese. Un'analisi più dettagliata della distribuzione evidenzia un deterioramento nella posizione finanziaria delle PMI in condizioni finanziarie più fragili, deterioramento che non è osservabile altrettanto chiaramente nel caso delle grandi aziende in condizioni analoghe. L'analisi rivela inoltre l'esistenza di un legame fra i valori degli indicatori finanziari che segnalano una posizione finanziaria debole, dal momento che le società più indebitate presentano anche i valori mediani più bassi degli indici di liquidità e di redditività. Ciò fa ritenere che sia auspicabile integrare gli indicatori macroeconomici con dati a livello microeconomico, poiché la fragilità di certe imprese non è necessariamente compensata dalla solidità di altre, e la posizione finanziaria – sia essa robusta o debole – di un'impresa potrebbe esercitare un influsso asimmetrico non lineare sulle sue decisioni di natura reale<sup>23)</sup>.

22) Cfr. il riquadro 2 in *Corporate finance in the euro area*, BCE, maggio 2007.

23) Cfr. il riquadro 4 in *Corporate finance in the euro area*, BCE, maggio 2007.



## I LEVERAGED BUYOUT E LA STABILITÀ FINANZIARIA

*Dal 2004 l'attività nel segmento delle acquisizioni con elevata leva finanziaria (leveraged buyout, LBO) del mercato del private equity dell'UE ha registrato una considerevole espansione, con i valori delle transazioni che hanno raggiunto nel 2006 livelli analoghi a quelli osservati negli Stati Uniti, un mercato tradizionalmente più rilevante. Anche la portata delle singole operazioni è significativamente aumentata e, nel contempo, la leva finanziaria implicata nelle transazioni è cresciuta in misura considerevole. Il presente articolo analizza i principi concettuali e le caratteristiche delle transazioni di LBO, elementi importanti per comprendere il funzionamento del relativo mercato. Sulla base dei risultati di una recente indagine condotta dal Comitato per la vigilanza bancaria (Banking Supervision Committee, BSC) del SEBC, esso poi analizza e valuta i rischi principali che insorgono per le banche per effetto del loro coinvolgimento nelle transazioni di LBO. Esso passa altresì in rassegna i rischi associati ai prestiti sindacati e ai meccanismi di trasferimento del rischio di credito (Credit Risk Transfer, CRT), su cui fanno affidamento le banche per distribuire ad altri investitori le esposizioni verso gli LBO in modo da ridurre le proprie a livelli congrui, nonché ne vaglia il potenziale impatto sulla stabilità del sistema finanziario mondiale.*

### I INTRODUZIONE

I concetti di *leveraged buyout* e attività di *private equity* sono spesso usati come sinonimi, il che è in qualche misura inappropriato in quanto il mercato degli LBO è un segmento di quello del *private equity*. Né è corretto affermare che il mercato del *private equity* fornisca capitali (a medio e a lungo termine) alle sole società non quotate su un mercato azionario (*public equity market*). I fondi di *private equity* sono in genere dedicati all'acquisizione di società allo scopo di migliorarne l'efficienza operativa e la struttura finanziaria. Benché inizialmente la grande maggioranza delle società obiettivo non fosse quotata in mercati azionari, dal 2005 sono diventati sempre più comuni gli investimenti in società quotate che vengono successivamente tolte dal listino (transazioni *public-to-private*).

Il mercato del *private equity* comprende diversi tipi di finanziamento fra cui si possono annoverare il finanziamento dell'avvio di nuove società, il sostegno alla crescita di società esistenti e l'aumento del potenziale operativo di società ben avviate e/o con risultati insoddisfacenti. In termini generali, i fondi di *private equity* possono essere classificati, in base alle condizioni delle società in cui investono, come fondi di *venture capital*, fondi per acquisizione in blocco (*buyout funds*) o fondi specializzati in società in dissesto finanziario (*distressed funds*). Nel 2006 oltre l'80 per cento dei ca-

pitali raccolti dai fondi di *private equity* sono stati dedicati a LBO<sup>1)</sup>. Analogamente, secondo i dati preliminari compilati dalla European Private equity and Venture Capital Association (EVCA), nel 2006 sono stati destinati ai *buyout* 71 miliardi di euro su 90 miliardi raccolti complessivamente dai fondi europei di *private equity*. In una prospettiva di stabilità finanziaria, la decisione di concentrare la supervisione sul segmento degli LBO del mercato del *private equity* non deriva unicamente dalla sua entità ma anche dal livello significativo di coinvolgimento delle banche nel finanziamento degli LBO. Di contro, il coinvolgimento del settore bancario nel fornire *venture capital* e nel finanziare società in dissesto finanziario tende a essere più limitato in virtù del fatto che queste imprese comportano in genere un livello di rischio più elevato.

Il presente articolo fornisce una panoramica generale del mercato degli LBO nell'UE e una valutazione dei rischi ai quali l'attività di LBO può esporre il sistema bancario (soprattutto attraverso esposizioni dirette) e il sistema finanziario nel suo complesso (attraverso rischi di mercato). La sezione 2 presenta le caratteristiche dell'attività di LBO; la sezione 3 analizza i rischi diretti per il settore bancario basandosi su un'indagine condotta dal BSC sull'esposizione

1) Dati riportati in Standard & Poor's, *European Leveraged Buyout Review*, quarto trimestre del 2006.

nel 2006 delle banche all'attività di LBO nell'UE<sup>2)</sup>. La sezione 4 analizza i rischi di mercato generati dalle transazioni di LBO che possono indirettamente interessare le banche e altri operatori di mercato. Nella sezione 5 sono riportati i recenti andamenti nel mercato statunitense dei mutui ipotecari ad elevata rischiosità (*sub-prime mortgage*) e si individuano alcuni parallelismi fra le caratteristiche di questo mercato e quelle del mercato dei prestiti a elevata leva finanziaria (*leveraged loan market*), che allo stato attuale è un *driver* importante dell'attività di LBO. La sezione 6 contiene le conclusioni.

## 2 IL MERCATO DEI LEVERAGED BUYOUT

Dal 2003 una robusta crescita economica combinata a un'inflazione contenuta hanno garantito condizioni particolarmente favorevoli sui mercati finanziari mondiali, caratterizzati da bassi tassi di interesse e modesta volatilità. Tale contesto ha incoraggiato la ricerca di profili di rischio-rendimento più aggressivi fra i vari operatori di mercato. Ha altresì offerto consistenti opportunità di indebitamento per il settore societario, cui sono stati offerti più elevati livelli di leva finanziaria, a basso costo e in termini piuttosto favorevoli. Nel 2006 le transazioni di LBO promosse dal *private equity* hanno registrato a livello mondiale un importo circa doppio rispetto a quello del 2005, raggiungendo oltre i 650 miliardi di dollari statunitensi. Il volume complessivo di LBO promossi dal *private equity* ha rappresentato più del 17 per cento del mercato mondiale di fusioni e acquisizioni, a fronte di una quota pari a solo il 3 per cento nel 2000<sup>3)</sup>. A differenza delle operazioni degli *hedge fund* (anch'esse spesso comportano transazioni di LBO), presenti prevalentemente negli Stati Uniti, l'attività di LBO mondiale si suddivide quasi equamente fra i mercati statunitensi e dell'UE in termini di volumi di transazioni. Nel 2006 il volume delle transazioni di LBO nell'UE (pari a 225 miliardi di dollari circa) è equivalso a quello degli Stati Uniti, per il crescente interesse degli investitori nel mercato inutilizzato dell'UE<sup>4)</sup>.

Le strutture patrimoniali coinvolte nel finanziamento delle transazioni di *private equity*

possono comprendere sia l'indebitamento sia il capitale di rischio. Il credito è solitamente offerto dalle banche, mentre il capitale di rischio è fornito dai fondi di *private equity* che raccolgono i capitali attraverso, ad esempio, fondi di fondi, fondi pensione o fondi di investimento. Il capitale è raccolto su mercati privati anziché su quelli aperti al pubblico, di qui la denominazione di "*private equity*".

In termini generali, un LBO (a differenza di una fusione o acquisizione societaria tradizionale) può essere definito come un'operazione che comprende l'acquisizione, amichevole od ostile, di una società in cui è utilizzato un ammontare significativo di debito (obbligazioni o prestiti) per far fronte al costo dell'acquisizione. Oltre alle attività del fondo di *private equity* acquirente che ha promosso l'azione, come garanzia per questi prestiti sono in genere utilizzate le attività della società obiettivo. Gli obiettivi ideali degli LBO sono aziende che generano flussi di cassa elevati e costanti e che hanno attività facilmente utilizzabili come collaterale<sup>5)</sup>. Il debito solitamente è iscritto nel bilancio della società obiettivo e l'effettiva disponibilità di cassa (*free cash flows*) della società obiettivo è usata per il rimborso del debito. Nel complesso, gli LBO consentono ai fondi promotori di *private equity* di effettuare considerevoli acquisizioni senza dover impegnare un importo considerevole del capitale proprio.

Il finanziamento di un progetto di LBO comprende tendenzialmente le seguenti fasi. In primo luogo, i *general partner*, che sono i gestori del fondo di LBO (o promotori), investono i propri capitali in un fondo di *private equity* e raccolgono capitale di rischio attraverso investitori istituzionali o *limited partner*. I *general partner*

2) Cfr. BCE, *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*, aprile 2007.

3) Informazioni provenienti da *Marketview Research*.

4) Cfr. Standard & Poor's, *Leveraged Commentary & Data*, 2006.

5) Le transazioni recenti hanno coinvolto in misura crescente società obiettivo prive di questa caratteristica (a seguito dell'accresciuta concorrenza relativa agli obiettivi di LBO), spesso dando luogo a un livello di rischio più elevato per l'operazione complessiva di LBO.

possono anche investire i fondi in attività alternative nella fase della ricerca di società obiettivo, ma essi devono essere investiti in genere entro un determinato periodo. I *general partner* (che possono anche avere una responsabilità illimitata ai fini degli obblighi della *partnership*) contribuiscono solitamente con il 3-5 per cento al capitale di rischio del fondo, mentre i *limited partner* (che non possono perdere più dell'importo investito nel fondo) si impegnano a fornire la maggior parte del capitale di rischio (fra il 95 e il 97 per cento). I *general partner*, o gestori del fondo, sono responsabili sia di effettuare gli investimenti sia di partecipare nella gestione delle società obiettivo; sono spesso un gruppo di esperti complementari per formazione, ivi compresi esperti tecnici del settore di attività della società obiettivo e specialisti finanziari. I *limited partner* sono in genere investitori istituzionali come fondi pensione, fondi di investimento, *hedge fund*, compagnie di assicurazioni, fondazioni, persone fisiche con elevata ricchezza netta e, in misura minore, banche. Una volta individuate le società obiettivo, si raccolgono i finanziamenti mediante ricorso al credito, in genere presso le banche, che successivamente distribuiscono le proprie esposizioni creditizie alla più ampia comunità di investitori.

I fondi di *private equity* sono raccolti generalmente con un orizzonte atteso di circa dieci anni e sono investiti in numerose società obiettivo (che sono così acquisite). I *general partner* tendono a investire il capitale impegnato nel fondo nei primi cinque anni di vita del fondo stesso, in modo da lasciare sufficiente tempo per migliorare la *performance* di ciascuna delle società acquisite e organizzarne la cessione. L'aspettativa di successo di un potenziale progetto di LBO dipende dalla capacità della società obiettivo di generare flussi di cassa futuri. Anche la strategia di uscita è una determinante importante dell'eventuale successo di un investimento di LBO, dato il ruolo critico che essa svolge nel determinare il rendimento finale dei fondi investiti. Le uscite più comuni dalle operazioni di LBO sono la cessione ad altri fondi di *private equity*, la quotazione su un mercato (IPO) – attraverso cui la società obiettivo è immessa sul

mercato della borsa valori –, la vendita a società intenzionate ad acquisire la società obiettivo o la ricapitalizzazione. Dopo l'uscita, i proventi dell'operazione sono distribuiti fra i *general* e i *limited partner*.

Quanto ai fornitori di debito nelle transazioni di LBO, è importante notare che il rapporto fra debito e capitale di rischio ha mostrato la tendenza ad aumentare negli ultimi tre anni, contribuendo così all'accresciuta leva finanziaria delle transazioni. Nelle operazioni europee di elevate dimensioni, il capitale di rischio ha spesso rappresentato solo il 20 per cento circa della struttura patrimoniale delle transazioni di LBO concluse nel 2006<sup>6)</sup>. I rendimenti attesi per i titolari del credito dipendono dalla rispettiva posizione nella struttura di privilegi nel rimborso del debito (*seniority*). La struttura delle passività di un'operazione di LBO può essere suddivisa in debito *senior* e debito subordinato, dove ciascuna categoria generalmente comprende numerosi strumenti diversi. Il debito *senior* comprende prestiti *senior*, che consistono in linee di credito (*revolving facility*), prestiti a termine di categoria A, B, e C, e *bridge loan*; il debito subordinato è spesso costituito da prestiti *second-lien*, mezzanini, obbligazioni a elevato rendimento e prestiti *payment-in-kind* (PIK), di cui questi ultimi contemplano elementi con caratteristiche analoghe al capitale di rischio<sup>7)</sup>. Una caratteristica comune delle attuali strutture di debito sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro sembrerebbe la quota crescente di finanziamento degli LBO sotto forma di prestiti a elevata leva finanziaria (*leveraged loans*), che in genere comprendono le *tranche* B e C dei prestiti *senior*, di solito con struttura priva di piani di ammortamento (*non-amortising*)<sup>8)</sup>, nonché il debito *second-lien* e quello mezzanino. A loro volta, le banche solitamente vendono prestiti ad elevata leva finanziaria ad altre banche e investitori istituzionali.

6) Cfr. BCE, "Accounting for rising leveraged buyout activity", *Financial Stability Review*, giugno 2007.

7) Per una descrizione più dettagliata di questi strumenti di debito cfr. BCE, op. cit., aprile 2007.

8) Un prestito *non-amortising* (o *bullet*) è un prestito con pagamento *una tantum* di capitale e interessi alla scadenza.

### 3 RISCHI PER LE BANCHE DERIVANTI DALL'ESPOSIZIONE DIRETTA AL MERCATO DEGLI LBO

La rapida crescita degli LBO promossi da fondi di *private equity* in atto dal 2004 ha attirato un'attenzione notevole da parte degli osservatori del mercato, delle banche centrali e delle autorità responsabili della regolamentazione prudenziale, soprattutto in ragione del ruolo importante che svolgono le banche quali fornitori di credito nelle transazioni di LBO. Il fatto che la leva finanziaria nelle transazioni di LBO sia costantemente aumentata negli ultimi anni ha alimentato ulteriormente l'interesse nel coinvolgimento delle banche in queste operazioni.

In aprile la BCE ha pubblicato un rapporto, elaborato dal Comitato per la vigilanza bancaria, sull'esposizione delle grandi banche all'attività di LBO nell'UE, basato su un'indagine che comprendeva 41 banche<sup>9)</sup>. L'indagine è stata condotta nel giugno 2006 e ha presentato la situazione in due momenti diversi, ovvero nel giugno 2005 e nel giugno 2006. Delle 41 banche interpellate, 30 avevano sede nell'UE<sup>10)</sup>, mentre 11 erano banche a livello internazionale (di Stati Uniti, Svizzera e Giappone) attive nel mercato degli LBO dell'UE attraverso consociate nel Regno Unito. Fra i rischi compresi nelle transazioni di LBO, le banche partecipanti all'indagine hanno messo in evidenza l'intensa concorrenza nei livelli di leva finanziaria offerta ai promotori di *private equity* per il finanziamento di *buyout*, nonché la concorrenza dei prezzi e dell'estensione delle clausole contrattuali<sup>11)</sup> studiate per tutelare i creditori da variazioni della capacità di rimborso dei prenditori<sup>12)</sup>.

In termini generali, le banche possono essere esposte al mercato degli LBO attraverso tre canali principali, cioè le esposizioni creditizie derivanti dal finanziamento o dalla sottoscrizione di transazioni di LBO, i proventi diversi dagli interessi generati dall'organizzazione di operazioni di LBO (ad es. commissioni a compenso delle attività di consulenza e della predisposizione di pacchetti di finanziamento) nonché le esposizioni connesse a capitale di rischio e derivanti dall'investimento in capitale di rischio per proprio conto in fondi

di LBO o altri fondi che partecipano a LBO<sup>13)</sup>. Le esposizioni delle banche attraverso ciascuno di questi canali dipendono in larga misura dai rispettivi modelli operativi quali fornitori di finanziamenti a elevata leva finanziaria. Si possono individuare due approcci distinti: (1) il modello di "portafoglio" in cui i prestatori forniscono finanziamenti e intendono mantenere una quota significativa del debito sui propri libri contabili, guadagnando così sia i proventi da commissioni sia da interessi per il fatto di detenere queste posizioni; e (2) il modello di ricambio di capitale (*capital turnover*) o di "generazione e distribuzione" secondo cui gli erogatori di finanziamenti a elevata leva finanziaria spesso organizzano le transazioni e mirano a ridurre le proprie esposizioni in un breve periodo una volta completata la transazione. Le istituzioni che adottano quest'ultimo modello operativo si concentrano sui proventi da commissioni piuttosto che su quelli da interessi ed eliminano le esposizioni attraverso il mercato dei prestiti a elevata leva finanziaria (ad es. prestiti sindacati) o utilizzando i derivati creditizi. In realtà le banche potrebbero non seguire scrupolosamente l'uno o l'altro modello combinando caratteristiche di entrambi, come nel caso di numerose banche partecipanti all'indagine.

L'indagine ha confermato che le dimensioni medie delle transazioni di LBO erano notevolmente aumentate nei dodici mesi fino a giugno 2006.

9) Cfr. BCE, op. cit., aprile 2007.

10) I paesi dell'UE coinvolti erano Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Svezia e Regno Unito.

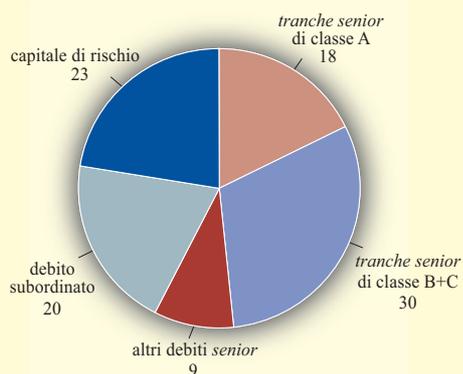
11) Le clausole contrattuali sono accordi che impongono restrizioni al comportamento del debitore, spesso sulla base di indicatori specifici, in modo da limitarne la possibilità di incrementare il rischio di credito oltre predeterminati parametri; l'inosservanza della clausola contrattuale può consentire al prestatore di revocare il prestito.

12) In termini storici, i prestiti erano soggetti a clausole di mantenimento (clausole sottoposte a costante verifica), mentre le obbligazioni erano soggette a clausole di evenienza (clausole sottoposte a verifica solo all'occorrenza di un evento). Più di recente, i prestiti sono stati sempre più concessi con clausole di evenienza del genere obbligatorio, o con caratteristiche di "clausole ridotte", secondo cui i prestiti sono soggetti a clausole di evenienza, anziché di mantenimento.

13) Un altro canale (di natura più macroeconomica) riguarda la possibilità che le transazioni di LBO possano incrementare la leva finanziaria delle società obiettivo con prestiti in essere da svariate banche. La transazione di LBO potrebbe incrementare i rapporti di leva finanziaria oltre i livelli ottimali per tali banche.

**Figura 1** Struttura del capitale delle transazioni di LBO nel giugno 2006

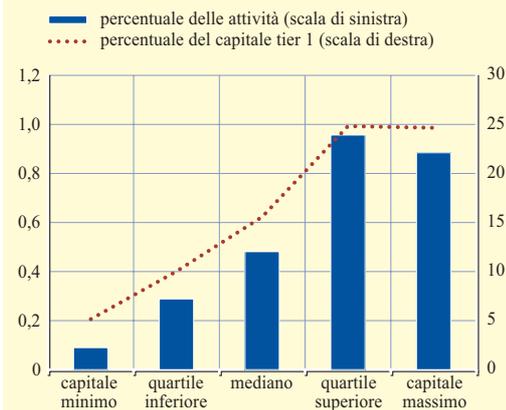
(quote percentuali)



Fonte: Comitato per la vigilanza bancaria.

Nota: in base alle cinque maggiori transazioni di LBO indicate da ciascuna banca interpellata nei dodici mesi fino a giugno 2006. La *tranche A* è il tipo più sicuro di debito *senior* e in genere ha un piano di ammortamento fisso; la *tranche B*, invece, comprende un debito *senior* di secondo grado di norma strutturato in modo *non-amortising*; la *tranche* di tipo C copre il debito *senior* di grado più basso, anch'esso con struttura *non-amortising*.

**Figura 2** Esposizione verso l'attività di LBO delle banche dell'UE nel giugno 2006



Fonte: Comitato per la vigilanza bancaria.

Nota: in base all'esposizione totale netta delle banche dell'UE.

Quasi il 60 per cento del *capital turnover* rispetto al credito di LBO delle banche nel giugno 2006 riguardava importanti operazioni di oltre 1 miliardo di euro. Il debito *senior* (ovvero il debito che viene rimborsato in via prioritaria rispetto ad altri titoli obbligazionari) è stato di gran lunga l'elemento più importante nella struttura patrimoniale delle transazioni (rappresentandone quasi il 60 per cento; cfr. figura 1), mentre le *tranche senior non-amortising* di tipo B e C hanno rappresentato il 30 per cento del capitale complessivo.

Benché ancora parte del debito garantito, le *tranche dei prestiti non-amortising*, generalmente rimborsati interamente alla scadenza, implicano necessariamente un rischio di credito superiore per i prestatori e rendono le esposizioni sensibili ai risultati macrofinanziari per diversi anni. Contestualmente a pacchetti ridotti di clausole contrattuali, il fatto che, nel caso di questo tipo di struttura del prestito, l'onere per il servizio del debito delle società obiettivo possa ridursi significativamente nei primi anni può anche ritardare l'individuazione di problemi finanziari negli LBO. Inoltre, gli indicatori della leva finanziaria, come il rapporto del credito rispetto al capitale di ri-

schio, il rapporto fra il debito e l'utile al lordo di interessi passivi, imposte e ammortamenti e il rapporto fra il prezzo della transazione e l'utile appena indicato, sono aumentati nell'intera gamma da giugno 2005 a giugno 2006. Inoltre, non vi sono stati segnali successivi di flessione nel 2007<sup>14)</sup>.

Quanto alle esposizioni creditizie dirette delle banche, l'indagine ha tuttavia rivelato che il debito riconducibile a LBO mantenuto in bilancio ha rappresentato una proporzione relativamente modesta delle attività totali o dei fondi propri delle banche. Pertanto, l'argomentazione che queste esposizioni potrebbero porre rischi al sistema bancario o finanziario non trova conferma nei risultati dell'indagine. Per i tre quarti delle banche dell'UE partecipanti all'indagine, le esposizioni riconducibili a LBO rappresentavano meno dell'1 per cento dell'entità totale del bilancio e il valore mediano del debito di LBO in rapporto alle attività *tier 1* era pari al 15 per cento, toccando in pochi casi il 25 per cento (cfr. figura 2). Vi sono anche

14) Cfr. Standard & Poor's, *Leveraged Commentary & Data*, LCD EuroStats, maggio 2007.

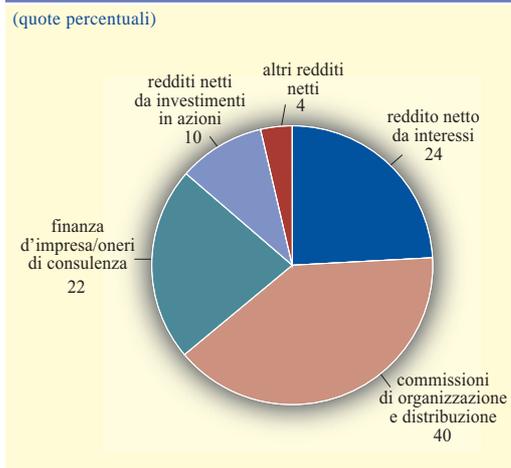
state indicazioni che le esposizioni sono concentrate prevalentemente sulle cinque maggiori operazioni delle banche. Per le banche con approccio di “*capital turnover*”, in particolare, il valore mediano delle esposizioni alle cinque transazioni più importanti in rapporto al portafoglio di LBO era appena inferiore al 60 per cento.

Stando ai risultati dell’indagine, gli investimenti azionari da parte delle banche in transazioni di LBO sono risultati alquanto contenuti. Le esposizioni azionarie possono derivare da investimenti azionari in fondi di LBO o da altri fondi esposti all’attività di LBO, oppure da investimenti condivisi nella quota azionaria delle transazioni di LBO <sup>15)</sup>.

Quanto alle esposizioni connesse con i compensi delle banche alle transazioni di LBO, l’indagine ha indicato che molte banche ottengono proventi significativi dalle commissioni su attività connesse agli LBO. Le banche con approccio di “*capital turnover*”, in particolare, hanno confermato la loro attenzione a proventi diversi dagli interessi, affermando che ricavano il 40 per cento dei proventi complessivi per LBO da commissioni di predisposizione e distribuzione nonché oltre il 20 per cento da oneri di consulenza (cfr. figura 3). Anche una parziale dipendenza da introiti non provenienti da interessi e connessi agli LBO suggerisce che un rallentamento del mercato potrebbe avere un impatto negativo sui flussi di reddito di queste istituzioni. Tuttavia, sembra improbabile che uno scenario avverso per i compensi sia di per sé sufficiente a generare effetti sistemici dal momento che i proventi generati dalle transazioni di LBO hanno rappresentato una frazione solo modesta dei proventi complessivi <sup>16)</sup>.

Le banche interpellate hanno indicato che la *due diligence*, l’analisi del credito e la capacità di organizzare prestiti sindacati e di distribuire il rischio del credito sono elementi essenziali nella valutazione dei rischi associati all’erogazione di prestiti per LBO. Le banche che hanno organizzato i prestiti sindacati hanno in genere osservato la *due diligence*, mentre le banche che ne hanno preso parte si sono spesso affidate in larga misura alla *due diligence* esterna. Tuttavia,

**Figura 3** Struttura del reddito netto delle banche con approccio di “*capital turnover*” nel giugno 2006



Fonte: Comitato per la vigilanza bancaria.  
Nota: le banche con approccio di “*capital turnover*” rappresentavano un quarto di tutte le banche interpellate.

le banche hanno considerato essenziale condurre la propria analisi del credito, allo scopo di determinare sia il livello di indebitamento cui potevano far fronte le società obiettivo in scenari avversi sia la capacità della banca di ridurre le esposizioni a livelli congrui.

Secondo la percezione delle banche, la loro capacità di trasferire le esposizioni creditizie acquisite dipende in larga misura dal clima di fiducia del mercato in relazione al debito degli LBO, che potrebbe significativamente peggiorare nel caso di un evento creditizio avverso o di un’inadempienza anticipata di una società obiettivo. La più importante fonte di rischio per le banche identificata dall’indagine ha riguardato il rischio di “stoccaggio” o sottoscrizione qualora il mercato degli

15) Tuttavia, i risultati dell’indagine possono aver sottovalutato l’erogazione di capitale di rischio da parte delle banche per transazioni di LBO dal momento che le attività di queste strutture separate potrebbero non essere state consolidate nelle risposte delle banche, soprattutto nel caso delle consociate di banche non appartenenti all’UE. Le consistenze totali delle esposizioni azionarie nel giugno 2006 ammontavano a 12 miliardi di euro, a fronte delle consistenze di esposizioni creditizie pari a 100 miliardi di euro.

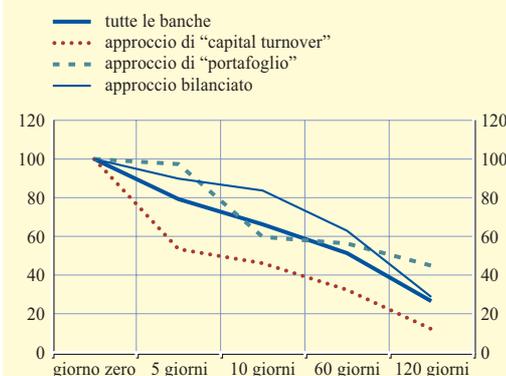
16) Ancorché la dispersione fosse significativa fra le banche, nel giugno 2006 i proventi da LBO rappresentavano più del 5 per cento dei proventi complessivi solo per un quarto delle banche dell’UE partecipanti all’indagine.

LBO dovesse subire un rallentamento marcato e inatteso. Il rischio deriva da ampie concentrazioni di credito per LBO cui le banche sottoscrittrici, soprattutto quelle più vicine all'approccio di "capital turnover", sono esposte dal giorno in cui si impegnano a finanziare la transazione di LBO fino al suo completamento, nonché per tutto il processo di distribuzione del credito al mercato. L'indagine ha rivelato che, in media, il periodo di tempo dall'impegno di una banca a fornire i fondi fino alla finalizzazione della transazione (ovvero l'esecuzione del trasferimento della liquidità) era di 60 giorni. Una volta finalizzata la transazione, il credito relativo all'LBO può essere collocato nel mercato. Tuttavia, l'indagine ha rivelato che anche l'arco temporale per distribuire le esposizioni creditizie al mercato tende a essere piuttosto lungo. I risultati dell'indagine hanno mostrato altresì variazioni significative nella velocità con cui le banche riuscivano a distribuire ulteriormente le proprie esposizioni, anche in questo caso di riflesso soprattutto ai rispettivi modelli operativi (cfr. figura 4).

La figura 4 mostra che i profili di distribuzione del debito per l'attività di LBO delle banche non seguono rigorosamente l'andamento atteso per i modelli "portafoglio" o "capital turnover" dal

**Figura 4 Riduzione delle esposizioni nel tempo, per modello operativo, nel giugno 2006**

(quote percentuali)



Fonte: Comitato per la vigilanza bancaria.

Nota: in base alle cinque maggiori transazioni di LBO indicate da ciascuna banca interpellata nei dodici mesi fino al giugno 2006. Un numero significativo di banche del campione ha classificato il proprio come un approccio bilanciato che combina caratteristiche degli approcci di "portafoglio" e di "capital turnover".

momento che, in media, tutte le banche eliminano le esposizioni creditizie per LBO. Le banche con approccio di "capital turnover" distribuiscono mediamente il 50 per cento delle esposizioni entro cinque giorni dalla finalizzazione di una transazione, il che può essere considerato alquanto efficiente. Tuttavia, se l'obiettivo deve essere quello di distribuire le esposizioni nella loro totalità, il processo potrebbe impiegare più di quattro mesi. Aggiungendo il tempo di esecuzione degli LBO, questo comporta, in media, un periodo di circa metà anno, con uno scarto temporale ancora maggiore per le banche che seguono modelli operativi alternativi.

#### 4 RISCHI INDIRETTI: IL RICORSO AL TRASFERIMENTO DEL RISCHIO DI CREDITO PER L'ATTIVITÀ DI LBO

Benché sia evidente dai risultati dell'indagine del BSC che le esposizioni dirette al rischio che interessano le grandi banche per le transazioni di LBO nell'UE siano limitate, sussistono motivi importanti per cui occorre una certa cautela nel trarre queste conclusioni. Essi sono connessi principalmente al ruolo svolto dai mercati per il CTR che sostengono i meccanismi di copertura e distribuzione del credito utilizzati dalle banche per limitare le esposizioni al relativo rischio. Di fatto, si può argomentare che la maggior parte delle banche (sia quelle con approccio di "portafoglio" sia, in particolare, quelle con approccio di "capital turnover") attive nel finanziamento mediante ricorso al credito di importanti transazioni di LBO non parteciperebbe a tali transazioni in assenza di un mercato ben funzionante che consenta loro di eliminare le esposizioni al rischio di credito.

Tuttavia, anche dopo il riuscito completamento dell'operazione, i meccanismi di CRT utilizzati per facilitare la distribuzione e copertura del debito possono far insorgere vari rischi. Questi possono essere classificati sostanzialmente in tre diverse categorie, ancorché si possano identificare anche rischi aggiuntivi. In primo luogo, i rischi connessi alle controparti insorgono dalla possibilità che la parte che assume l'esposizio-

ne al rischio di credito della banca non riesca, per un motivo qualsiasi, a ottemperare agli obblighi contrattuali. In secondo luogo, possono concretizzarsi rischi operativi se il mercato dei derivati del credito non riesce a funzionare in maniera adeguata in determinate condizioni di mercato. Infine, possono insorgere rischi di natura giuridica dopo il fallimento di un'impresa di LBO se le varie parti che avevano acquisito le esposizioni al progetto di LBO nel mercato CRT hanno obiettivi molto diversi e incentivi a perseguire un processo di risoluzione delle crisi di solvibilità (o ristrutturazione). Questi rischi sono approfonditi di seguito.

Quanto ai rischi connessi alle controparti, nel contesto del finanziamento delle transazioni di LBO le controparti immediate per le banche sono il fondo di *private equity* e la società obiettivo. Una volta che gli accordi contrattuali per la transazione della sottoscrizione del debito sono stati completati, tuttavia, le banche iniziano a eliminare le esposizioni per prestiti sul mercato secondario utilizzando canali di CRT. In questo processo, il numero e la varietà delle controparti aumentano considerevolmente: fra le parti acquirenti delle esposizioni creditizie per LBO si possono contemplare altre banche, compagnie di assicurazioni, fondi pensione, investitori di portafoglio crediti e *hedge fund*.

Le varie controparti dei mercati secondari per il credito sono in genere interessate ad acquistare diverse tipologie di prestiti, a seconda dei profili specifici di rischio-rendimento. Pertanto, gli investitori con spiccate strategie di *buy-and-hold* e/o limiti per il livello di rischio che possono assumere (ad es. banche, fondi pensione e compagnie di assicurazioni) spesso investono nei segmenti dei prestiti più *senior* (i meno rischiosi). D'altro canto, gli investitori che cercano di massimizzare i rendimenti sugli investimenti, come gli *hedge fund* e i gestori di grandi portafogli crediti, potrebbero preferire le *tranche* più subordinate del prestito. Va notato, tuttavia, che il mercato dell'UE per i prestiti di LBO si sta evolvendo rapidamente e che è sempre più difficile classificare la domanda degli investitori secondo i profili di rischio-rendimento "tradizionali".

Nel caso in cui si concretizzino rischi connessi alle controparti, la banca sottoscrittente potrebbe trovarsi esposta a un rischio imprevisto. L'emergere di esposizioni a rischi inattesi potrebbe comportare una revisione degli utili attuali e passati della banca, potrebbe avere conseguenze avverse sulla redditività e sulla quotazione azionaria della stessa e potrebbe, in casi estremi, incidere sul patrimonio della banca. Per evitare scenari così avversi, le banche attive nel finanziamento di LBO dovrebbero accertarsi che le esposizioni creditizie che sono scaricate dal bilancio siano valutate in misura adeguata per riflettere possibili variazioni del contesto operativo dell'impresa di LBO per l'intera durata del prestito. Inoltre, dopo che le esposizioni al rischio di credito sono state sottoposte a copertura o vendite, rimane di importanza fondamentale un costante monitoraggio da parte delle banche delle attività e della solidità finanziaria sia dei prenditori sia delle controparti delle banche nel mercato secondario per il debito.

Quanto ai rischi operativi, dal momento che le tecniche di gestione dei rischi utilizzate dalle banche attive nel finanziamento di LBO sono caratterizzate da un ampio ricorso ai derivati sul credito, la robustezza dell'infrastruttura del mercato dei derivati diventa essenziale per assicurare il corretto funzionamento dei processi di copertura. La grande maggioranza di tutte le transazioni in derivati ha luogo in mercati *over-the-counter* (OTC) dove molti degli strumenti scambiati sono irrevocabili e non standardizzati<sup>17)</sup>. A fronte del contesto di un mercato incremento dei volumi di scambio negli anni recenti, sono stati evidenziati problemi dell'infrastruttura del mercato OTC che hanno contribuito ad moltiplicarsi della documentazione di supporto e a un accumulo di scambi non confermati. Tali distorsioni potrebbero creare strozzature nel sistema in situazioni in cui i volumi di scambio hanno un'inattesa impennata, come i casi

17) Ciò comporta, fra l'altro, che un contratto di derivati, una volta emesso, può essere annullato solo emettendo un contratto che assume una posizione opposta a quella espressa nella transazione originaria, moltiplicando così il numero di transazioni richieste nel mercato.

in cui diversi investitori desiderano riassorbire contemporaneamente le posizioni di copertura. In risposta a questi timori, le banche centrali, le autorità di vigilanza e gli operatori di mercato di importanti centri finanziari hanno assunto iniziative per evitare che si concretizzino tali rischi. Tuttavia, la rapida crescita e l'innovazione dei prodotti dei mercati dei derivati impongono il costante aggiornamento delle prassi in modo da garantire un regolare funzionamento del mercato in qualsiasi circostanza.

I rischi di natura giuridica costituiscono un rischio latente connesso alla condivisione delle esposizioni al rischio di credito derivanti dagli LBO, resa possibile dai meccanismi di CRT. Gli osservatori del mercato hanno segnalato che la risoluzione delle crisi di solvibilità dopo il fallimento di progetti di LBO potrebbe diventare sostanzialmente più complicata di quanto tenda a essere in un'erogazione di prestiti con rapporto tradizionale. Al contrario di quest'ultima, dove il creditore è una banca o un gruppo di banche con una lunga storia di finanziamento della società, le controparti nel processo di risoluzione dei crediti nel finanziamento di LBO possono essere istituzioni che hanno acquisito esposizioni nel mercato secondario e che possono avere preferenze, incentivi e orizzonti di investimento piuttosto diversi fra loro. Inoltre, nel caso delle transazioni di LBO che comportano elementi transfrontalieri, il fatto che il debitore e i vari creditori possano operare nel quadro di molteplici legislazioni fallimentari può ulteriormente complicare le procedure.

A titolo di esempio, si può immaginare, da un lato, un *hedge fund* che ha comprato la *tranche* meno *senior* (capitale di rischio) del pacchetto di finanziamento del debito dell'LBO e, di conseguenza, sarebbe la prima parte colpita dalle tensioni finanziarie della società obiettivo dell'LBO. Nel contempo, la natura spesso a breve termine della struttura di finanziamento potrebbe non consentirgli di sostenere perdite oltre il breve termine, suggerendo che potrebbe essere piuttosto propenso a spingere la società verso la liquidazione in una fase iniziale al fine di recuperare almeno una parte della perdita. Dall'altro lato, le banche e i fondi pensione sono in

genere investitori a lungo termine con bilanci e fonti di finanziamento stabili che comprano le *tranche* più *senior* e che potrebbero essere incentivati a consentire che la società ristrutturati il debito e continui l'operatività. Non è del tutto chiaro a priori come tali differenze verrebbero risolte in maniera ordinata in un contesto di mercato potenzialmente in rapida evoluzione.

#### 5 RISCHI INSITI NEI MERCATI DEI TITOLI GARANTITI DA ATTIVITÀ DI LBO

Una determinante importante della domanda di prestiti generata dalle transazioni di LBO è stata l'innovazione finanziaria che raggruppa obbligazioni ad alto rendimento, spesso di scarsa qualità di credito, e fraziona il flusso di cassa in *tranche* con esposizione variabile al rischio di credito. Tali strumenti comprendono i titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*, ABS) e i titoli di debito obbligazionari garantiti (*collateralised debt obligations*, CDO). I CDO il cui insieme delle garanzie consiste in prestiti bancari, anziché titoli obbligazionari, sono chiamati prestiti obbligazionari garantiti (*collateralised loan obligations*, CLO). L'elevata domanda di tali prodotti negli anni recenti è stata in parte sospinta dai bassi rendimenti su molte attività finanziarie tradizionali come le obbligazioni. Le *tranche* più *senior* di CDO e CLO sono protette contro l'insolvenza da quelle meno *senior*, che assorbono le prime perdite di credito nel complesso delle attività. Di conseguenza, le *tranche* privilegiate possono conseguire *rating* molto elevati, nonostante il fatto che le attività sottostanti nell'insieme delle garanzie possano essere quotate al di sotto dell'*investment grade*. Di riflesso al grado di rischio di insolvenza relativo, le varie *tranche* producono un premio di rendimento oltre al tasso di mercato. Gli investitori di tali prodotti sono spesso compagnie di assicurazioni e fondi pensione propensi a trovare attività che soddisfino il loro profilo di rischio e forniscano, nondimeno, rendimenti sufficientemente superiori a quelli sui titoli di Stato a lungo termine. Tuttavia, molti osservatori di mercato hanno segnalato che gli elevati *rating* concessi per prodotti di credito strutturati non riescono a tener conto del fatto

che, in qualità di strumenti a elevata leva finanziaria, anche i CDO e i CLO sono soggetti a un rischio di mercato, talvolta significativo, e che potrebbero far fronte a problemi di illiquidità in condizioni di scambio meno favorevoli.

Negli Stati Uniti, le obbligazioni generate dalla cartolarizzazione dei cosiddetti mutui ipotecari ad alto rischio (*sub-prime mortgage*)<sup>18), 19)</sup> sono state attività popolari da includere nell'insieme delle garanzie dei CDO. I prestiti originati nel quadro di transazioni di LBO (i cosiddetti prestiti a elevata leva finanziaria) sono attività popolari per il totale dei prestiti dei CLO. Entrambi i tipi di strumenti di debito hanno caratteristiche che forniscono, in apparenza, elementi costitutivi ideali per prodotti di credito strutturati. Le transazioni dei prestiti originali sono piuttosto "sicure" nel senso che i mutui ipotecari e i prestiti concessi alle società con flussi di cassa costanti (che sono spesso obiettivi di LBO) sono contratti a lungo termine che forniscono pagamenti di interessi costanti fino alla scadenza. Ciò è importante per i gestori di CDO/CLO dal momento che la sostituzione di obbligazioni e prestiti in sofferenza o in crisi di solvibilità è onerosa.

Nel corso del 2007 i mercati finanziari sono stati scossi dalle notizie che erano rapidamente aumentate le inadempienze per i mutui ipotecari di qualità non primaria concessi nel 2005 e nel 2006. I motivi alla base delle difficoltà di rimborso da parte dei prenditori sono stati principalmente prezzi delle abitazioni inferiori, pagamenti di interessi maggiori e ridotte possibilità di rifinanziamento. Dal momento che molte *tranche* di CDO non sono costantemente rapportate al mercato in ragione della illiquidità dovuta alla loro specificità, la determinazione dei prezzi di tali prodotti dipende da modelli complessi che spesso si basano su ipotesi restrittive (ovvero gli strumenti sono rapportati al modello). A seguito delle variazioni del contesto esterno che non sono state interamente considerate nei modelli di determinazione dei prezzi dei CDO, o che non sono state riflesse nelle brevi serie temporali dei dati storici utilizzati per calibrarli, gli assunti del modello sottostante il *rating*, la gestione del rischio e la determinazione dei prezzi per i prestiti di qualità non primaria

negli Stati Uniti sono venuti meno nel 2005 e nel 2006.

Il mercato mondiale dei prestiti a elevata leva finanziaria, ivi compreso un ampio segmento europeo, mostra alcune analogie con il mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria che potrebbero dar adito a timori per la stabilità finanziaria nel caso di una svolta avversa nel ciclo del credito. Gli elevati rapporti di leva finanziaria nei recenti *buyout* può essere paragonata a rapporti elevati fra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie in mutui ipotecari di qualità non primaria. Inoltre, la pratica della ricapitalizzazione dei dividendi, per cui i partner dell'LBO possono beneficiare della crescente valutazione di mercato delle società obiettivo, è analoga al rifinanziamento dei mutui ipotecari, che è stato un fattore importante a sostegno del mercato di qualità non primaria negli anni in cui erano in aumento i prezzi per gli immobili residenziali statunitensi. Dal momento che la concorrenza fra banche è stata notevole per l'attività di sottoscrizione e consulenza nel mercato degli LBO, i criteri di erogazione dei prestiti possono essere peggiorati e potrebbero essere state adottate strutture più favorevoli ai prenditori, come i contratti di debito a "clausole ridotte". Ciò è analogo ai mutui ipotecari a soli interessi e ammortamento negativo applicati all'attività di erogazione di prestiti di qualità non primaria. Sebbene si possa argomentare che alcuni di questi tipi di prassi migliorino il grado di standardizzazione del mercato, consentendo l'introduzione di indici negoziabili e strumenti di co-

18) I mutui ipotecari di qualità non primaria sono prestiti per l'acquisto di abitazioni concessi a prenditori privi o quasi di precedenti crediti e sono solitamente caratterizzati da elevati rapporti fra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie nonché da tassi di interesse variabili. L'istituzione che genera l'ipoteca vende successivamente i prestiti a banche di investimento, che li sottopongono a cartolarizzazione e vendono le obbligazioni in un mercato più ampio. I mutui ipotecari di qualità non primaria sono stati spesso concessi inizialmente a tassi di interesse "appetibili" che, dopo un determinato periodo di tempo, sono stati nuovamente fissati su livelli superiori.

19) Stando a Moody's, la quota media di attività di natura *sub-prime* sottostante all'insieme delle garanzie dei CDO è stata circa del 45 per cento nel 2006. Tuttavia, sussiste un'ampia gamma di CDO che sono scomposti in diverse categorie di rischio, con le meno rischiose che comprendono solo mutui ipotecari primari nel complesso delle garanzie, mentre altri potrebbero contenere fino all'80 per cento di prestiti di seconda qualità.

pertura come le operazioni di *loan credit default swap* (LCDS), essi potrebbero nel contempo consentire a società inefficienti di rimanere operative più a lungo di quanto sarebbe accaduto altrimenti senza dover dichiarare fallimento. Quando alla fine le società falliscono, i tassi di recupero per i creditori potrebbero essere peggiorati in maniera sostanziale.

Sussistono, senza dubbio, anche differenze importanti fra i due mercati: quella principale è che, a differenza dei prenditori nei mercati dei mutui ipotecari di qualità non primaria, quelli dei mercati dei prestiti a elevata leva finanziaria sono in genere più sofisticati in termini finanziari. Sono stati quindi in grado di favorire accordi che in molti casi li tutelerebbero dalle oscillazioni cicliche a breve termine. Nonostante queste strutture protettive, l'esperienza nei mercati dei mutui ipotecari di qualità non primaria potrebbe fornire un'illustrazione di come il mercato dei prestiti a elevata leva finanziaria potrebbe evolversi in un più ampio rallentamento del mercato del credito. Dal momento che molte transazioni recenti di LBO potrebbero essere state effettuate con l'aspettativa di un ulteriore incremento dei prezzi di acquisto che consentirebbe alle operazioni di essere rapidamente rifinanziate, una flessione del mercato potrebbe esporre molte operazioni a condizioni di mercato che non erano state prese in considerazione nelle transazioni originali in termini di prezzo. Ad esempio, tassi di interesse di mercato più elevati potrebbero diminuire la copertura delle operazioni esistenti, spingendo forse alcuni di essi all'insolvenza<sup>20</sup>. Inoltre, nei casi in cui è previsto il rimborso dei prestiti degli LBO alla fine del prestito (sistemi di ammortamento all'estinzione), gli utili non distribuiti e i flussi di cassa delle società obiettivo potrebbero rivelarsi insufficienti ai fini del servizio del debito se il contesto economico dovesse peggiorare allo scadere del termine per il rimborso.

## 6 CONCLUSIONI

Nel cercare di valutare il rischio per la stabilità finanziaria che deriva dal mercato degli LBO, è importante considerare la misura in cui i rischi

di un rallentamento di questo mercato possono avere conseguenze sistemiche. Sebbene le esposizioni creditizie dirette delle banche alle transazioni di LBO sembrano limitate, dal momento che la maggior parte del credito viene eliminata attraverso strumenti di CRT o cartolarizzazione, è considerevole l'incertezza sull'identità dei detentori finali del rischio di credito degli LBO distribuito. Tuttavia, se l'esperienza del mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria può fornire una qualche guida, è probabile che l'impatto sulle banche di un rallentamento del mercato si manifesti in varie fasi. In primo luogo potrebbero essere interessate le banche che mantengono esposizioni dirette nei progetti di LBO (attraverso capitale di rischio o credito diretto) nei propri bilanci. Le conseguenze sistemiche potenziali emergerebbero, quindi, in modi analoghi a quelli nel caso di un improvviso peggioramento della qualità del portafoglio prestiti a società di una grande banca. In particolare, i rischi per la stabilità finanziaria dipenderebbero principalmente dall'adeguatezza dei margini finanziari della banca interessata e dall'importanza della stessa per il sistema finanziario più ampio, ad esempio, attraverso i mercati interbancari. Il secondo impatto potrebbe essere trasmesso attraverso i rischi connessi alle controparti nel mercato di CRT, nella misura in cui alcune istituzioni che hanno acquisito un'esposizione al rischio di credito potrebbero non essere in grado di far fronte a perdite oltre il breve termine. Dato il ruolo significativo dei mercati di CRT per le grandi banche, soprattutto nei modelli operativi e nella gestione dei rischi, qualsiasi shock che comporti significative frizioni nel meccanismo di determinazione dei prezzi dei prodotti, nell'operatività di mercato o nelle funzioni di scambio in questi mercati potrebbe avere potenziali conseguenze per numerose istituzioni contemporaneamente.

20) L'indagine del Comitato per la vigilanza bancaria ha rivelato che una grande quota di operazioni di LBO europee finanziate dalle banche nel 2005-2006 aveva all'epoca una copertura di tassi di interesse, che misura gli utili al di sopra di un multiplo stimato del pagamento di interessi programmato, solo marginale.



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





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

### TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
<b>I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA</b>	
1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	S8
1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9
<b>2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO</b>	
2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3 Statistiche monetarie	S12
2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM	S14
2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM	S21
2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S22
2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S24
2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore	S25
<b>3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO</b>	
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
<b>4 MERCATI FINANZIARI</b>	
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
<b>5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO</b>	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S47
5.2 Produzione e domanda	S50
5.3 Mercato del lavoro	S54

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

<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
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
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
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
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S72
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S73
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S74
9.2	Stati Uniti e Giappone	S75
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	<b>S76</b>
	<b>NOTE TECNICHE</b>	<b>S77</b>
	<b>NOTE GENERALI</b>	<b>S83</b>

#### **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.europa.eu/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 <sup>9</sup>
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati



## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società diverse dalle IFM <sup>1)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,6	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,8	3,08	3,86
2006 3° trim.	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,0	3,22	3,97
4° trim.	6,8	8,7	9,0	-	11,2	16,6	3,59	3,86
2007 1° trim.	7,0	9,1	10,2	-	10,6	15,9	3,82	4,08
2° trim.	6,2	9,2	10,6	-	10,5	.	4,07	4,42
2007 feb.	6,7	8,9	10,1	10,4	10,4	15,5	3,82	4,12
mar.	7,0	9,5	11,0	10,5	10,6	17,4	3,89	4,02
apr.	6,0	8,8	10,3	10,6	10,4	18,0	3,98	4,25
mag.	5,9	9,3	10,6	10,6	10,4	18,3	4,07	4,37
giu.	6,1	9,5	10,9	.	10,8	.	4,15	4,66
lug.	.	.	.	.	.	.	4,22	4,63

### 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	2,8	4,0	83,3	1,4	7,9
2006 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	3,1	3,7	84,6	1,4	7,2
2° trim.	1,9	.	.	.	.	84,5	.	7,0
2007 feb.	1,8	2,9	-	-	3,9	-	-	7,2
mar.	1,9	2,8	-	-	4,0	-	-	7,1
apr.	1,9	2,4	-	-	2,7	84,8	-	7,0
mag.	1,9	2,4	-	-	2,3	-	-	6,9
giu.	1,9	.	-	-	.	-	-	6,9
lug.	1,8	.	-	-	.	84,2	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2005	10,3	45,4	-210,0	146,1	320,1	103,3	104,1	1,2441
2006	0,4	28,6	-158,8	263,5	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.	22,5	17,8	-59,4	120,4	325,8	104,6	105,3	1,2887
2007 1° trim.	2,8	7,6	-24,2	122,2	331,6	105,5	105,9	1,3106
2° trim.	.	.	.	.	325,3	107,1	107,3	1,3481
2007 feb.	-4,5	2,3	-11,0	23,0	337,5	105,4	105,9	1,3074
mar.	11,1	9,6	-5,9	65,6	331,6	106,1	106,4	1,3242
apr.	-3,7	4,3	-24,5	15,6	330,0	107,1	107,4	1,3516
mag.	-12,6	3,6	-11,3	7,3	327,4	107,3	107,4	1,3511
giu.	.	.	.	.	325,3	106,9	106,9	1,3419
lug.	.	.	.	.	.	107,6	107,6	1,3716

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

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

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



## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

### 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	6 luglio 2007	13 luglio 2007	20 luglio 2007	27 luglio 2007
<b>Oro e crediti in oro</b>	172.712	172.624	172.336	172.141
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	144.357	143.170	143.569	143.246
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	22.760	23.892	23.526	24.268
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	16.535	15.882	16.292	16.207
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	448.171	442.002	451.819	465.667
Operazioni di rifinanziamento principali	297.999	292.000	301.499	315.501
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	150.002	150.002	150.002	150.003
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	4	0	318	155
Crediti connessi a scarti di garanzia	166	0	0	8
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	13.567	14.177	13.976	14.018
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	93.931	93.117	93.313	94.246
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	37.149	37.149	37.149	37.148
<b>Altre attività</b>	242.575	243.351	244.439	245.643
<b>Attività totali</b>	1.191.757	1.185.364	1.196.419	1.212.584

#### 2. Passività

	6 luglio 2007	13 luglio 2007	20 luglio 2007	27 luglio 2007
<b>Banconote in circolazione</b>	638.219	638.835	638.230	638.962
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	191.614	193.115	190.198	196.804
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	190.548	193.037	190.119	195.209
Depositi overnight	1.064	78	79	1.595
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	2	0	0	0
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	213	215	218	216
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	56.892	50.087	63.772	71.036
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	19.472	18.904	18.826	18.698
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	182	181	156	323
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	17.172	16.888	16.972	17.299
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.517	5.517	5.517	5.517
<b>Altre passività</b>	77.154	76.299	77.207	78.406
<b>Rivalutazioni</b>	117.010	117.010	117.010	117.010
<b>Capitale e riserve</b>	68.312	68.313	68.313	68.313
<b>Passività totali</b>	1.191.757	1.185.364	1.196.419	1.212.584

Fonte: BCE.

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

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

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

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

#### 1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine <sup>3)</sup>

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	
Operazioni di rifinanziamento principali							
2007	4 apr.	382.753	356	291.500	3,75	3,83	7
	11	364.037	346	280.000	3,75	3,81	7
	18	397.484	366	281.500	3,75	3,81	7
	25	392.541	350	288.500	3,75	3,82	7
	2 mag.	371.510	306	279.500	3,75	3,82	7
	9	353.181	325	276.000	3,75	3,81	6
	15	360.720	307	281.000	3,75	3,82	8
	23	364.192	359	295.500	3,75	3,82	7
	30	360.182	331	284.500	3,75	3,82	7
	6 giu.	331.056	322	279.000	3,75	3,75	7
	13	363.785	344	282.000	4,00	4,06	7
	20	365.298	361	288.000	4,00	4,06	7
	27	340.137	341	313.500	4,00	4,07	7
	4 lug.	357.489	334	298.000	4,00	4,03	7
	11	382.686	352	292.000	4,00	4,06	7
	18	375.272	376	301.500	4,00	4,06	7
	25	370.371	358	315.500	4,00	4,06	7
	1 ago.	373.286	329	298.000	4,00	4,04	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2006	27 lug.	54.824	158	40.000	-	3,08	91
	31 ago.	51.079	148	40.000	-	3,20	91
	28 set.	49.801	136	40.000	-	3,30	84
	26 ott.	62.854	159	40.000	-	3,48	98
	30 nov.	72.782	168	40.000	-	3,58	91
	21 dic.	74.150	161	40.000	-	3,66	98
2007	1 feb.	79.099	164	50.000	-	3,72	85
	1 mar.	80.110	143	50.000	-	3,80	91
	29	76.498	148	50.000	-	3,87	91
	27 apr.	71.294	148	50.000	-	3,96	90
	31 mag.	72.697	147	50.000	-	4,06	91
	28 giu.	66.319	139	50.000	-	4,11	91
	26 lug.	78.703	144	50.000	-	4,20	98

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)	
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato		
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
2006	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	-	-	-	1
	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
	10 lug.	Operazione temporanea	17.385	18	2.500	-	4,00	4,06	4,07	1

Fonte: BCE.

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

**1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità**

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

**1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva**

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
		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	
mag.	16.718,7	8.886,3	701,9	2.044,3	1.439,8	3.646,4	

**2. Assolvimento dell'obbligo di riserva**

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
1	2	3	4	5	
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	189,6	1,2	0,0	4,06
7 ago.	191,3	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>4)</sup>	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 1° trim.	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2
2007 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
10 lug.	323,0	295,4	150,0	0,2	0,1	0,3	0,0	631,3	53,9	-106,4	189,6	821,2

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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
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.	1.576,7	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,6
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.	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
giu. <sup>(p)</sup>	1.651,5	751,5	17,7	0,6	733,1	249,8	213,2	2,2	34,3	-	17,8	354,1	15,4	263,0
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	4.992,2	3.601,8	1.296,0	644,4	1.661,4	84,6	1.219,6	4.489,6	171,8	1.760,7
feb.	26.619,6	15.158,9	803,2	9.337,0	5.018,7	3.626,4	1.293,2	658,2	1.675,0	87,4	1.219,6	4.575,7	171,8	1.779,7
mar.	27.107,3	15.339,9	801,3	9.441,0	5.097,6	3.661,0	1.282,2	685,8	1.693,0	92,4	1.244,5	4.684,7	195,1	1.889,8
apr.	27.478,4	15.500,4	802,3	9.526,0	5.172,2	3.671,1	1.258,8	706,3	1.706,0	96,9	1.314,3	4.802,2	199,6	1.893,9
mag.	27.847,8	15.613,6	797,8	9.600,2	5.215,7	3.746,4	1.291,6	733,9	1.720,9	95,0	1.352,8	4.901,2	200,6	1.938,1
giu. <sup>(p)</sup>	28.054,7	15.779,9	798,1	9.717,2	5.264,5	3.763,8	1.284,6	758,3	1.720,9	95,4	1.277,5	4.870,2	201,6	2.066,1

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
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.	1.576,7	632,7	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.	1.629,8	644,9	482,3	47,2	21,3	413,8	-	0,1	211,4	42,5	248,6
giu. <sup>(p)</sup>	1.651,5	652,6	495,2	51,2	23,3	420,7	-	0,1	207,0	51,0	245,6
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	124,2	7.890,6	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	2.423,6
feb.	26.619,6	-	13.358,7	138,0	7.899,2	5.321,4	739,9	4.372,4	1.478,1	4.231,2	2.439,4
mar.	27.107,3	-	13.595,8	139,0	8.047,1	5.409,7	758,7	4.425,0	1.529,7	4.255,6	2.542,6
apr.	27.478,4	-	13.693,8	131,6	8.098,1	5.464,1	779,2	4.448,1	1.546,8	4.407,5	2.603,0
mag.	27.847,8	-	13.850,8	152,6	8.164,2	5.534,0	797,5	4.502,3	1.547,6	4.519,8	2.629,7
giu. <sup>(p)</sup>	28.054,7	-	14.028,4	169,2	8.265,6	5.593,6	795,2	4.522,0	1.554,6	4.449,2	2.705,2

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 <sup>1)</sup>**

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
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.	20.097,3	10.102,4	826,0	9.276,4	2.137,2	1.490,5	646,8	846,3	4.850,9	186,6	1.973,8
feb.	20.284,2	10.160,6	822,9	9.337,6	2.156,6	1.496,0	660,6	836,5	4.941,4	186,6	2.002,6
mar.	20.649,3	10.262,7	821,0	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,2
apr.	20.918,5	10.348,0	821,4	9.526,6	2.177,5	1.469,0	708,5	916,8	5.157,9	214,9	2.103,4
mag.	21.217,6	10.416,7	815,9	9.600,8	2.241,1	1.505,1	736,0	928,0	5.255,2	215,9	2.160,7
giu. <sup>(p)</sup>	21.395,9	10.533,7	815,8	9.717,9	2.258,4	1.497,9	760,6	881,0	5.224,4	217,0	2.281,4
<b>Transazioni</b>											
2005	1.608,6	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,5	1,4	240,4
2006	1.998,2	877,3	-14,4	891,6	10,6	-96,8	107,4	98,5	802,0	6,4	203,5
2007 gen.	292,7	84,5	-4,0	88,4	22,8	21,2	1,6	13,0	143,9	-0,9	29,3
feb.	223,2	63,2	-3,0	66,2	18,0	4,3	13,7	-10,5	124,9	0,0	27,6
mar.	368,0	106,3	-1,3	107,7	22,3	-6,5	28,9	17,8	125,6	1,4	94,6
apr.	308,7	92,5	0,5	92,1	3,9	-16,7	20,6	58,2	151,7	1,0	1,4
mag.	270,2	69,4	-5,5	74,9	60,7	36,7	24,0	5,9	77,4	1,0	55,8
giu. <sup>(p)</sup>	190,7	119,2	-0,5	119,7	20,5	-5,2	25,8	-45,0	-23,0	1,2	117,8

**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 <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
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	157,9	7.906,5	614,1	2.587,9	1.276,5	4.026,5	2.566,1	15,7
2007 gen.	20.097,3	575,6	170,4	7.907,0	641,5	2.625,3	1.283,7	4.218,6	2.656,8	18,3
feb.	20.284,2	578,7	189,5	7.919,0	652,5	2.668,3	1.296,0	4.270,2	2.674,1	35,8
mar.	20.649,3	588,4	183,8	8.064,6	666,3	2.701,8	1.341,8	4.295,1	2.775,0	32,5
apr.	20.918,5	594,7	173,6	8.117,9	682,3	2.711,1	1.345,1	4.450,6	2.837,9	5,3
mag.	21.217,6	597,6	199,8	8.185,6	702,5	2.749,0	1.316,4	4.562,3	2.878,4	26,2
giu. <sup>(p)</sup>	21.395,9	604,9	220,4	8.288,8	699,8	2.766,9	1.347,2	4.500,2	2.950,9	16,7
<b>Transazioni</b>										
2005	1.608,6	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	96,2	448,0	333,8	-50,8
2006	1.998,2	59,4	-15,2	683,7	27,0	285,6	57,3	601,6	253,4	45,4
2007 gen.	292,7	-17,0	11,2	-20,6	28,9	30,0	0,6	166,8	96,1	-3,4
feb.	223,2	3,1	19,0	16,1	11,5	50,5	8,3	84,3	6,6	23,8
mar.	368,0	9,7	-5,4	147,8	14,1	37,0	29,7	41,1	93,7	0,2
apr.	308,7	6,3	-10,2	58,0	18,0	18,9	-2,2	191,1	46,5	-17,9
mag.	270,2	2,8	26,2	65,4	15,6	32,0	-28,2	91,7	46,0	18,7
giu. <sup>(p)</sup>	190,7	7,3	20,6	102,6	-2,4	18,4	36,8	-58,6	73,3	-7,5

Fonte: BCE.

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

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

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

## 2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>

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

### 1. Aggregati monetari <sup>2)</sup> 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 <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5						
	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	3.676,6	2.953,1	6.629,7	1.102,1	7.731,8	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	632,9
2007 gen.	3.688,1	2.989,4	6.677,4	1.134,5	7.811,9	-	5.479,0	2.321,7	10.770,9	9.273,9	629,4
feb.	3.709,7	3.006,4	6.716,2	1.152,8	7.868,9	-	5.514,6	2.321,7	10.843,2	9.342,4	680,0
mar.	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,4	8.002,2	-	5.590,4	2.301,4	10.978,0	9.444,7	766,5
apr.	3.740,1	3.106,4	6.846,5	1.190,5	8.037,0	-	5.621,4	2.277,1	11.095,8	9.516,8	731,6
mag.	3.768,7	3.127,8	6.896,5	1.217,3	8.113,8	-	5.640,4	2.313,9	11.212,4	9.592,8	726,6
giu. <sup>(p)</sup>	3.784,7	3.170,1	6.954,8	1.228,6	8.183,3	-	5.711,2	2.300,6	11.327,4	9.689,1	719,3
Transazioni											
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,1
2006	255,5	309,9	565,4	130,2	695,6	-	427,0	-114,1	1.105,0	896,5	200,2
2007 gen.	2,9	27,0	29,8	34,0	63,9	-	32,6	-4,6	85,0	79,5	-3,8
feb.	23,0	18,9	41,9	18,5	60,5	-	40,4	-1,1	76,5	73,5	52,4
mar.	37,8	59,5	97,3	38,7	136,0	-	63,0	-18,1	136,7	105,9	93,0
apr.	-5,5	43,9	38,4	1,1	39,5	-	37,2	-22,1	123,9	79,2	-32,5
mag.	27,9	20,5	48,4	21,2	69,5	-	14,1	37,3	108,8	76,8	-4,9
giu. <sup>(p)</sup>	14,8	43,2	58,0	9,9	67,9	-	77,7	-11,7	120,8	98,9	-2,9
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.	7,5	11,7	9,3	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,2
2007 gen.	6,9	12,0	9,1	16,1	10,1	10,0	8,6	-4,8	11,3	10,7	189,4
feb.	6,7	11,6	8,9	17,9	10,1	10,4	8,4	-4,1	10,8	10,4	256,5
mar.	7,0	12,7	9,5	20,2	11,0	10,5	8,9	-4,9	10,9	10,6	341,4
apr.	6,0	12,4	8,8	19,5	10,3	10,6	8,9	-5,6	10,8	10,4	316,5
mag.	5,9	13,6	9,3	18,6	10,6	10,6	8,5	-3,1	11,1	10,4	298,3
giu. <sup>(p)</sup>	6,1	13,9	9,5	19,9	10,9	.	9,2	-3,6	11,5	10,8	262,0

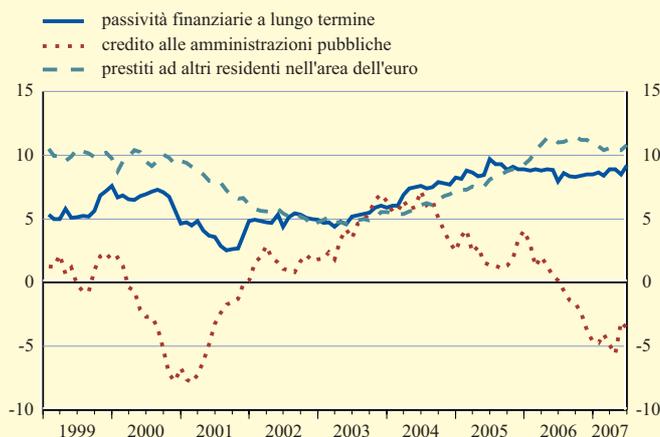
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F2 Contropartite <sup>1)</sup>

(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 <sup>1)</sup>

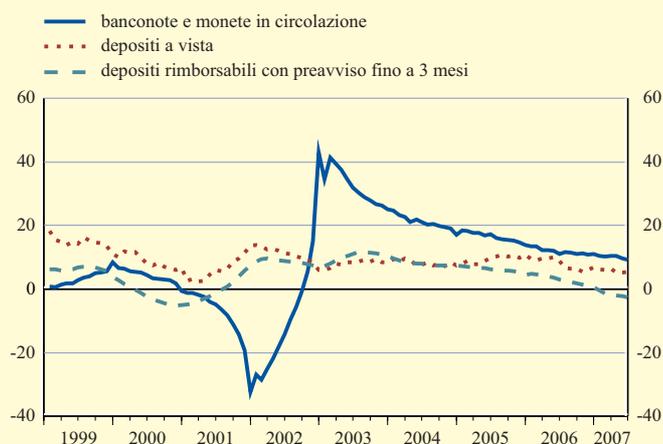
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
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	3.097,6	1.401,7	1.551,4	272,0	631,4	198,7	2.396,2	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 gen.	583,2	3.104,9	1.442,5	1.546,9	268,2	645,5	220,8	2.423,0	105,2	1.666,4	1.284,4
feb.	588,3	3.121,5	1.468,3	1.538,1	265,1	655,7	231,9	2.442,3	106,9	1.670,0	1.295,5
mar.	592,1	3.154,7	1.528,2	1.536,8	280,3	670,0	240,1	2.461,4	107,8	1.682,7	1.338,5
apr.	597,4	3.142,7	1.573,3	1.533,0	271,6	676,3	242,6	2.467,7	108,7	1.694,0	1.351,0
mag.	597,8	3.170,9	1.595,6	1.532,3	270,5	691,8	255,0	2.488,9	108,6	1.716,2	1.326,7
giu. <sup>(p)</sup>	599,2	3.185,5	1.644,3	1.525,7	285,7	701,2	241,7	2.517,3	109,4	1.736,4	1.348,1
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	198,0	300,8	9,2	31,2	28,8	70,2	216,3	15,5	137,8	57,5
2007 gen.	3,7	-0,9	32,4	-5,4	-3,8	15,6	22,3	19,1	2,1	9,2	2,2
feb.	5,1	17,9	27,7	-8,7	-3,0	10,8	10,8	27,3	1,6	4,4	7,0
mar.	3,8	34,0	60,8	-1,3	15,2	14,5	9,0	21,9	0,9	13,1	27,1
apr.	5,3	-10,8	47,6	-3,6	-8,6	8,4	1,4	17,0	1,0	12,3	6,9
mag.	0,4	27,5	21,3	-0,8	-1,1	10,9	11,3	16,3	-0,1	21,7	-23,8
giu. <sup>(p)</sup>	1,3	13,5	49,0	-5,8	13,7	9,7	-13,6	29,2	0,9	20,2	27,4
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	27,2	0,6	13,0	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 gen.	10,4	6,2	29,3	-0,4	11,6	8,2	58,1	10,3	18,9	8,9	4,8
feb.	10,2	6,1	29,3	-1,3	15,2	9,6	56,2	10,7	20,7	8,2	3,6
mar.	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,3	12,2	52,0	11,0	20,6	8,1	5,3
apr.	10,5	5,2	31,2	-2,0	13,5	13,2	52,5	10,8	20,4	7,9	5,8
mag.	9,6	5,3	34,7	-2,3	10,3	13,8	48,0	10,7	18,4	8,3	4,1
giu. <sup>(p)</sup>	9,2	5,5	35,0	-2,5	14,8	14,5	48,5	11,0	17,6	8,8	5,7

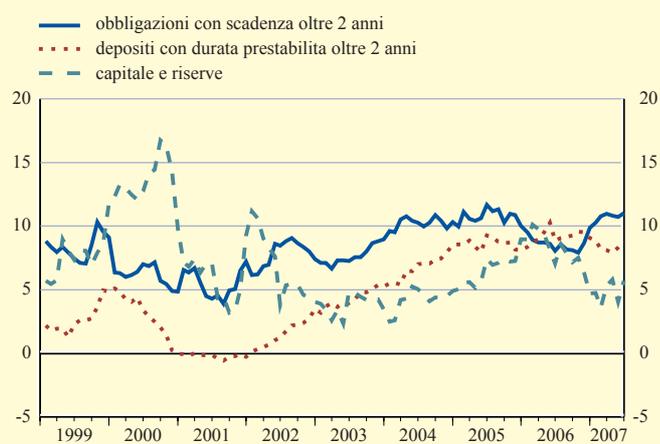
### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine <sup>1)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie <sup>3)</sup>

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>4)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 gen.	99,8	72,2	721,9	440,9	3.898,3	1.157,5	717,4	2.023,3
feb.	96,9	70,2	741,9	460,8	3.920,6	1.160,6	726,1	2.033,9
mar.	98,5	71,7	774,9	488,6	3.957,0	1.172,1	738,5	2.046,4
apr.	105,6	79,4	794,8	502,5	3.998,0	1.188,7	749,0	2.060,2
mag.	109,0	82,4	788,5	492,3	4.047,9	1.196,8	765,7	2.085,4
giu. <sup>(p)</sup>	110,4	83,5	802,4	502,2	4.113,3	1.230,5	776,2	2.106,5
Transazioni								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	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	1,6	33,1	28,1	41,7	12,5	13,1	16,1
apr.	7,2	7,8	22,0	15,1	44,1	17,7	11,2	15,1
mag.	3,3	2,9	-6,7	-10,8	50,3	7,9	17,3	25,1
giu. <sup>(p)</sup>	1,5	1,1	13,6	9,4	67,0	34,1	10,9	22,0
Variazioni percentuali								
2005 dic.	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 dic.	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 gen.	30,4	37,1	11,5	13,2	13,3	10,2	20,4	12,7
feb.	28,6	37,0	10,7	12,3	12,8	9,5	19,6	12,3
mar.	20,4	26,1	16,0	19,6	12,6	9,9	18,7	12,1
apr.	20,2	26,7	16,3	18,2	12,4	9,4	18,9	11,9
mag.	25,5	33,9	14,3	14,2	12,8	10,3	19,6	12,0
giu. <sup>(p)</sup>	30,6	40,6	17,9	20,3	13,3	11,3	20,0	12,1

### F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>**

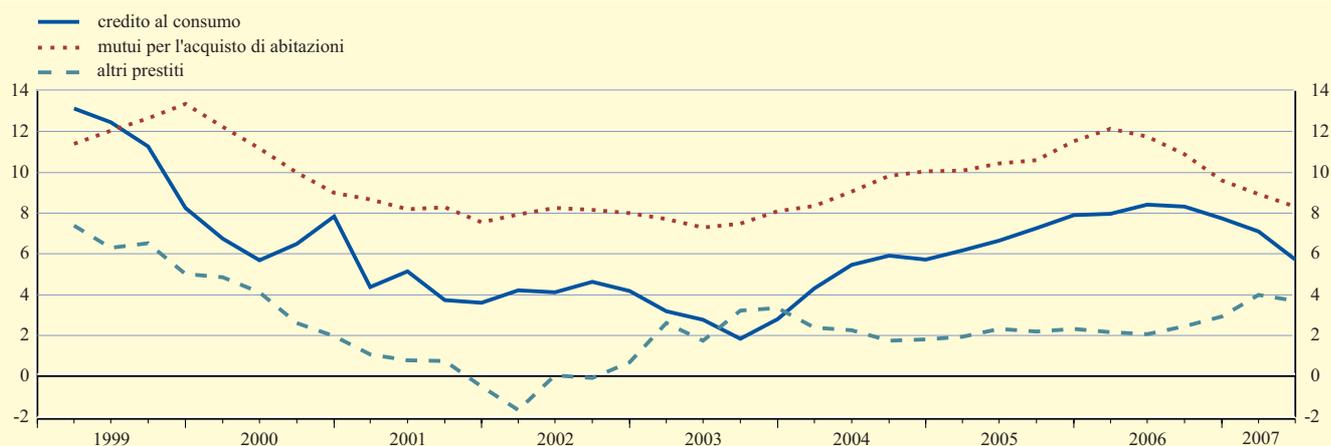
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

**2. Prestiti alle famiglie <sup>3)</sup>**

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
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.	4.610,7	590,2	132,0	202,4	255,8	3.271,8	16,1	71,9	3.183,8	748,6	147,5	102,4	498,7
apr.	4.627,6	593,7	133,3	202,2	258,2	3.286,3	15,7	71,9	3.198,6	747,6	146,4	102,7	498,4
mag.	4.654,8	595,7	133,0	203,5	259,2	3.311,7	15,9	72,2	3.223,6	747,4	145,2	102,6	499,6
giu. <sup>(p)</sup>	4.691,1	601,3	134,9	205,0	261,5	3.333,8	16,3	72,0	3.245,5	756,0	150,2	104,0	501,8
<b>Transazioni</b>													
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.	31,3	4,7	-0,4	1,1	3,9	19,7	0,6	-0,3	19,4	6,9	1,5	1,5	3,9
apr.	18,8	4,1	1,3	-0,1	2,8	15,3	-0,4	0,0	15,6	-0,6	-1,0	0,4	0,0
mag.	28,0	2,3	-0,2	1,3	1,2	25,4	0,1	0,3	25,0	0,3	-1,2	0,2	1,2
giu. <sup>(p)</sup>	37,6	6,0	1,9	1,6	2,5	22,5	0,4	-0,1	22,3	9,0	5,0	1,5	2,5
<b>Variazioni percentuali</b>													
2005 dic.	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	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	5,8	1,5	12,8	8,9	13,6	6,4	9,0	4,0	1,7	4,1	4,7
apr.	7,6	7,0	6,1	0,8	12,9	8,6	12,2	6,5	8,6	3,8	1,1	5,1	4,3
mag.	7,4	6,0	4,2	0,3	11,9	8,6	12,9	6,2	8,6	3,6	1,3	4,9	4,0
giu. <sup>(p)</sup>	7,2	5,7	4,4	0,8	10,7	8,3	10,3	3,7	8,4	3,7	0,5	5,5	4,3

**F6 Prestiti alle famiglie <sup>2)</sup>**

(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 <sup>1), 2)</sup>

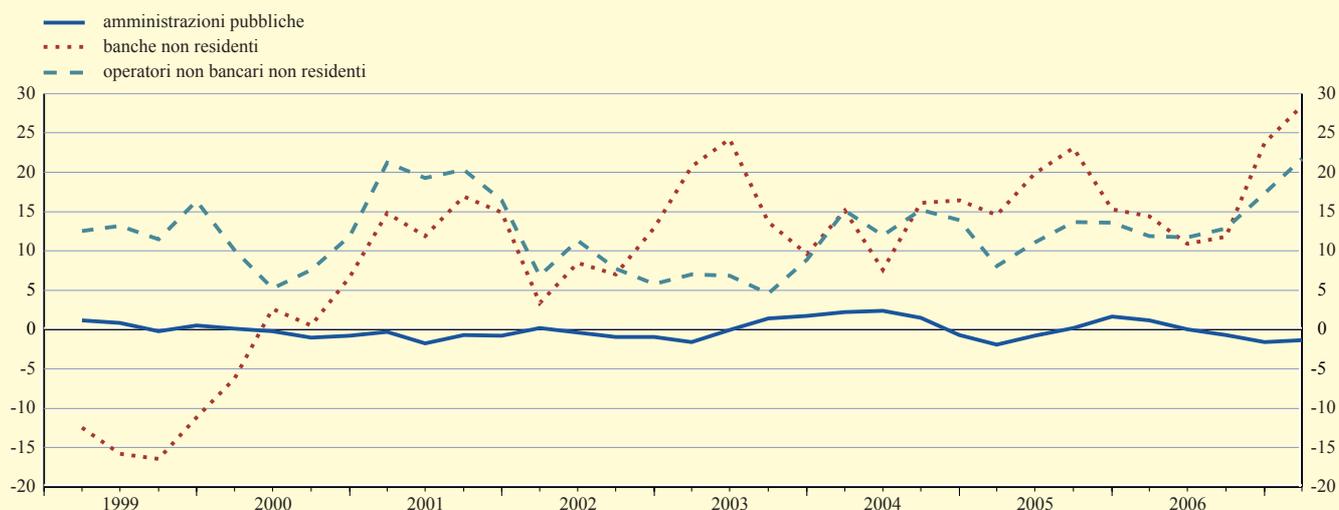
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	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. <sup>(p)</sup>	801,3	96,6	225,2	453,6	26,0	3.169,7	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	224,8	173,1	51,7	-2,7	54,4
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	-8,2	-7,4	-6,3	5,5	0,1	272,6	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	21,8	23,7	17,4	-4,2	19,4
2007 mar. <sup>(p)</sup>	-1,3	-15,7	-6,1	5,9	-11,0	26,4	28,4	21,7	0,7	23,6

### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>

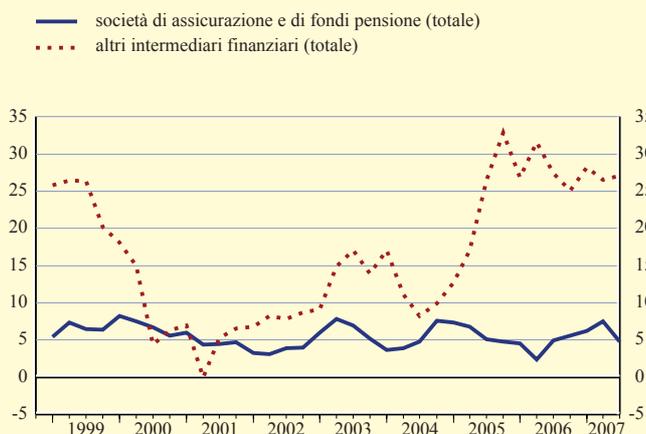
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze</b>														
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	1.140,3	283,1	251,8	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	1.176,3	299,9	246,9	480,3	10,3	0,2	138,6
mar.	658,8	72,3	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.250,9	318,6	267,7	501,9	11,4	0,3	151,0
apr.	666,2	70,2	63,2	506,3	1,0	1,2	24,4	1.264,7	307,2	276,8	517,2	11,3	0,3	151,8
mag.	659,7	65,5	60,1	509,0	0,9	1,2	23,0	1.291,2	315,6	274,3	537,8	11,4	0,3	151,7
giu. <sup>4)</sup>	656,2	65,1	58,0	512,4	0,8	1,2	18,6	1.334,4	320,6	287,7	558,5	11,5	0,2	155,8
<b>Transazioni</b>														
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	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 gen.	5,2	1,5	0,3	4,0	0,0	0,0	-0,7	34,3	23,6	-5,6	5,1	-0,3	0,0	11,5
feb.	1,6	-2,4	0,7	3,4	0,1	-0,1	0,0	0,9	-6,8	0,6	5,3	-0,1	0,0	2,0
mar.	1,9	2,9	0,1	0,2	0,0	0,0	-1,3	75,8	19,0	21,2	22,0	1,1	0,1	12,5
apr.	7,0	-2,6	4,9	3,3	-0,1	0,0	1,5	16,3	-10,7	10,0	16,1	0,0	0,0	0,8
mag.	-6,6	-4,7	-3,1	2,7	-0,1	0,0	-1,4	25,3	8,1	-3,0	20,2	0,1	0,0	0,0
giu. <sup>4)</sup>	-3,5	-0,4	-2,2	3,4	0,0	0,0	-4,3	42,1	5,1	13,6	20,8	0,0	0,0	2,6
<b>Variazioni percentuali</b>														
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	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 gen.	5,6	-0,8	15,7	5,9	-13,5	-3,5	-1,4	27,3	16,4	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	15,3	30,0	35,0	1,2	-	4,9
mar.	7,5	10,4	15,9	5,9	-2,9	-14,3	16,0	26,5	15,6	37,6	34,4	4,1	-	12,4
apr.	6,0	2,9	25,5	5,6	-11,0	-13,9	-13,0	22,0	9,9	25,5	34,5	8,5	-	7,2
mag.	6,1	-1,6	31,0	5,8	-19,9	-14,6	-10,2	24,5	13,3	33,1	36,1	-2,1	-	4,3
giu. <sup>4)</sup>	4,8	-5,5	21,0	5,7	-20,5	-13,6	-15,8	27,1	13,4	35,4	38,1	5,9	-	11,3

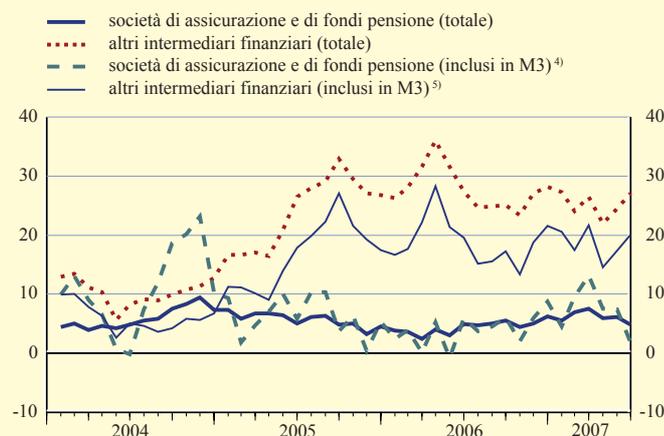
### F8 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



### F9 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(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.

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

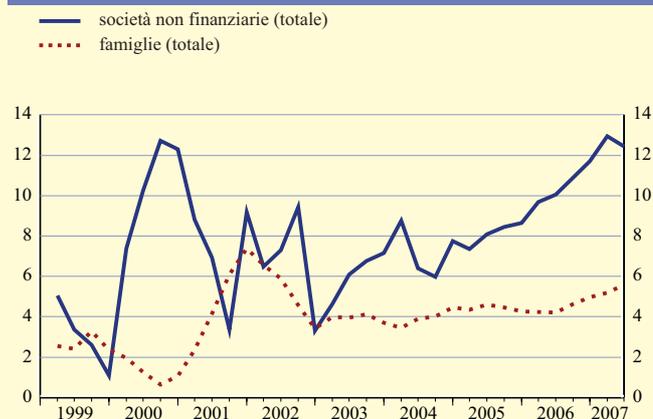
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze</b>														
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.	1.349,0	833,0	379,3	68,9	39,4	1,3	27,0	4.589,5	1.727,5	745,0	593,1	1.342,2	105,4	76,4
apr.	1.348,8	833,3	382,8	68,9	37,9	1,3	24,5	4.616,5	1.746,3	765,1	587,0	1.336,5	105,7	76,0
mag.	1.370,9	844,4	392,0	68,6	37,7	1,3	26,9	4.631,6	1.749,5	783,1	581,3	1.333,4	105,5	78,8
giu. <sup>6)</sup>	1.386,5	861,6	392,4	68,7	36,1	1,3	26,4	4.678,0	1.785,7	801,9	577,2	1.329,2	106,2	77,7
<b>Transazioni</b>														
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.	45,2	24,7	19,3	-0,2	1,4	-0,7	0,7	27,7	10,3	23,5	-4,1	-4,9	1,6	1,4
apr.	1,3	1,0	4,2	0,2	-1,5	0,0	-2,6	27,9	19,0	20,8	-6,1	-5,6	0,3	-0,4
mag.	21,6	10,8	8,9	-0,4	-0,2	0,0	2,4	14,8	3,1	17,8	-5,8	-3,0	-0,2	2,8
giu. <sup>6)</sup>	15,7	17,4	0,4	0,1	-1,7	0,0	-0,5	46,8	36,2	19,1	-4,0	-4,2	0,7	-1,0
<b>Variazioni percentuali</b>														
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.	13,0	12,0	22,6	-2,2	-16,1	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,0	-4,8	-1,9	22,1	38,7
apr.	11,7	11,1	21,0	-3,1	-17,9	-36,0	14,3	5,1	2,2	37,8	-5,4	-2,2	22,1	40,4
mag.	11,7	9,4	25,5	-4,0	-17,8	-36,2	10,7	5,3	2,5	38,9	-6,0	-2,2	20,2	39,1
giu. <sup>6)</sup>	12,4	10,1	26,2	-4,1	-18,0	-29,7	20,0	5,6	3,2	40,1	-6,3	-2,5	19,2	32,9

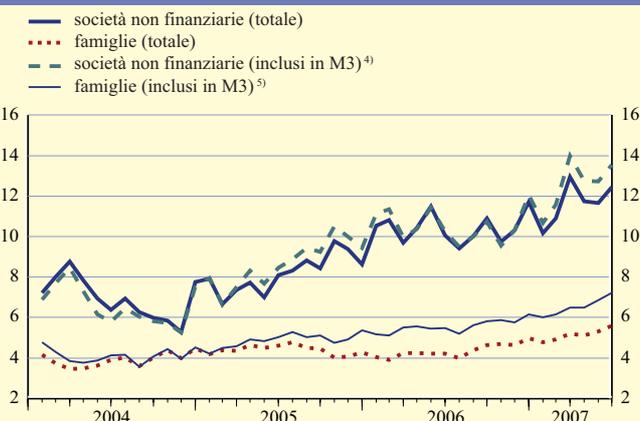
### F10 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



### F11 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(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.

**2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>**

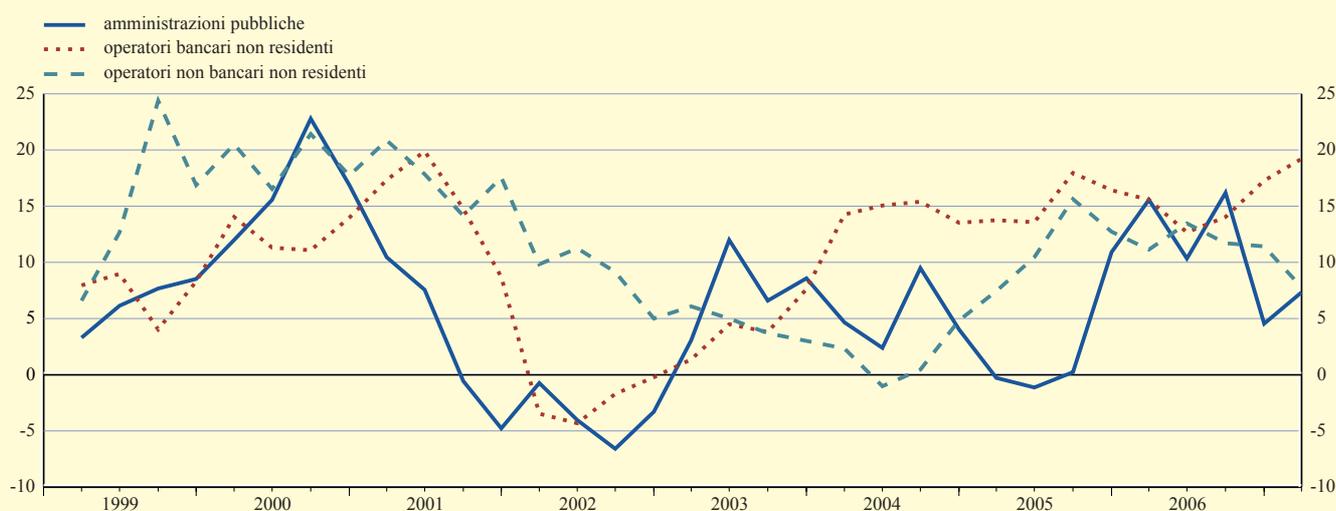
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	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
<b>Consistenze</b>										
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.	329,0	124,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	337,8	139,0	42,1	88,9	68,2	3.663,9	2.781,3	880,4	133,6	746,9
<b>Transazioni</b>										
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.	-6,7	-24,0	3,8	6,1	7,4	100,7	104,0	-5,5	-4,8	-0,7
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	7,8	14,1	-3,4	-3,3	0,5	256,5	240,3	13,1	4,8	8,3
<b>Variazioni percentuali</b>										
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.	4,5	-16,5	18,4	10,8	51,4	15,8	17,2	11,4	2,2	13,2
2007 mar. <sup>(p)</sup>	7,3	-6,3	10,3	12,3	39,2	16,4	19,2	7,8	4,1	8,4

**F12 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>**

(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.

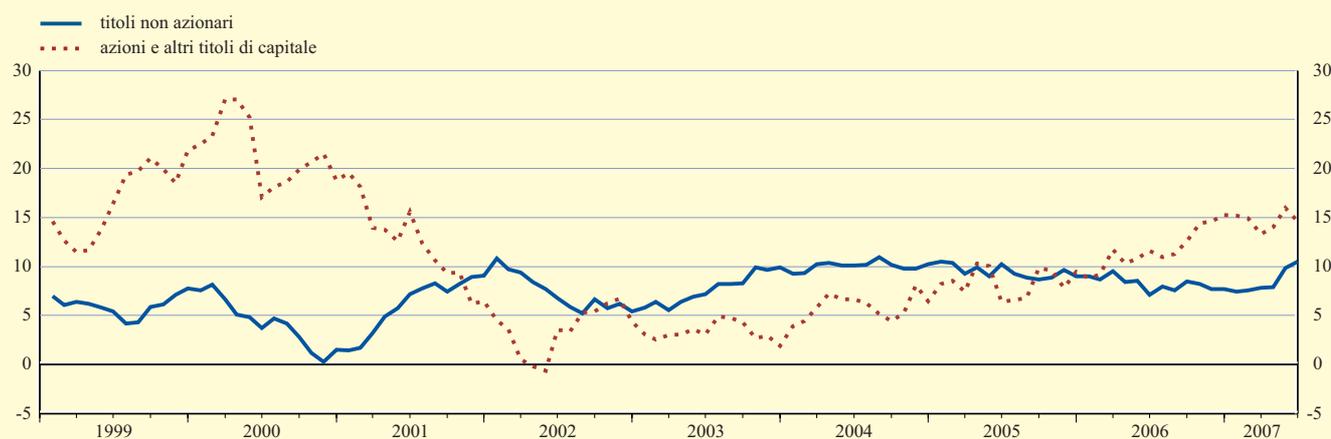
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
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.	4.756,2	1.586,3	75,1	1.279,9	16,2	613,8	30,6	1.154,3	1.528,3	386,0	833,5	308,7
feb.	4.790,9	1.596,4	78,6	1.277,2	16,0	625,7	32,5	1.164,5	1.541,8	395,9	823,8	322,1
mar.	4.842,7	1.616,6	76,5	1.266,6	15,6	651,7	34,1	1.181,7	1.576,5	399,7	844,8	332,0
apr.	4.863,2	1.629,4	76,6	1.243,4	15,4	672,0	34,4	1.192,1	1.654,0	410,8	903,6	339,7
mag.	4.984,0	1.641,8	79,1	1.275,8	15,8	699,0	34,9	1.237,6	1.703,7	438,2	914,6	351,0
giu. <sup>(p)</sup>	5.005,5	1.641,0	79,8	1.269,0	15,6	724,2	34,2	1.241,7	1.623,9	409,8	867,7	346,4
<b>Transazioni</b>												
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.	82,1	25,0	1,9	15,8	-0,6	-1,4	3,3	38,3	34,1	7,2	13,0	14,0
feb.	46,0	9,9	4,8	-3,4	0,0	11,3	2,4	21,1	13,1	9,9	-10,5	13,7
mar.	62,1	20,7	-1,5	-9,6	-0,2	27,2	1,9	23,6	30,8	3,5	17,8	9,5
apr.	33,6	13,5	1,4	-22,4	0,2	19,7	0,9	20,5	73,9	9,2	58,2	6,6
mag.	110,1	15,7	0,5	31,8	0,3	23,9	0,0	37,8	42,3	27,2	5,9	9,2
giu. <sup>(p)</sup>	24,9	0,0	0,8	-5,8	-0,1	26,3	-0,7	4,3	-78,0	-28,0	-45,1	-5,0
<b>Variazioni percentuali</b>												
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.	7,6	7,6	26,2	-9,0	-4,7	17,5	41,8	24,5	14,9	22,2	9,2	22,1
mar.	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,3	21,3	40,6	25,2	13,3	21,0	6,4	24,1
apr.	7,9	8,5	15,8	-11,6	-4,1	22,6	36,5	26,0	14,0	20,7	6,7	28,7
mag.	9,8	7,7	19,9	-8,1	-2,6	24,8	39,4	28,8	16,0	22,6	8,0	32,3
giu. <sup>(p)</sup>	10,5	8,8	26,3	-8,6	-7,0	27,5	43,7	28,7	14,6	18,6	7,7	30,1

## F13 Disponibilità in titoli delle IFM <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>**

(miliardi di euro)

**1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie <sup>3)</sup>**

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

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

	Società non finanziarie				Non residenti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	
	1	2	3	4	5	6	7	
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.	-1,4	-0,2	-0,8	-0,4	-0,7	0,0	-0,7	
giu. <sup>(p)</sup>	-1,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	-0,4	

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	0,5	0,0	-0,1	0,0	0,4	2,8	0,4	2,4	-0,1
feb.	0,5	0,4	-0,2	0,7	0,0	0,7	-0,1	-1,0	1,1	0,0	1,3	-0,2
mar.	-4,2	-0,4	-0,1	-1,0	0,0	-1,1	0,0	-1,5	3,9	0,3	3,3	0,3
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.	-1,7	-0,6	0,1	-1,7	0,0	-0,1	0,0	0,5	7,6	0,2	5,2	2,1
giu. <sup>(p)</sup>	-3,6	-0,5	0,0	-2,0	0,0	-0,1	0,0	-0,8	-1,8	-0,4	-1,8	0,4

Fonte: BCE.

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

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

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

## 2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	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. <sup>(p)</sup>	5.409,7	90,6	9,4	5,6	0,5	1,5	1,1	8.186,1	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. <sup>(p)</sup>	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 <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 1° trim.	4.204,3	81,2	18,8	9,5	1,8	1,9	3,2
2° trim.	4.273,7	81,2	18,8	9,5	1,7	1,9	3,2
3° trim.	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. <sup>(p)</sup>	4.673,7	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 <sup>1), 2)</sup>**

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Residenti nell'area dell'euro</b>														
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. <sup>(p)</sup>	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,3	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
<b>Non residenti nell'area dell'euro</b>														
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. <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emessi da residenti nell'area dell'euro</b>														
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. <sup>(p)</sup>	1.693,0	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
<b>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</b>														
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. <sup>(p)</sup>	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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2005 4° trim.	4.791,4	291,5	1.848,4	109,6	1.738,8	1.684,7	505,3	176,1	285,4
2006 1° trim.	5.199,6	316,0	1.905,5	139,9	1.765,6	1.898,2	569,3	177,3	333,3
2° trim.	5.138,0	316,9	1.908,6	145,2	1.763,3	1.777,9	601,0	180,3	353,3
3° trim.	5.359,0	317,5	1.985,0	178,4	1.806,6	1.874,4	631,3	181,5	369,2
4° trim.	5.551,3	320,6	2.005,8	170,6	1.835,2	2.022,0	670,6	187,9	344,3
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.714,7	333,0	2.030,8	180,3	1.850,5	2.069,1	718,0	188,9	374,9

### 2. Passività

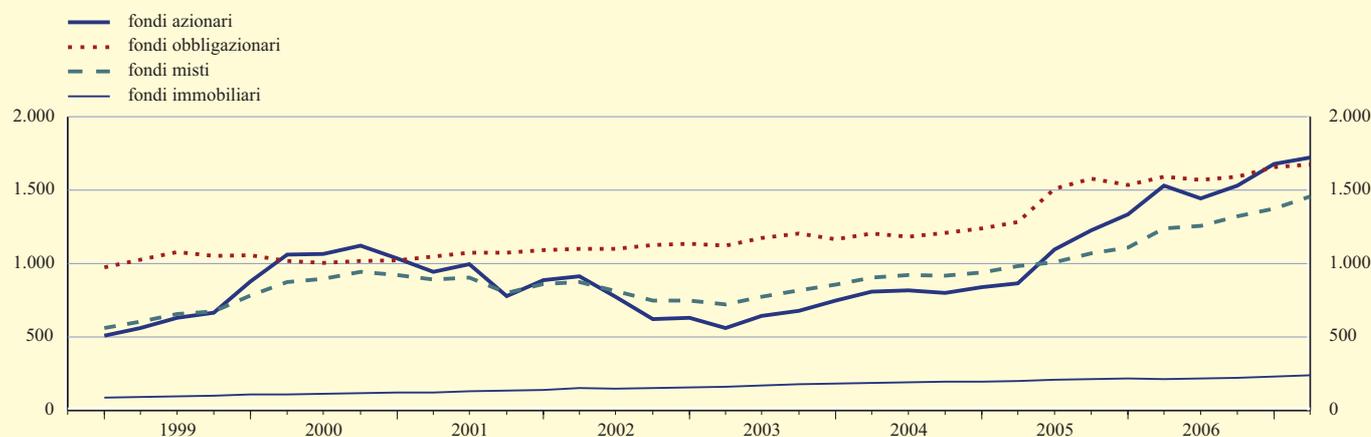
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2005 4° trim.	4.791,4	61,8	4.519,0	210,5
2006 1° trim.	5.199,6	73,6	4.871,3	254,7
2° trim.	5.138,0	76,4	4.789,6	272,0
3° trim.	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
4° trim.	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.714,7	81,6	5.350,2	282,9

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

	Totale 1	Per strategia di investimento				Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8
2005 4° trim.	4.791,4	1.337,3	1.538,1	1.109,8	216,2	590,0	3.661,3	1.130,1
2006 1° trim.	5.199,6	1.532,0	1.592,6	1.239,4	214,0	621,5	3.999,0	1.200,5
2° trim.	5.138,0	1.443,3	1.569,3	1.257,0	217,4	650,9	3.913,3	1.224,7
3° trim.	5.359,0	1.533,4	1.594,2	1.321,3	221,2	688,9	4.085,5	1.273,5
4° trim.	5.551,3	1.680,7	1.657,0	1.375,8	231,8	606,0	4.252,1	1.299,2
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.714,7	1.723,0	1.674,8	1.459,0	238,4	619,4	4.376,0	1.338,8

## FI4 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

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

**1. Fondi distinti per strategia di investimento**

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Fondi azionari</b>									
2005 4° trim.	1.337,3	50,9	45,9	5,7	40,3	1.146,7	60,3	-	33,5
2006 1° trim.	1.532,0	55,2	51,5	6,3	45,2	1.309,7	71,1	-	44,6
2° trim.	1.443,3	52,3	51,4	6,5	44,9	1.221,7	69,3	-	48,6
3° trim.	1.533,4	53,8	76,1	33,2	42,9	1.284,3	66,8	-	52,3
4° trim.	1.680,7	56,1	66,0	22,7	43,3	1.429,5	74,3	-	54,8
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.723,0	59,3	65,8	25,7	40,1	1.461,7	78,0	-	58,4
<b>Fondi obbligazionari</b>									
2005 4° trim.	1.538,1	100,0	1.251,8	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.	1.594,2	105,5	1.288,5	86,8	1.201,8	41,6	48,2	-	110,3
4° trim.	1.657,0	108,3	1.343,6	91,1	1.252,5	45,4	49,8	-	110,0
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.674,8	112,3	1.356,6	94,7	1.261,9	44,5	52,5	-	108,9
<b>Fondi misti</b>									
2005 4° trim.	1.109,8	60,9	441,1	26,9	414,1	315,9	202,0	0,1	89,9
2006 1° trim.	1.239,4	67,9	465,4	38,6	426,7	349,6	238,5	0,1	117,9
2° trim.	1.257,0	72,0	484,1	40,3	443,8	318,6	253,6	0,2	128,6
3° trim.	1.321,3	68,4	510,6	45,2	465,4	332,3	272,3	0,3	137,4
4° trim.	1.375,8	71,0	519,4	43,4	476,0	364,0	292,8	0,4	128,2
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.459,0	73,5	530,2	45,1	485,1	380,4	322,0	0,3	152,5
<b>Fondi immobiliari</b>									
2005 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	6,2	180,3	10,4
4° trim.	231,8	17,6	6,1	1,7	4,4	2,2	7,0	187,0	11,9
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	238,4	18,9	6,7	1,9	4,8	2,3	9,6	188,4	12,6

**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
<b>Fondi aperti al pubblico</b>							
2005 4° trim.	3.661,3	242,9	1.277,9	1.372,7	381,1	150,1	236,7
2006 1° trim.	3.999,0	263,4	1.334,4	1.551,3	427,5	150,2	272,2
2° trim.	3.913,3	257,1	1.321,4	1.449,8	452,2	151,2	281,6
3° trim.	4.085,5	260,6	1.374,1	1.531,3	470,9	151,2	297,3
4° trim.	4.252,1	265,4	1.402,4	1.650,2	498,2	155,2	280,6
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	4.376,0	275,3	1.420,5	1.694,0	528,6	155,6	302,0
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
2005 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.	1.299,2	55,2	603,4	371,8	172,4	32,7	63,7
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.338,8	57,7	610,3	375,1	189,3	33,3	73,0

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
<b>1° trim. 2007</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						467,7
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-14,6
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	980,2	101,2	617,8	49,7	211,5	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	19,5	5,3	7,7	3,2	3,3	
Consumo di capitale fisso	312,9	84,9	176,4	10,9	40,8	
Margine operativo lordo e reddito misto <sup>1)</sup>	561,8	275,6	257,2	29,0	0,0	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						
Redditi da lavoro dipendente						3,9
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	742,3	44,8	292,2	342,3	63,1	119,6
Interessi	428,0	42,7	71,8	250,5	63,1	73,8
Altri redditi da capitale	314,3	2,1	220,4	91,8	0,0	45,9
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	1.811,7	1.468,5	76,8	47,5	218,9	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	219,2	185,4	26,1	7,4	0,3	1,4
Contributi sociali	374,6	374,6				0,7
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	379,8	1,4	15,2	23,8	339,5	1,0
Altri trasferimenti correnti	181,2	66,6	22,3	46,3	46,0	11,3
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	43,8	32,7	9,5	0,9	0,7	1,7
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44,1			44,1		0,8
Altro	93,3	33,8	12,8	1,3	45,4	8,8
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	1.788,6	1.306,7	43,2	50,2	388,4	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.627,1	1.207,7			419,4	
Spese per consumi individuali	1.464,1	1.207,7			256,5	
Spese per consumi collettivi	162,9				162,9	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14,2	0,1	3,0	11,1	0,0	0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	161,5	113,2	40,2	39,2	-31,0	2,3
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	476,7	152,0	270,7	10,3	43,6	
Investimenti fissi lordi	440,4	148,2	238,9	10,1	43,2	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	36,4	3,8	31,8	0,3	0,4	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,4	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,4
Trasferimenti in conto capitale	37,9	7,9	1,4	2,3	26,2	7,2
Imposte in conto capitale	5,7	5,5	0,2	0,0		0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	32,2	2,4	1,2	2,3	26,2	7,2
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	2,2	55,8	-41,9	38,7	-50,4	-2,2
Discrepanza statistica	0,0	7,8	-7,8	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
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						453,1
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	1.874,5	467,0	1.059,1	92,8	255,6	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	243,9					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.118,4					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	561,8	275,6	257,2	29,0	0,0	
Redditi da lavoro dipendente	982,4	982,4				1,8
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	263,4				263,4	0,1
Redditi da capitale	746,5	255,3	111,8	360,8	18,7	115,5
Interessi	422,3	66,9	39,3	309,8	6,3	79,6
Altri redditi da capitale	324,3	188,4	72,5	50,9	12,4	35,9
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	1.811,7	1.468,5	76,8	47,5	218,9	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	219,9				219,9	0,6
Contributi sociali	374,3	1,1	18,4	35,0	319,9	1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	378,0	378,0				2,8
Altri trasferimenti correnti	159,3	87,1	11,6	45,1	15,4	33,1
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44,1			44,1		1,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	43,4	34,0	8,2	0,8	0,3	1,5
Altro	71,9	53,1	3,4	0,2	15,2	30,2
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	1.788,6	1.306,7	43,2	50,2	388,4	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14,3	14,3				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	161,5	113,2	40,2	39,2	-31,0	2,3
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	312,9	84,9	176,4	10,9	40,8	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	42,8	17,5	14,0	1,5	9,7	2,3
Imposte in conto capitale	5,7				5,7	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	37,0	17,5	14,0	1,5	4,0	2,3
<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
<b>1° trim. 2007</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		16.918,5	13.408,5	19.715,4	9.371,1	5.956,0	2.688,7	13.215,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				180,9				
Banconote, monete e depositi		5.333,8	1.577,0	2.154,6	1.238,3	730,4	504,1	3.519,6
Titoli di debito a breve termine		30,3	112,1	90,6	256,2	212,7	22,7	693,2
Titoli di debito a lungo termine		1.431,5	189,0	3.249,6	1.864,6	1.903,8	203,5	2.026,3
Prestiti		23,6	1.676,6	10.858,8	1.283,5	361,6	361,0	1.405,8
<i>di cui a lungo termine</i>		19,6	926,5	8.267,8	953,7	298,9	316,7	.
Azioni e altre partecipazioni		4.926,5	7.243,9	1.722,9	4.487,9	2.323,6	1.057,2	4.880,7
Azioni quotate		1.213,0	1.780,7	659,8	2.357,9	820,4	380,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.067,7	5.057,8	800,0	1.509,6	462,6	544,0	.
Quote di fondi di investimento		1.645,8	405,4	263,2	620,4	1.040,7	133,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		4.918,1	131,0	1,9	0,0	143,6	3,1	182,8
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		254,7	2.479,0	1.456,1	240,6	280,1	537,1	507,1
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni attività finanziarie		157,0	194,3	839,4	231,1	100,9	34,7	646,1
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,4				0,4
Banconote, monete e depositi		17,5	29,2	211,9	110,9	26,8	15,2	269,9
Titoli di debito a breve termine		14,8	7,7	10,1	52,4	14,7	3,0	22,7
Titoli di debito a lungo termine		15,7	-15,3	135,3	-10,8	40,2	3,2	138,3
Prestiti		-1,0	33,4	308,8	18,4	-4,1	-4,4	79,7
<i>di cui a lungo termine</i>		-1,1	23,1	148,9	32,4	1,9	1,1	.
Azioni e altre partecipazioni		17,2	67,7	53,0	41,1	17,3	-0,3	125,6
Azioni quotate		-6,7	-5,8	19,4	21,6	-2,5	-0,1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		25,4	60,7	24,3	-20,6	2,7	-3,7	.
Quote di fondi di investimento		-1,4	12,9	9,2	40,1	17,1	3,5	.
Riserve tecniche di assicurazione		66,2	2,4	0,0	0,0	3,8	0,0	6,2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		26,7	69,2	120,8	19,2	2,1	18,0	3,4
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		164,2	164,0	26,4	74,6	22,6	19,3	65,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				4,6				
Banconote, monete e depositi		-2,0	-1,9	-17,6	-0,9	-0,1	0,9	-18,5
Titoli di debito a breve termine		-1,3	0,1	0,6	14,8	0,2	0,2	-12,6
Titoli di debito a lungo termine		11,0	2,0	-9,6	-13,5	-14,3	0,5	-7,0
Prestiti		-0,1	7,5	8,0	7,5	-6,4	0,0	33,5
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,1	4,3	11,2	7,0	-0,6	0,0	.
Azioni e altre partecipazioni		155,7	177,4	45,4	50,2	37,9	18,5	44,5
Azioni quotate		47,8	100,7	31,9	38,4	24,0	11,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		97,7	74,3	11,5	7,5	5,9	6,9	.
Quote di fondi di investimento		10,1	2,4	2,0	4,3	8,0	0,6	.
Riserve tecniche di assicurazione		1,3	-0,3	0,0	0,0	-0,4	0,0	1,0
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-0,3	-20,7	-4,9	16,4	5,6	-0,8	24,6
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		17.239,7	13.766,8	20.581,3	9.676,9	6.079,4	2.742,7	13.926,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				185,0				
Banconote, monete e depositi		5.349,3	1.604,2	2.348,9	1.348,3	757,0	520,2	3.771,0
Titoli di debito a breve termine		43,8	119,8	101,3	323,3	227,6	26,0	703,3
Titoli di debito a lungo termine		1.458,2	175,6	3.375,3	1.840,4	1.929,7	207,1	2.157,6
Prestiti		22,4	1.717,5	11.175,6	1.309,4	351,2	356,6	1.519,0
<i>di cui a lungo termine</i>		18,4	953,9	8.427,8	993,2	300,2	317,7	.
Azioni e altre partecipazioni		5.099,4	7.489,0	1.821,3	4.579,1	2.378,9	1.075,4	5.050,9
Azioni quotate		1.254,2	1.875,6	711,1	2.417,9	841,9	391,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.190,8	5.192,8	835,8	1.496,5	471,3	547,2	.
Quote di fondi di investimento		1.654,5	420,7	274,4	664,8	1.065,8	137,1	.
Riserve tecniche di assicurazione		4.985,7	133,1	1,9	0,0	147,1	3,1	190,0
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		281,0	2.527,6	1.571,9	276,3	287,9	554,3	535,1
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

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 assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>1° trim. 2007</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		5.409,2	21.609,4	20.073,1	9.326,3	6.066,9	6.712,9	11.894,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	12.151,6	210,8	3,9	345,6	2.345,9
Titoli di debito a breve termine			267,6	325,2	70,2	0,1	560,7	194,0
Titoli di debito a lungo termine			425,5	2.500,6	1.251,7	26,1	4.357,0	2.307,5
Prestiti		5.021,3	6.250,1		1.260,5	155,8	1.075,5	2.207,7
<i>di cui a lungo termine</i>		4.709,8	4.214,2		610,8	79,6	944,1	.
Azioni e altre partecipazioni			12.070,1	3.209,7	6.311,3	656,3	4,8	4.390,6
Azioni quotate			4.458,0	1.056,0	299,1	320,8	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.612,1	1.215,3	867,8	335,5	4,8	.
Quote di fondi di investimento				938,4	5.144,4			.
Riserve tecniche di assicurazione		32,7	325,8	53,3	0,5	4.967,7	0,6	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		355,2	2.270,3	1.832,7	221,2	257,1	368,8	449,3
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.139,6	11.509,3	-8.200,9	-357,7	44,8	-111,0	-4.024,2	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		93,4	244,0	802,0	231,7	99,0	85,2	648,3
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	413,6	3,8	0,0	-7,4	271,3
Titoli di debito a breve termine			15,9	33,2	-2,7	-0,1	49,3	29,8
Titoli di debito a lungo termine			-4,8	97,2	81,2	0,0	38,5	94,4
Prestiti		75,1	143,2		37,1	19,4	7,0	148,9
<i>di cui a lungo termine</i>		77,1	93,9		-0,3	1,5	-20,3	.
Azioni e altre partecipazioni			59,7	77,9	104,9	3,1	0,0	76,1
Azioni quotate			6,9	5,2	8,3	0,5	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			52,8	-0,6	8,3	2,6	0,0	.
Quote di fondi di investimento				73,2	88,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	1,0	0,6	-0,1	77,2	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		18,3	28,9	179,5	7,6	-0,6	-2,2	27,8
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	2,2	63,6	-49,7	37,4	-0,6	1,9	-50,4	-2,2
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		10,6	396,0	65,3	44,6	17,6	-20,3	18,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	-5,2	0,1	0,0	0,0	-35,0
Titoli di debito a breve termine			0,3	-1,4	0,0	0,0	2,6	0,3
Titoli di debito a lungo termine			2,8	-4,2	-1,5	-0,1	-30,5	2,6
Prestiti		7,0	29,7		4,3	-2,5	-2,9	14,6
<i>di cui a lungo termine</i>		5,7	17,4		1,6	-0,7	-3,1	.
Azioni e altre partecipazioni			354,5	72,4	64,4	14,0	0,1	24,2
Azioni quotate			197,1	38,9	36,1	7,2	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			157,4	35,7	-2,6	6,8	0,1	.
Quote di fondi di investimento				-2,3	30,9			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		3,6	8,6	3,7	-22,7	4,5	10,4	11,9
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-42,6	153,7	-232,0	-38,8	30,0	5,0	39,6	47,1
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		5.513,2	22.249,3	20.940,4	9.602,6	6.183,6	6.777,7	12.561,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	12.560,0	214,7	3,9	338,2	2.582,2
Titoli di debito a breve termine			283,9	357,1	67,5	0,1	612,6	224,0
Titoli di debito a lungo termine			423,6	2.593,5	1.331,3	26,1	4.364,9	2.404,5
Prestiti		5.103,4	6.422,9		1.302,0	172,6	1.079,5	2.371,2
<i>di cui a lungo termine</i>		4.792,6	4.325,5		612,1	80,4	920,7	.
Azioni e altre partecipazioni			12.484,3	3.360,0	6.480,6	673,4	4,9	4.490,8
Azioni quotate			4.662,0	1.100,2	343,5	328,5	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.822,3	1.250,5	873,5	344,9	4,9	.
Quote di fondi di investimento				1.009,3	5.263,6			.
Riserve tecniche di assicurazione		32,7	326,8	53,9	0,4	5.046,6	0,6	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		377,1	2.307,8	2.015,9	206,1	261,0	377,1	489,0
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.180,0	11.726,5	-8.482,6	-359,1	74,3	-104,1	-4.035,0	

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	2003	2004	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	2° trim. 2006- 1° trim. 2007
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.657,2	3.762,4	3.865,4	3.897,8	3.936,9	3.974,8	4.008,8	4.050,7
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	110,7	123,1	131,2	131,6	133,6	134,1	130,1	129,0
Consumo di capitale fisso	1.074,5	1.121,3	1.172,2	1.183,2	1.195,5	1.207,9	1.219,3	1.232,5
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	1.847,6	1.943,6	1.991,1	2.017,7	2.028,6	2.060,2	2.110,6	2.147,0
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.276,2	2.324,8	2.521,9	2.590,8	2.673,9	2.745,9	2.838,6	2.933,6
Interessi	1.265,8	1.241,0	1.313,2	1.358,6	1.414,3	1.483,4	1.551,9	1.616,9
Altri redditi da capitale	1.010,4	1.083,8	1.208,7	1.232,2	1.259,6	1.262,5	1.286,7	1.316,7
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	6.356,9	6.628,4	6.830,7	6.909,2	6.986,5	7.074,5	7.179,6	7.273,9
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	856,8	882,6	932,4	948,2	972,6	991,5	1.023,5	1.035,1
Contributi sociali	1.388,2	1.427,5	1.468,8	1.483,1	1.499,0	1.515,3	1.529,5	1.541,2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.407,5	1.452,3	1.493,8	1.505,4	1.516,0	1.526,5	1.537,6	1.543,9
Altri trasferimenti correnti	658,2	683,2	703,8	700,4	701,1	703,3	705,2	707,2
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	174,0	175,9	177,2	176,7	175,6	175,3	174,1	174,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	174,6	176,4	178,1	177,2	176,0	175,3	174,1	174,8
Altro	309,7	330,9	348,5	346,6	349,5	352,7	356,9	357,9
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	6.286,8	6.551,1	6.745,5	6.825,4	6.902,8	6.988,8	7.091,7	7.188,2
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	5.844,8	6.054,5	6.276,6	6.340,0	6.401,9	6.458,8	6.519,0	6.578,9
Spese per consumi individuali	5.223,7	5.410,6	5.616,3	5.676,4	5.732,3	5.785,0	5.838,2	5.891,6
Spese per consumi collettivi	621,1	643,9	660,3	663,6	669,6	673,8	680,9	687,3
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	54,7	58,3	60,2	60,4	60,8	61,1	61,3	62,3
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	442,2	496,8	469,2	485,6	501,1	530,3	572,9	609,5
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.485,4	1.568,1	1.646,2	1.689,0	1.716,2	1.757,3	1.790,5	1.828,2
Investimenti fissi lordi	1.482,7	1.555,1	1.627,6	1.655,0	1.682,8	1.713,3	1.758,2	1.800,1
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	2,7	13,0	18,6	34,0	33,4	44,0	32,3	28,1
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,6	-1,1	0,1	0,9	1,4	1,6	1,3	1,1
Trasferimenti in conto capitale	181,3	164,6	172,7	160,4	156,9	170,2	185,7	186,2
Imposte in conto capitale	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2	22,8
Altri trasferimenti in conto capitale	145,5	134,8	148,8	136,1	133,2	148,0	163,6	163,4
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	42,9	67,9	9,0	-7,1	-8,5	-8,0	13,6	28,1

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	2003	2004	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	2° trim. 2006- 1° trim. 2007
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	6.690,0	6.950,5	7.159,9	7.230,3	7.294,6	7.377,1	7.468,8	7.559,2
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	760,9	796,6	838,0	857,5	873,7	884,1	902,6	922,5
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	7.450,8	7.747,1	7.997,9	8.087,8	8.168,2	8.261,2	8.371,4	8.481,6
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	1.847,6	1.943,6	1.991,1	2.017,7	2.028,6	2.060,2	2.110,6	2.147,0
Redditi da lavoro dipendente	3.664,3	3.769,5	3.871,3	3.903,4	3.942,6	3.980,7	4.014,8	4.057,0
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	880,6	933,3	980,7	999,3	1.017,7	1.028,7	1.043,4	1.060,3
Redditi da capitale	2.240,6	2.306,8	2.509,6	2.579,6	2.671,6	2.750,9	2.849,4	2.943,3
Interessi	1.234,5	1.206,7	1.285,7	1.334,4	1.392,8	1.465,9	1.536,6	1.600,4
Altri redditi da capitale	1.006,1	1.100,1	1.223,9	1.245,2	1.278,8	1.285,0	1.312,9	1.342,9
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	6.356,9	6.628,4	6.830,7	6.909,2	6.986,5	7.074,5	7.179,6	7.273,9
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	858,7	885,4	935,9	951,9	977,1	996,0	1.028,1	1.039,6
Contributi sociali	1.387,2	1.426,5	1.468,3	1.482,7	1.498,6	1.514,9	1.529,1	1.540,7
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.401,2	1.445,0	1.486,5	1.498,1	1.508,8	1.519,2	1.530,2	1.536,6
Altri trasferimenti correnti	593,6	611,3	622,9	620,5	620,6	620,7	620,5	624,8
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	174,6	176,4	178,1	177,2	176,0	175,3	174,1	174,8
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	171,3	173,6	175,7	174,9	173,5	172,8	171,7	172,2
Altro	247,7	261,3	269,0	268,4	271,1	272,7	274,7	277,8
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	6.286,8	6.551,1	6.745,5	6.825,4	6.902,8	6.988,8	7.091,7	7.188,2
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	54,9	58,5	60,4	60,6	61,0	61,3	61,5	62,5
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	442,2	496,8	469,2	485,6	501,1	530,3	572,9	609,5
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.074,5	1.121,3	1.172,2	1.183,2	1.195,5	1.207,9	1.219,3	1.232,5
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	193,5	181,3	186,7	174,4	169,3	182,9	199,1	201,6
Imposte in conto capitale	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2	22,8
Altri trasferimenti in conto capitale	157,6	151,5	162,7	150,0	145,7	160,6	176,9	178,8
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE e Eurostat.

1) 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)

	2003	2004	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	2° trim. 2006- 1° trim. 2007
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.664,3	3.769,5	3.871,3	3.903,4	3.942,6	3.980,7	4.014,8	4.057,0
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.231,3	1.284,9	1.330,3	1.346,0	1.363,7	1.383,0	1.407,7	1.429,3
Interessi attivi (+)	237,8	228,8	226,5	229,4	234,9	242,3	250,0	257,0
Interessi passivi (-)	123,4	123,2	126,3	129,7	135,3	143,6	151,2	159,3
Altri redditi da capitali attivi (+)	611,3	642,7	691,7	703,9	713,9	717,4	723,4	730,0
Altri redditi da capitali passivi (-)	8,7	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	702,5	706,7	739,6	750,7	764,5	772,1	789,8	796,4
Contributi sociali netti (-)	1.384,4	1.423,7	1.464,7	1.479,0	1.494,7	1.511,0	1.525,2	1.536,8
Prestazioni sociali nette (+)	1.396,4	1.440,0	1.481,3	1.492,8	1.503,3	1.513,7	1.524,7	1.531,0
Trasferimenti correnti netti attivi (-)	65,1	65,0	69,2	69,1	68,1	66,9	68,8	71,9
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>4.987,2</b>	<b>5.168,2</b>	<b>5.330,5</b>	<b>5.375,9</b>	<b>5.422,8</b>	<b>5.468,1</b>	<b>5.513,8</b>	<b>5.574,3</b>
Spese per consumi finali (-)	4.306,6	4.461,6	4.621,9	4.670,3	4.714,6	4.755,5	4.799,1	4.843,1
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	54,6	58,1	60,0	60,1	60,6	60,8	61,1	62,0
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>735,2</b>	<b>764,6</b>	<b>768,7</b>	<b>765,8</b>	<b>768,7</b>	<b>773,4</b>	<b>775,8</b>	<b>793,3</b>
Consumo di capitale fisso (-)	288,0	303,3	318,0	321,1	324,4	327,7	330,7	334,3
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	12,6	19,0	20,8	18,4	17,3	23,4	25,2	24,8
Altre variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup>	229,2	285,9	617,7	712,0	499,0	351,1	447,5	326,7
<b>= Variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup></b>	<b>689,0</b>	<b>766,2</b>	<b>1.089,2</b>	<b>1.175,0</b>	<b>960,6</b>	<b>820,2</b>	<b>917,8</b>	<b>810,5</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	482,3	512,0	537,1	549,1	559,2	573,4	586,8	601,6
Consumo di capitale fisso (-)	288,0	303,3	318,0	321,1	324,4	327,7	330,7	334,3
Investimento finanziario (+)								
Bancnote, monete e depositi	220,6	246,0	239,2	245,8	250,2	270,4	282,4	277,8
<i>di cui depositi inclusi in M3 <sup>2)</sup></i>	166,1	168,5	207,7	214,5	215,7	226,1	242,1	251,6
Titoli di debito a breve termine	-34,5	6,6	-19,0	-2,1	3,8	13,0	16,3	20,1
Titoli di debito a lungo termine	23,9	71,1	30,0	37,7	39,1	83,0	72,2	49,2
Azioni e altre partecipazioni	89,8	-18,6	128,8	85,4	46,0	-9,6	-23,5	-2,3
Azioni quotate	29,5	-51,1	9,1	-24,6	-24,9	-35,1	-14,9	-3,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	-19,0	36,8	61,0	66,8	44,0	36,0	17,1	34,1
Quote di fondi di investimento	79,3	-4,3	58,7	43,3	26,9	-10,5	-25,7	-32,7
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	14,4	-19,4	-10,1	-11,5	-9,0	-10,0	-4,9	1,6
Riserve tecniche di assicurazione	244,3	269,5	315,4	323,7	308,7	298,9	276,2	259,0
Finanziamento (-)								
Prestiti	262,8	312,2	388,7	418,1	417,4	414,8	404,5	391,1
<i>di cui da IFM dell'area dell'euro</i>	211,6	277,4	357,5	379,6	382,6	371,0	345,4	336,9
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	266,9	240,8	507,5	606,2	420,7	310,5	396,2	299,7
Riserve tecniche di assicurazione	28,7	76,8	136,3	113,8	62,3	46,4	37,5	20,7
Flussi netti restanti (+)	-82,2	-22,4	-79,3	-45,5	12,5	-23,4	8,9	10,0
<b>= Variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup></b>	<b>689,0</b>	<b>766,2</b>	<b>1.089,2</b>	<b>1.175,0</b>	<b>960,6</b>	<b>820,2</b>	<b>917,8</b>	<b>810,5</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Bancnote, monete e depositi	4.569,8	4.807,4	5.053,3	5.075,0	5.166,8	5.197,2	5.333,8	5.349,3
<i>di cui depositi inclusi in M3 <sup>2)</sup></i>	3.405,1	3.576,6	3.787,0	3.813,3	3.887,9	3.911,3	4.025,1	4.073,0
Titoli di debito a breve termine	25,5	33,0	14,7	25,9	33,5	36,7	30,3	43,8
Titoli di debito a lungo termine	1.292,6	1.350,9	1.372,1	1.415,6	1.413,6	1.435,5	1.431,5	1.458,2
Azioni e altre partecipazioni	3.695,2	3.917,5	4.553,8	4.802,0	4.681,7	4.797,1	4.926,5	5.099,4
Azioni quotate	797,0	849,5	1.039,0	1.140,9	1.071,1	1.154,1	1.213,0	1.254,2
Azioni non quotate e altre partecipazioni	1.415,3	1.575,9	1.877,6	1.987,7	1.984,6	2.017,5	2.067,7	2.190,8
Quote di fondi di investimento	1.483,0	1.492,1	1.637,2	1.673,4	1.626,0	1.625,5	1.645,8	1.654,5
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	263,8	249,0	235,3	213,4	216,0	211,1	186,4	195,1
Riserve tecniche di assicurazione	3.806,4	4.152,8	4.604,5	4.706,0	4.746,6	4.834,2	4.918,1	4.985,7
Restanti attività finanziarie	-80,6	-84,4	-145,7	-153,3	-130,8	-132,2	-109,6	-106,4
Passività (-)								
Prestiti	3.960,3	4.276,8	4.650,8	4.733,1	4.839,1	4.920,5	5.021,3	5.103,4
<i>di cui da IFM dell'area dell'euro</i>	3.521,2	3.809,0	4.191,6	4.280,8	4.384,5	4.459,3	4.537,7	4.611,3
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>9.348,6</b>	<b>9.900,2</b>	<b>10.801,8</b>	<b>11.138,1</b>	<b>11.072,4</b>	<b>11.248,1</b>	<b>11.509,3</b>	<b>11.726,5</b>

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.

2) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (ad esempio, Poste o Tesoro) verso le famiglie, incluse in M3 (cfr. Glossario).

**3.4 Società non finanziarie**

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

	2003	2004	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	2° trim. 2006- 1° trim. 2007
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	3.781,5	3.928,2	4.034,5	4.075,7	4.106,6	4.155,2	4.217,1	4.269,4
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.304,5	2.371,7	2.430,2	2.450,5	2.475,1	2.499,1	2.524,7	2.554,0
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	59,1	66,4	72,4	72,1	74,1	74,4	73,2	71,9
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.417,9	1.490,0	1.531,9	1.553,1	1.557,4	1.581,7	1.619,2	1.643,5
Consumo di capitale fisso (-)	608,7	632,8	661,3	667,2	674,0	681,2	688,0	695,7
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	809,3	857,3	870,5	886,0	883,4	900,5	931,2	947,9
Redditi da capitale attivi (+)	318,0	363,4	410,3	423,1	433,5	445,9	461,9	471,6
Interessi attivi	124,2	118,4	125,1	131,0	137,5	145,0	151,2	154,5
Altri redditi da capitale	193,8	244,9	285,2	292,1	296,0	300,9	310,7	317,1
Interest and rents payable (-)	228,0	226,0	233,6	240,0	247,3	257,2	267,8	278,6
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	899,3	994,6	1.047,2	1.069,0	1.069,5	1.089,2	1.125,4	1.140,9
Utili distribuiti (-)	690,6	748,3	828,6	843,2	858,6	861,7	881,0	896,1
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	116,7	131,6	147,4	150,1	156,8	166,7	180,4	186,5
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,5	73,6	74,0	73,9	74,1	74,3	74,5	75,1
Prestazioni sociali da erogare (-)	59,9	60,5	62,0	62,0	62,1	62,3	62,3	62,4
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	43,1	48,3	47,9	45,6	46,1	46,3	45,6	45,4
Variazione della ricchezza netta delle famiglie in fondi pensione (-)	13,0	12,8	11,8	11,9	12,0	12,1	12,1	12,1
= <b>Risparmio netto</b>	49,5	66,7	23,6	30,1	7,9	14,4	18,5	13,5
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	167,5	190,0	206,0	230,6	239,8	255,1	260,3	269,1
Investimenti fissi lordi (+)	775,3	815,0	850,9	866,8	882,5	897,2	919,3	940,8
Consumo di capitale fisso (-)	608,7	632,8	661,3	667,2	674,0	681,2	688,0	695,7
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	0,9	7,8	16,5	31,0	31,3	39,1	29,1	24,0
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi di cui depositi inclusi in M3 <sup>1)</sup>	115,2	83,5	152,6	161,0	168,8	164,3	175,2	188,2
Titoli di debito a breve termine	63,0	73,8	99,3	103,9	108,9	116,8	138,5	157,7
Titoli di debito a lungo termine	-33,5	-56,9	-20,4	-4,6	13,9	-0,7	22,1	3,8
Azioni e altre partecipazioni	141,6	61,0	138,5	99,8	104,5	108,5	129,2	156,9
Riserve tecniche di assicurazione	176,8	177,7	162,3	179,1	228,0	191,0	206,7	233,0
Restanti attività nette (+)	4,9	5,9	8,7	5,9	6,1	5,7	6,2	6,1
Finanziamento (-)	2,3	64,4	22,6	84,7	113,4	157,6	163,8	133,0
Debito	294,9	216,1	403,0	467,6	576,6	630,5	657,1	670,8
Prestiti di cui da IFM dell'area dell'euro	217,2	196,0	395,0	462,4	555,8	593,1	605,5	618,6
Titoli di debito	102,8	163,9	262,7	334,2	371,8	422,7	446,2	442,7
Riserve di fondi pensione	62,6	6,7	-4,6	-7,6	8,6	25,4	39,6	42,1
Azioni e altre partecipazioni	15,0	13,5	12,6	12,7	12,2	12,0	12,0	10,0
Azioni quotate	185,3	188,6	184,9	209,0	238,6	171,6	207,3	222,1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	19,1	11,9	101,3	96,1	113,5	39,7	32,4	41,1
Trasferimenti netti di capitale attivi (-)	166,1	176,7	83,6	112,9	125,1	131,9	174,9	181,0
= <b>Risparmio netto</b>	45,0	54,3	58,9	49,8	51,4	65,2	80,5	83,7
= <b>Risparmio netto</b>	49,5	66,7	23,6	30,1	7,9	14,4	18,5	13,5
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Banconote, monete e depositi di cui depositi inclusi in M3 <sup>1)</sup>	1.194,2	1.262,2	1.417,4	1.428,8	1.472,2	1.512,8	1.577,0	1.604,2
Titoli di debito	984,2	1.042,9	1.147,3	1.131,9	1.167,0	1.199,4	1.277,4	1.284,5
Prestiti	395,9	310,4	285,9	297,1	307,7	296,0	301,0	295,4
Azioni e altre partecipazioni	1.337,8	1.389,5	1.524,3	1.544,2	1.577,6	1.608,0	1.676,6	1.717,5
Riserve tecniche di assicurazione	4.842,9	5.340,7	6.250,1	6.696,2	6.611,0	6.905,4	7.243,9	7.489,0
Restanti attività finanziarie nette (+)	110,8	118,2	124,4	126,9	128,4	129,7	131,0	133,1
Passività	170,2	198,6	163,8	189,6	230,1	220,8	208,7	219,8
Debiti	6.068,3	6.237,2	6.646,2	6.802,7	7.003,0	7.127,2	7.269,0	7.457,2
Prestiti di cui da IFM dell'area dell'euro	5.151,3	5.268,4	5.667,8	5.816,8	5.997,2	6.116,0	6.250,1	6.422,9
Titoli di debito	3.034,4	3.152,2	3.409,1	3.525,4	3.640,2	3.731,6	3.844,5	3.957,0
Riserve di fondi pensione	628,6	667,5	664,6	669,1	686,3	688,7	693,1	707,4
Azioni e altre partecipazioni	288,5	301,2	313,8	316,8	319,5	322,6	325,8	326,8
Azioni quotate	8.077,2	8.977,0	10.468,5	11.207,0	11.016,2	11.364,5	12.070,1	12.484,3
Azioni non quotate e altre partecipazioni	2.732,2	2.987,3	3.681,2	4.088,5	3.947,3	4.091,8	4.458,0	4.662,0
= <b>Risparmio netto</b>	5.345,1	5.989,7	6.787,2	7.118,5	7.068,8	7.272,7	7.612,1	7.822,3

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (ad esempio, Poste o Tesoro) verso le società non finanziarie, incluse in M3 (cfr. Glossario).

### 3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

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

	2003	2004	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	2° trim. 2006- 1° trim. 2007
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi	29,9	49,8	27,4	16,6	38,2	49,6	68,5	85,1
<i>di cui depositi inclusi in M3<sup>1)</sup></i>	7,0	12,4	7,0	0,1	7,8	8,2	12,4	17,9
Titoli di debito a breve termine	10,8	22,6	21,3	15,2	0,2	-8,8	-0,5	11,9
Titoli di debito a lungo termine	140,7	132,6	140,7	135,0	133,2	137,7	129,0	133,5
Prestiti	11,7	6,6	-7,8	8,1	15,4	18,1	13,5	-4,7
Azioni e altre partecipazioni	59,0	46,3	120,3	141,1	139,4	146,7	133,0	103,2
Azioni quotate	9,5	14,0	21,4	17,8	17,0	16,1	18,3	12,8
Azioni non quotate e altre partecipazioni	5,2	-1,0	14,1	17,3	22,5	27,8	25,0	23,7
Quote di fondi di investimento	44,3	33,3	84,9	106,1	99,9	102,7	89,7	66,7
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	6,8	3,3	-0,8	-0,7	-4,0	-5,3	2,6	3,6
Restanti attività nette (+)	-2,4	12,4	23,8	17,5	6,5	3,2	-5,2	8,2
Finanziamento (-)								
Titoli di debito	5,0	-1,8	0,1	-0,5	-0,4	-0,4	4,1	4,0
Prestiti	12,3	4,6	9,5	22,5	23,9	32,6	27,8	26,9
Azioni e altre partecipazioni	11,4	12,7	10,4	10,1	9,3	12,5	7,9	10,6
Riserve tecniche di assicurazione	237,0	261,2	331,0	339,8	329,7	328,0	306,9	295,5
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	210,3	229,5	289,8	303,5	293,5	288,4	263,7	249,8
Riserve premi e riserve sinistri	26,8	31,6	41,2	36,3	36,2	39,6	43,2	45,7
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>-16,2</b>	<b>-6,4</b>	<b>-25,2</b>	<b>-38,4</b>	<b>-29,6</b>	<b>-26,3</b>	<b>-8,4</b>	<b>0,2</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	107,2	109,4	200,8	231,0	125,3	121,1	183,8	149,4
Altre attività nette	-10,2	161,1	42,2	22,7	-17,3	3,7	-46,5	-52,4
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	98,2	20,6	118,2	129,5	88,6	91,6	56,3	42,1
Riserve tecniche di assicurazione	33,7	85,2	145,6	118,7	68,7	53,9	48,5	32,2
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	34,2	65,4	151,6	126,0	69,4	53,7	47,7	29,8
Riserve premi e riserve sinistri	-0,5	19,8	-5,9	-7,4	-0,8	0,2	0,8	2,4
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-34,9</b>	<b>164,8</b>	<b>-20,8</b>	<b>5,6</b>	<b>-49,2</b>	<b>-20,6</b>	<b>32,5</b>	<b>22,6</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Banconote, monete e depositi	580,0	630,7	661,1	671,2	685,8	705,3	730,4	757,0
<i>di cui depositi inclusi in M3<sup>1)</sup></i>	121,1	132,6	141,6	136,9	139,7	143,3	153,4	154,7
Titoli di debito	69,2	205,8	212,8	215,8	214,0	214,1	212,7	227,6
Debito	1.488,4	1.659,9	1.820,3	1.834,7	1.851,6	1.916,0	1.903,8	1.929,7
Prestiti	364,1	359,4	356,8	369,1	370,9	370,9	361,6	351,2
Azioni e altre partecipazioni	1.530,1	1.685,8	2.006,9	2.126,3	2.100,9	2.209,5	2.323,6	2.378,9
Azioni quotate	526,0	574,7	698,2	734,5	705,8	754,2	820,4	841,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	305,7	336,3	395,8	421,9	423,6	438,7	462,6	471,3
Quote di fondi di investimento	698,4	774,8	912,8	969,9	971,5	1.016,6	1.040,7	1.065,8
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	65,8	69,0	83,4	83,1	87,2	87,5	87,3	89,7
Restanti attività nette (+)	89,7	109,7	161,2	164,9	162,1	166,9	162,8	170,1
Passività (-)								
Titoli di debito	23,4	21,9	22,0	22,1	22,3	23,0	26,3	26,1
Prestiti	125,8	119,2	127,7	147,3	151,9	161,6	155,8	172,6
Azioni e altre partecipazioni	430,2	463,5	592,0	620,7	585,4	636,3	656,3	673,4
Riserve tecniche di assicurazione	3.789,4	4.135,7	4.612,3	4.718,9	4.772,1	4.873,0	4.967,7	5.046,6
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.208,5	3.503,4	3.944,8	4.042,5	4.089,4	4.175,8	4.256,2	4.322,1
Riserve premi e riserve sinistri	580,9	632,3	667,5	676,4	682,8	697,3	711,5	724,5
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-247,3</b>	<b>-88,9</b>	<b>-135,0</b>	<b>-127,0</b>	<b>-146,4</b>	<b>-111,4</b>	<b>-111,0</b>	<b>-104,1</b>

Fonte: BCE.

1) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (ad esempio, Poste o Tesoro) verso le società di assicurazione e i fondi pensione, incluse in M3 (cfr. Glossario).

## MERCATI FINANZIARI

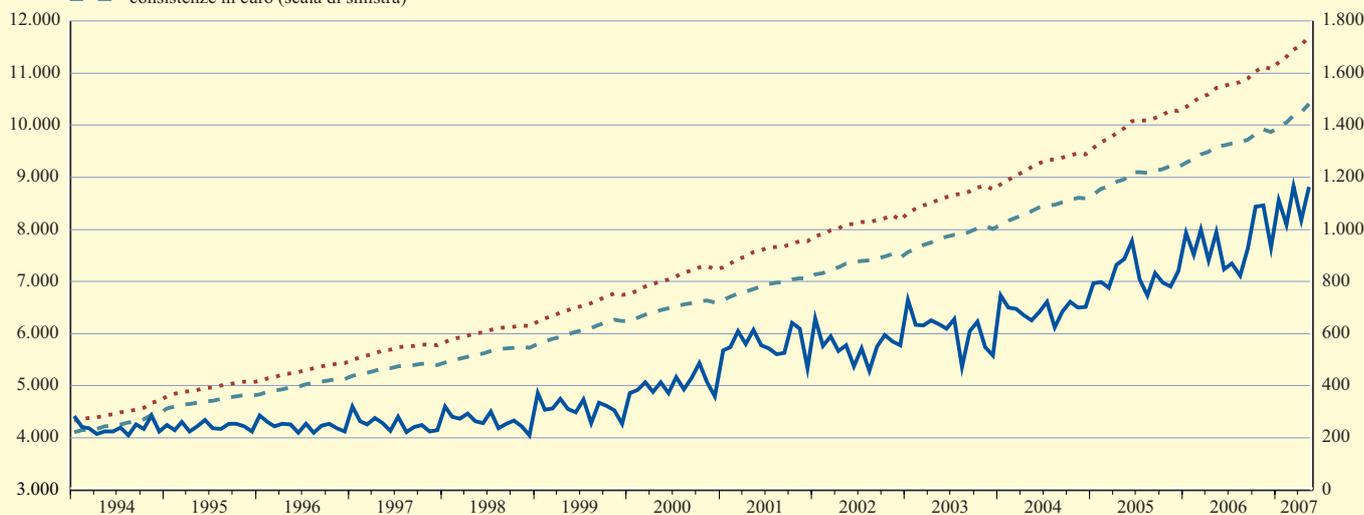
### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione (miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2006 mag.	11.291,0	1.007,8	126,7	9.596,7	936,9	111,9	10.717,6	989,4	125,9	7,7	88,8	8,1
giu.	11.353,6	896,0	64,6	9.618,4	793,4	23,5	10.750,9	846,7	32,4	6,6	24,9	7,0
lug.	11.371,4	883,8	17,2	9.652,3	820,1	33,4	10.799,0	868,1	43,5	7,0	52,5	6,8
ago.	11.403,7	837,9	31,8	9.673,8	779,9	21,0	10.828,8	822,8	24,6	7,2	74,7	7,0
set.	11.524,3	1.004,1	120,1	9.724,3	882,0	50,1	10.897,5	927,9	56,9	7,3	57,0	6,7
ott.	11.619,8	1.106,2	93,3	9.827,8	1.023,0	101,6	11.032,9	1.086,0	122,2	7,9	123,0	8,1
nov.	11.758,3	1.134,5	137,7	9.919,2	1.036,6	90,8	11.124,2	1.092,7	107,3	8,2	100,0	8,3
dic.	11.734,1	976,7	-24,9	9.864,3	884,9	-55,8	11.079,3	929,7	-59,9	7,8	39,6	8,5
2007 gen.	11.831,9	1.144,3	97,8	9.961,6	1.052,1	97,4	11.206,5	1.111,7	116,0	7,9	76,4	8,9
feb.	11.937,7	1.042,2	105,9	10.051,6	953,5	90,2	11.316,2	1.019,5	117,0	8,1	88,3	9,1
mar.	12.166,6	1.254,9	227,7	10.182,7	1.112,8	129,8	11.452,9	1.165,4	135,9	8,4	108,0	10,1
apr.	.	.	.	10.255,3	980,6	72,4	11.536,3	1.035,4	89,3	8,6	74,7	9,0
mag.	.	.	.	10.404,8	1.101,6	150,2	11.712,4	1.162,1	171,1	8,9	132,8	9,5
<b>A lungo termine</b>												
2006 mag.	10.267,2	206,0	100,7	8.670,3	167,5	85,9	9.645,0	187,4	95,6	7,7	63,5	7,6
giu.	10.326,6	200,2	60,2	8.734,2	168,2	64,5	9.729,6	193,5	80,9	6,7	52,9	7,1
lug.	10.365,1	192,9	38,6	8.758,5	158,7	24,5	9.769,3	177,6	35,8	7,1	47,9	6,9
ago.	10.381,4	90,5	16,5	8.769,7	71,6	11,4	9.787,5	88,2	21,1	7,5	66,0	7,2
set.	10.475,1	218,5	94,0	8.824,6	156,7	55,2	9.856,9	175,7	62,9	7,5	53,4	7,0
ott.	10.576,3	224,8	98,8	8.895,0	173,9	68,4	9.949,5	206,5	86,1	8,1	102,0	8,2
nov.	10.711,4	226,0	134,2	8.989,6	167,2	93,9	10.043,1	193,4	108,5	8,3	101,6	9,0
dic.	10.732,5	171,1	18,4	9.008,3	132,6	15,8	10.069,6	152,7	12,9	8,1	56,1	9,0
2007 gen.	10.807,8	229,9	75,2	9.058,8	176,6	50,4	10.141,1	200,4	61,4	8,1	64,6	9,3
feb.	10.902,9	234,9	95,3	9.135,3	184,8	76,6	10.231,4	218,3	98,1	8,3	74,7	9,4
mar.	11.037,7	274,8	134,8	9.225,8	206,7	90,4	10.324,9	227,5	95,5	8,4	74,7	9,8
apr.	.	.	.	9.274,7	154,5	48,6	10.379,7	176,1	62,1	8,6	63,1	8,9
mag.	.	.	.	9.398,3	186,7	125,1	10.523,2	212,1	139,3	9,0	106,6	8,9

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

(miliardi di euro)

- emissioni lorde totali (scala di destra)
- ... consistenze totali (scala di sinistra)
- - - consistenze in euro (scala di sinistra)



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 lordi

	Consistenze						Emissioni lordi					
	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	
	<b>Totale</b>											
2005	10.270	4.122	926	613	4.327	283	9.875	6.988	325	1.032	1.435	95
2006	11.079	4.566	1.156	645	4.408	305	11.334	8.377	414	1.118	1.339	85
2006 2° trim.	10.751	4.349	1.027	639	4.437	299	2.717	1.977	107	261	351	22
3° trim.	10.898	4.448	1.063	637	4.452	298	2.619	1.928	79	265	329	18
4° trim.	11.079	4.566	1.156	645	4.408	305	3.108	2.365	144	336	241	23
2007 1° trim.	11.453	4.762	1.236	657	4.489	309	3.297	2.448	126	285	415	23
2007 feb.	11.316	4.710	1.195	649	4.457	306	1.020	773	45	75	118	8
mar.	11.453	4.762	1.236	657	4.489	309	1.165	824	57	133	144	8
apr.	11.536	4.811	1.249	666	4.501	310	1.035	749	29	133	119	7
mag.	11.712	4.873	1.278	678	4.575	308	1.162	825	38	155	138	5
	<b>A breve termine</b>											
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 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.	1.157	638	12	113	389	5	859	659	5	124	68	3
mag.	1.189	652	12	120	401	5	950	727	3	144	73	3
	<b>A lungo termine<sup>1)</sup></b>											
2005	9.324	3.639	919	522	3.966	278	2.078	942	280	89	706	61
2006	10.070	3.996	1.143	551	4.079	301	2.159	1.002	354	95	653	54
2006 2° trim.	9.730	3.818	1.017	538	4.063	294	551	237	91	34	175	14
3° trim.	9.857	3.887	1.051	540	4.085	294	442	196	62	16	158	9
4° trim.	10.070	3.996	1.143	551	4.079	301	553	279	130	31	97	16
2007 1° trim.	10.325	4.141	1.224	551	4.105	304	646	316	110	13	192	14
2007 feb.	10.231	4.099	1.183	549	4.100	301	218	118	40	5	51	5
mar.	10.325	4.141	1.224	551	4.105	304	228	99	52	5	66	5
apr.	10.380	4.173	1.238	552	4.112	305	176	89	24	9	51	3
mag.	10.523	4.221	1.267	558	4.174	303	212	98	35	12	65	2
	<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>											
2005	6.725	2.020	459	413	3.616	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.	6.922	2.084	499	415	3.692	232	332	109	41	21	151	10
3° trim.	6.975	2.112	508	415	3.708	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	3.728	243	405	174	39	9	169	13
2007 feb.	7.132	2.190	554	419	3.730	239	135	62	21	4	43	4
mar.	7.164	2.212	561	421	3.728	243	131	53	11	3	58	5
apr.	7.189	2.222	567	419	3.737	244	102	43	12	5	39	3
mag.	7.267	2.233	575	424	3.791	244	116	38	11	7	57	2
	<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>											
2005	2.266	1.350	456	93	306	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.603	1.507	601	117	314	64	716	405	214	31	51	15
2006 2° trim.	2.432	1.431	512	107	320	62	177	96	50	12	15	4
3° trim.	2.490	1.450	537	110	333	60	134	77	40	4	13	2
4° trim.	2.603	1.507	601	117	314	64	231	124	86	11	5	6
2007 1° trim.	2.712	1.560	655	117	320	61	200	113	69	4	13	1
2007 feb.	2.662	1.547	621	117	315	62	70	45	19	1	4	1
mar.	2.712	1.560	655	117	320	61	83	36	41	1	5	1
apr.	2.746	1.574	662	120	329	61	61	37	12	4	9	0
mag.	2.789	1.591	683	121	334	59	71	37	24	4	5	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.

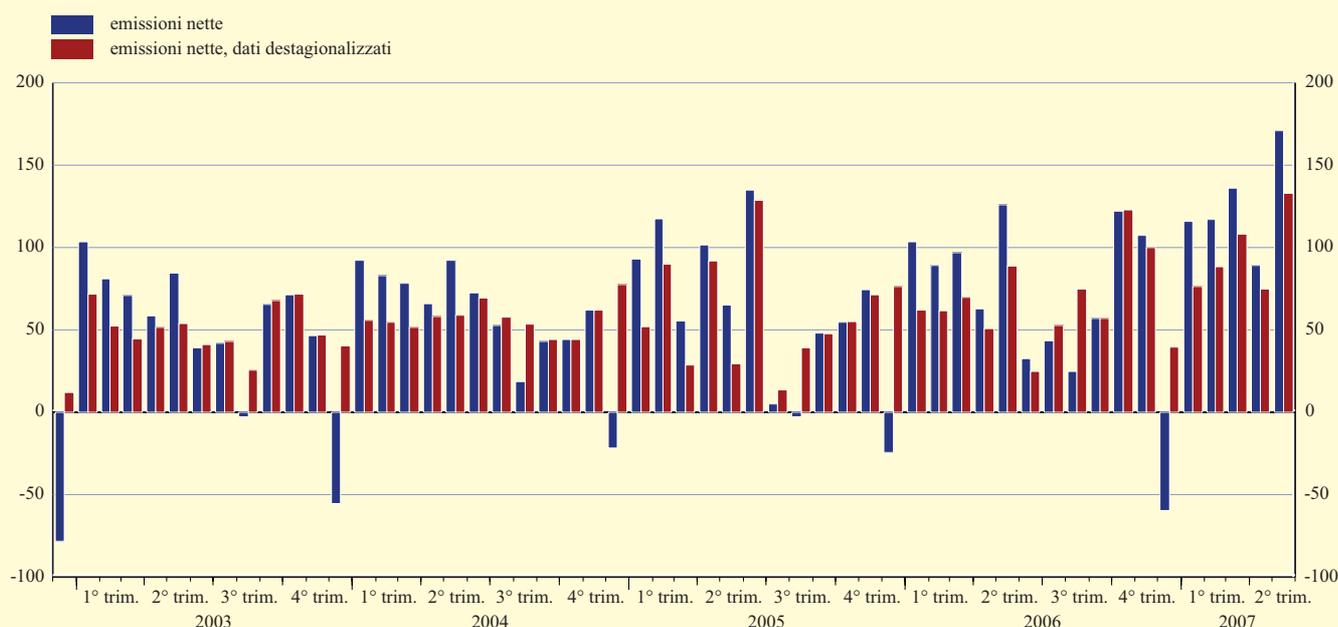
**4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento**  
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

**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	721,6	319,9	175,9	21,9	171,5	32,4	723,5	323,4	171,7	22,1	173,8	32,6
2006	805,2	419,3	236,7	36,5	90,2	22,3	804,4	423,7	232,2	36,9	89,2	22,4
2006 2° trim.	221,1	83,4	60,3	19,6	48,6	9,1	164,5	87,8	47,9	12,9	7,3	8,6
3° trim.	124,9	78,7	34,7	-2,4	14,4	-0,5	184,2	95,2	51,3	1,7	33,7	2,3
4° trim.	169,6	98,4	95,9	10,0	-41,4	6,7	262,6	133,7	67,2	16,2	40,0	5,4
2007 1° trim.	368,9	187,8	81,6	13,0	82,6	3,9	272,6	129,7	107,0	9,4	23,6	2,8
2007 feb.	117,0	69,1	32,9	4,2	11,0	-0,2	88,3	49,6	34,5	3,7	1,7	-1,3
mar.	135,9	48,6	42,2	8,9	33,3	2,9	108,0	27,5	47,5	8,6	20,8	3,6
apr.	89,3	50,1	15,2	9,4	13,3	1,3	74,7	40,0	16,0	6,6	10,1	1,9
mag.	171,1	60,1	28,3	11,9	72,5	-1,7	132,8	50,7	30,0	6,1	47,7	-1,7
	A lungo termine											
2005	713,9	296,5	176,3	22,1	186,3	32,6	715,6	298,4	172,2	22,1	190,2	32,8
2006	755,6	346,5	231,4	33,1	121,4	23,3	754,9	348,7	226,9	33,0	123,1	23,3
2006 2° trim.	219,7	87,1	57,3	16,5	49,7	9,1	161,0	84,9	44,7	9,9	12,8	8,7
3° trim.	119,8	62,4	33,3	2,6	21,5	-0,1	167,2	67,2	49,9	4,8	42,7	2,6
4° trim.	207,6	96,3	95,2	12,2	-3,3	7,2	259,7	126,5	66,6	11,3	49,2	6,0
2007 1° trim.	255,0	142,2	81,9	1,0	26,6	3,3	214,0	108,3	107,2	6,5	-10,1	2,1
2007 feb.	98,1	64,9	33,4	0,1	0,0	-0,4	74,7	46,7	35,4	1,6	-7,7	-1,3
mar.	95,5	42,4	41,6	3,0	5,6	3,0	74,7	23,3	46,5	3,7	-2,3	3,4
apr.	62,1	34,5	15,7	2,3	8,6	0,9	63,1	34,2	17,3	2,6	7,5	1,5
mag.	139,3	46,5	28,2	5,5	60,9	-1,8	106,6	35,4	29,7	2,0	41,2	-1,7

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

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



Fonte: BCE.

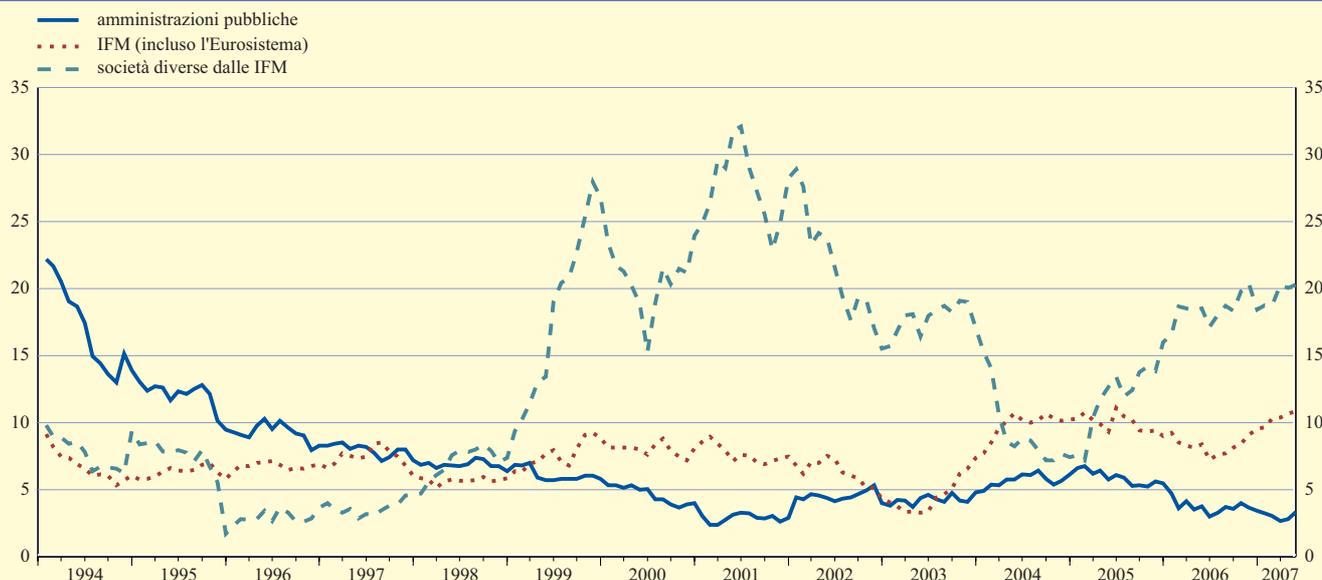
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	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	
<b>Totale</b>												
2006 mag.	7,7	10,0	26,0	3,7	2,6	12,2	8,1	10,5	30,3	6,0	1,8	10,6
giu.	6,6	8,1	23,8	4,6	1,8	12,4	7,0	9,6	26,6	6,2	0,7	10,6
lug.	7,0	8,3	25,6	4,8	2,2	11,8	6,8	8,8	25,2	5,3	1,2	10,7
ago.	7,2	8,4	27,2	3,4	2,5	12,2	7,0	8,8	23,9	2,7	2,3	10,2
set.	7,3	9,0	26,4	4,3	2,2	10,4	6,7	8,8	21,5	4,8	1,9	7,7
ott.	7,9	9,6	29,0	4,0	2,6	9,5	8,1	10,1	27,9	4,8	2,5	7,6
nov.	8,2	10,0	29,5	5,2	2,5	8,8	8,3	9,5	28,6	4,4	3,3	7,0
dic.	7,8	10,2	25,7	6,0	2,1	7,9	8,5	10,8	24,6	5,7	3,4	5,3
2007 gen.	7,9	10,5	26,1	5,3	1,9	7,4	8,9	12,3	27,0	5,3	2,5	4,1
feb.	8,1	10,7	26,1	5,4	2,1	5,8	9,1	12,7	28,4	8,3	1,9	1,3
mar.	8,4	10,5	28,2	6,5	2,4	6,7	10,1	12,1	35,3	8,2	2,9	5,5
apr.	8,6	10,6	27,9	6,8	2,6	7,3	9,0	11,1	27,9	8,7	2,7	6,9
mag.	8,9	10,5	28,5	6,6	3,5	5,1	9,5	11,4	28,5	8,8	3,7	3,2
<b>A lungo termine</b>												
2006 mag.	7,7	8,4	26,1	6,8	3,2	12,6	7,6	7,7	30,1	8,0	2,7	11,1
giu.	6,7	7,2	23,7	6,4	2,3	12,8	7,1	8,7	26,0	6,6	1,6	10,8
lug.	7,1	7,6	25,5	6,1	2,7	12,0	6,9	7,9	24,6	5,2	2,1	10,8
ago.	7,5	7,7	26,9	5,6	3,1	12,5	7,2	7,8	23,2	4,0	3,3	10,1
set.	7,5	8,1	26,1	5,8	3,1	10,9	7,0	8,3	20,6	5,7	2,8	8,1
ott.	8,1	8,4	28,7	5,2	3,6	10,0	8,2	9,1	27,3	4,6	3,5	8,2
nov.	8,3	9,1	29,2	5,7	3,3	9,4	9,0	10,5	28,2	3,4	3,9	7,7
dic.	8,1	9,5	25,3	6,4	3,1	8,4	9,0	10,4	24,4	6,1	4,6	6,0
2007 gen.	8,1	9,6	25,8	6,3	2,9	7,6	9,3	11,4	26,9	7,4	3,7	4,5
feb.	8,3	10,3	25,9	5,7	2,8	5,9	9,4	12,9	28,7	7,4	2,4	1,8
mar.	8,4	10,4	27,9	6,2	2,4	6,9	9,8	12,4	35,6	6,7	1,9	5,6
apr.	8,6	10,7	27,8	5,7	2,4	7,4	8,9	12,2	28,4	6,7	1,3	6,7
mag.	9,0	10,8	28,5	4,9	3,2	5,1	8,9	11,2	28,9	6,5	2,4	2,7

### 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)



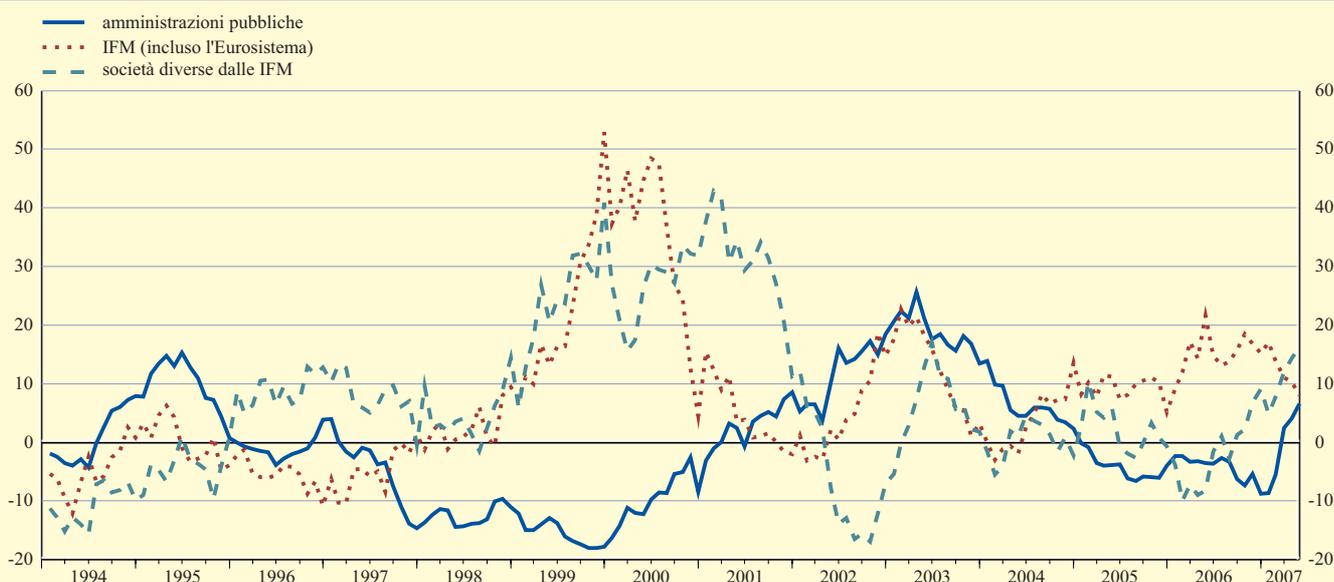
Fonte: BCE.

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 <sup>1)</sup>**  
(variazioni percentuali)

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

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



Fonte: BCE.

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

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

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

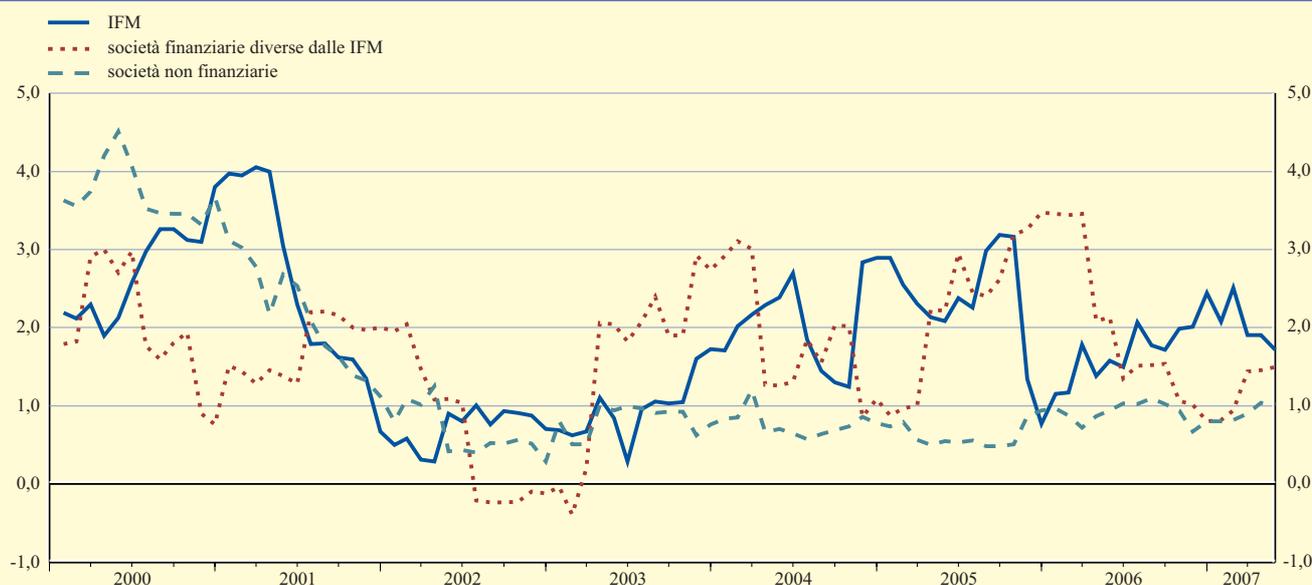
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie 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 mag.	4.280,1	102,9	1,0	678,1	2,1	425,4	2,2	3.176,5	0,6
giu.	4.386,8	103,1	1,1	698,1	2,4	442,6	2,9	3.246,1	0,5
lug.	4.636,6	103,1	1,0	727,9	2,3	467,7	2,5	3.441,0	0,6
ago.	4.611,4	103,1	1,1	723,5	3,0	458,2	2,4	3.429,8	0,5
set.	4.832,3	103,2	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.583,4	0,5
ott.	4.665,0	103,4	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.431,1	0,5
nov.	4.887,5	103,7	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.563,7	0,9
dic.	5.061,7	103,8	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.683,5	0,9
2006 gen.	5.294,6	103,8	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.873,0	1,0
feb.	5.434,6	103,8	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.933,1	0,9
mar.	5.635,1	103,9	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.092,7	0,7
apr.	5.662,8	104,0	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.140,1	0,9
mag.	5.370,9	104,1	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.939,7	0,9
giu.	5.382,6	104,3	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.947,0	1,0
lug.	5.378,9	104,4	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.916,1	1,0
ago.	5.543,0	104,4	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.988,7	1,1
set.	5.687,1	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.093,3	1,0
ott.	5.866,6	104,6	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.236,6	0,9
nov.	5.922,6	104,6	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,5	0,7
dic.	6.136,7	104,9	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.457,2	0,8
2007 gen.	6.307,7	104,9	1,0	1.111,3	2,1	641,7	0,8	4.554,6	0,8
feb.	6.220,5	105,0	1,1	1.081,2	2,5	633,4	0,9	4.506,0	0,8
mar.	6.421,3	105,1	1,1	1.099,9	1,9	646,2	1,4	4.675,2	0,9
apr.	6.669,7	105,3	1,2	1.156,5	1,9	672,2	1,5	4.841,0	1,0
mag.	6.940,4	105,4	1,2	1.161,3	1,7	685,8	1,5	5.093,3	1,0

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

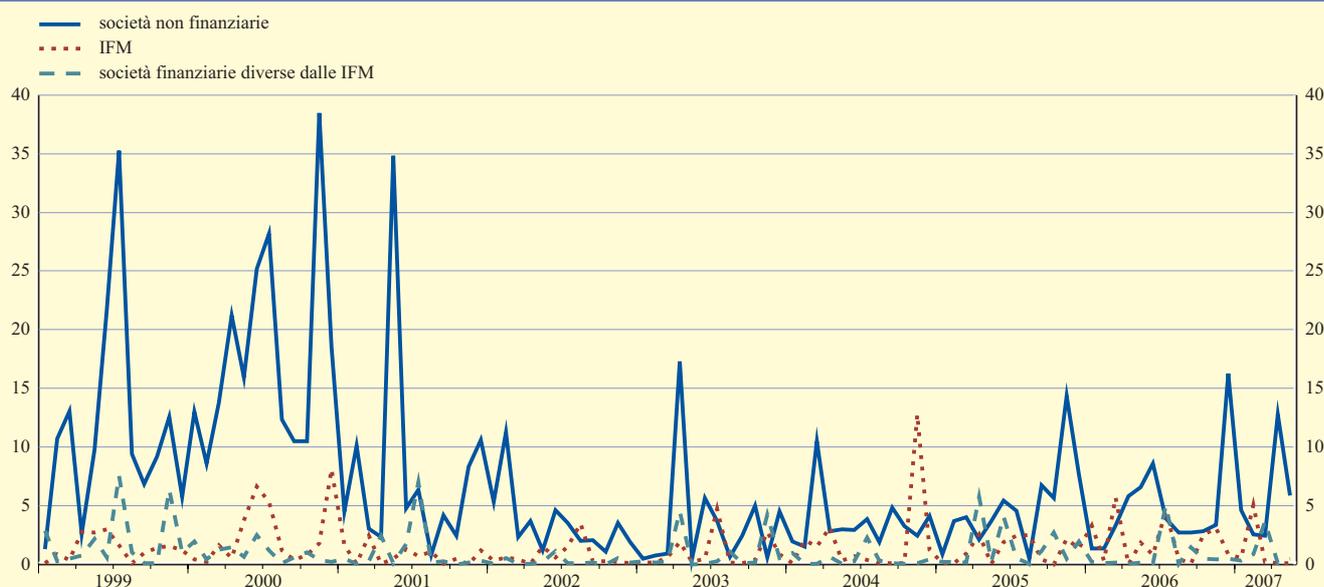
1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

**4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>**  
(miliardi di euro; valori di mercato)

**2. Transazioni nel mese**

	Totale			IFM			Società finanziarie 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 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.	11,4	4,9	6,5	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	5,4	3,2	2,3
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.	6,3	1,7	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	0,4	3,3	2,4	1,4	1,1
apr.	13,0	0,4	12,6	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1	12,8	0,2	12,6
mag.	6,4	1,8	4,5	0,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,5	5,8	1,8	4,0

**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 <sup>1)</sup>

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

### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie						Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2)3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita					
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2006 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	2,68	2,39	3,14	1,71	3,67	3,84	3,72	3,64		
apr.	1,04	3,59	3,68	2,78	2,42	3,20	1,75	3,74	4,01	3,87	3,70		
mag.	1,06	3,62	3,52	2,72	2,42	3,25	1,77	3,74	3,80	3,74	3,73		

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	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) <sup>4)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	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 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	7,77	6,72	8,24	8,17	4,84	4,73	4,75	4,67	5,00	5,28	5,57	5,21
mag.	10,31	8,09	6,74	8,28	8,30	4,87	4,77	4,80	4,72	5,04	5,38	5,65	5,27

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7
2006 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.	6,12	5,37	5,47	4,88	4,69	4,99	4,90
mag.	6,08	5,43	5,56	4,90	4,69	5,08	5,06

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)

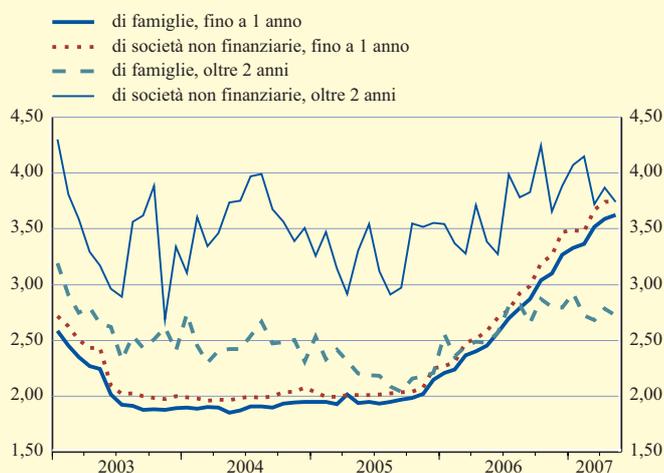
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni	
2006 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	3,67	3,93	3,59
mag.	1,06	3,29	3,02	2,42	3,25	1,77	3,72	3,93	3,66

#### 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
2006 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	4,90	4,84
apr.	5,14	4,48	4,80	8,69	6,96	5,97	5,50	4,94	4,87
mag.	5,16	4,48	4,82	8,73	6,91	5,97	5,50	4,98	4,89

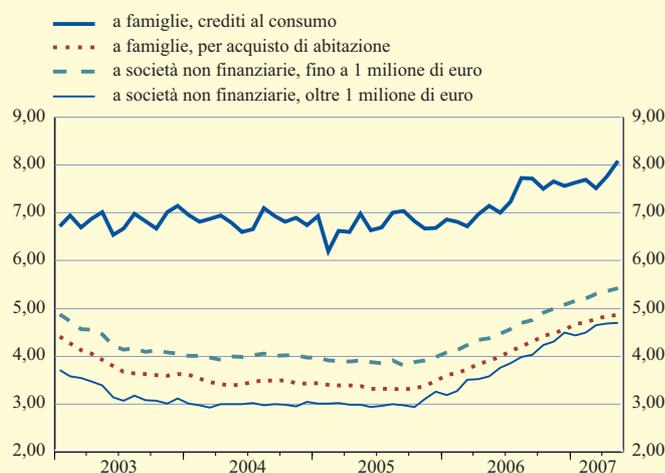
#### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



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

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



Fonte: BCE.

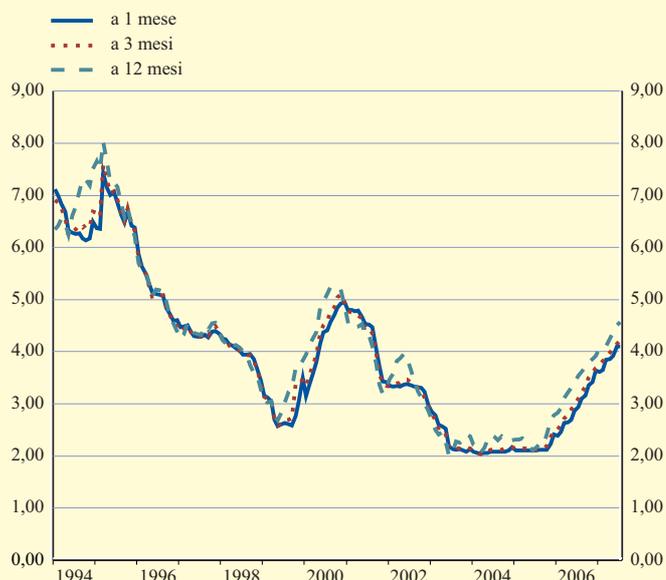
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1) 2)</sup>					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 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
lug.	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	5,36	0,77

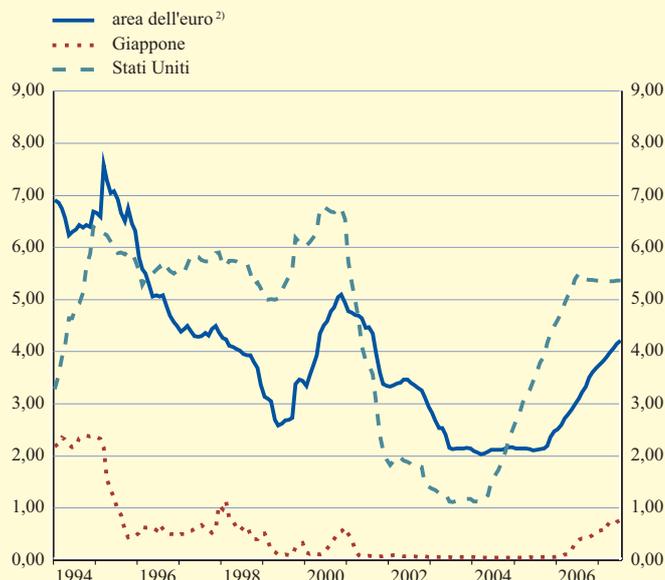
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(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.

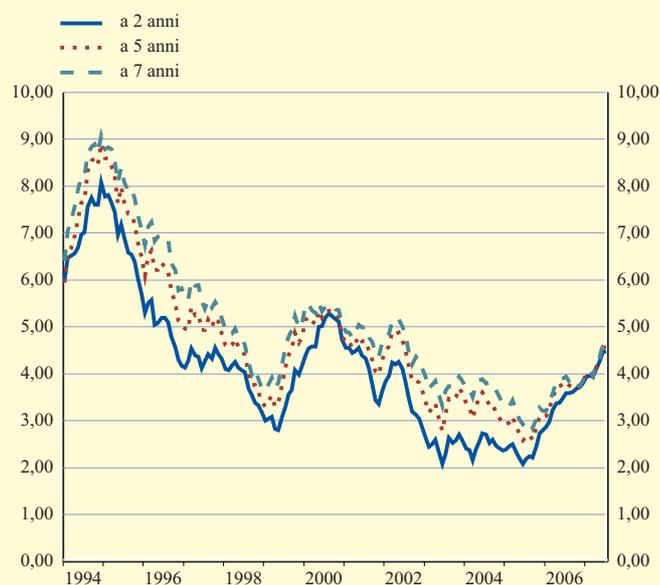
#### 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro <sup>1)2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
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 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
lug.	4,48	4,52	4,55	4,59	4,63	5,01	1,89

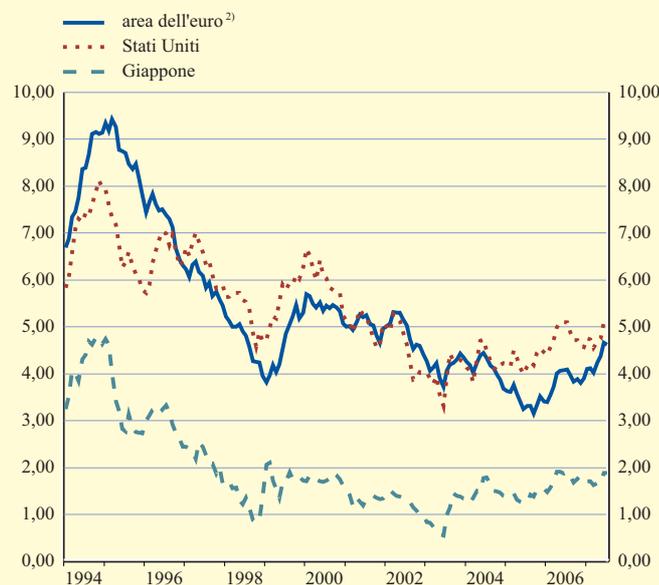
#### F25 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro<sup>2)</sup>

(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 <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.121,2
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 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
lug.	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

# PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)							Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>	
	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	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici											
in perc. del totale <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	85,8	14,2	
	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	2,2	
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,2	
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,8	
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	3,0	
2006 2° trim.	102,4	2,5	1,5	2,8	2,0	0,8	0,5	0,5	0,3	3,9	0,5	2,4	3,1	
3° trim.	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,4	1,8	0,2	0,6	0,6	2,0	3,1	
4° trim.	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,1	0,8	0,7	0,3	-4,2	0,6	1,6	2,8	
2007 1° trim.	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,4	0,0	0,3	1,0	0,7	1,7	2,8	
2° trim.	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,4	0,8	0,2	3,3	0,7	1,8	2,4	
2007 feb.	102,8	1,8	1,9	1,5	2,4	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,3	0,2	1,7	2,9	
mar.	103,5	1,9	1,9	1,7	2,4	0,3	0,1	0,0	0,1	1,5	0,2	1,8	2,5	
apr.	104,2	1,9	1,9	1,5	2,5	0,3	0,1	0,9	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	-0,3	0,1	0,9	0,3	1,8	2,4	
giu.	104,5	1,9	1,9	1,5	2,6	0,2	0,2	0,3	0,0	0,5	0,2	1,8	2,3	
lug. <sup>4)</sup>		1,8												

	Beni						Servizi					
	Alimentari (include le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale <sup>3)</sup>	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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 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
2° trim.	2,5	2,0	3,3	1,0	1,0	0,5	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,6
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
giu.	2,4	2,0	3,0	1,0	1,0	0,9	2,8	2,0	2,4	-1,8	3,0	3,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 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.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- Con riferimento al 2007.
- Stime basate su dati nazionali provvisori che coprono il 95 per cento dell'area dell'euro nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Prezzi internazionali delle materie prime <sup>3)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>4)</sup> (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia							Beni energetici					
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
						Totale	Durevoli	Non durevoli			Totale al netto dell'energia				
in perc. del totale <sup>5)</sup>	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	105,7	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	1,8	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	6,5	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	7,0 <sup>6)</sup>	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 <sup>6)</sup>	3,9	23,0	47,3
2007 1° trim.	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,2	-	-	-5,5	15,7	44,8
2° trim.													-3,1	13,8	51,0
2007 feb.	117,2	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.	117,7	2,8	2,6	3,4	5,9	2,0	1,5	1,9	1,4	1,0	-	-	-2,3	17,6	47,3
apr.	118,2	2,4	2,6	3,4	5,8	2,0	1,7	1,8	1,6	-0,6	-	-	-5,6	15,3	50,2
mag.	118,6	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,7	1,7	-0,1	-	-	-3,9	11,9	50,3
giu.											-	-	0,3	14,2	52,6
lug.											-	-	-1,7	7,8	55,2

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

	Totale (indice dest.) 2000 = 100	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	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	2,2
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					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	8
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese		
	1	2	3	4	5	6	7		
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>									
2003	106,5	1,8	5,9	0,2	3,1	2,1	1,6	2,8	
2004	107,8	1,2	-9,4	0,1	3,4	-0,1	2,3	2,7	
2005	108,8	1,0	7,3	-1,2	3,4	0,3	2,0	2,0	
2006	109,6	0,8	4,8	-1,6	1,2	0,3	2,4	2,1	
2006 1° trim.	109,5	0,9	6,2	-1,6	1,6	0,2	2,4	2,2	
2° trim.	109,8	1,1	5,4	-1,4	0,2	0,7	1,8	3,2	
3° trim.	109,7	1,1	5,4	-1,4	1,0	0,2	3,0	2,5	
4° trim.	109,4	0,0	2,3	-2,1	2,1	0,2	2,4	0,6	
2007 1° trim.	110,3	0,8	0,7	-1,4	0,5	0,1	3,0	2,1	
<b>Redditi per occupato</b>									
2003	107,6	2,1	2,3	2,1	2,6	1,9	2,5	2,1	
2004	109,8	2,1	2,2	2,6	2,6	1,5	1,9	2,3	
2005	111,8	1,8	3,3	1,5	2,2	1,6	2,2	1,9	
2006	114,2	2,2	3,0	2,6	3,1	2,0	1,6	2,1	
2006 1° trim.	113,3	2,2	2,2	2,5	3,1	2,0	1,6	2,3	
2° trim.	114,2	2,5	2,4	2,5	2,8	2,3	1,1	3,2	
3° trim.	114,5	2,3	4,0	2,8	2,8	1,7	1,8	2,5	
4° trim.	114,9	1,8	3,5	2,5	3,6	2,0	2,0	0,5	
2007 1° trim.	116,2	2,5	3,8	2,6	3,8	1,6	2,7	2,5	
<b>Produttività del lavoro<sup>2)</sup></b>									
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	-3,7	2,7	-1,1	1,3	0,3	-0,1	
2006	104,2	1,4	-1,7	4,3	1,8	1,7	-0,8	0,0	
2006 1° trim.	103,5	1,3	-3,8	4,2	1,4	1,8	-0,7	0,1	
2° trim.	104,0	1,4	-2,8	4,0	2,6	1,6	-0,7	0,0	
3° trim.	104,3	1,2	-1,3	4,3	1,8	1,5	-1,1	-0,1	
4° trim.	105,0	1,8	1,2	4,7	1,5	1,8	-0,4	0,0	
2007 1° trim.	105,3	1,7	3,1	4,1	3,3	1,5	-0,3	0,4	

**5. Deflatori del PIL**

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	107,3	2,1	2,0	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,7
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	113,4	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	2,4	2,4	2,7	5,4
2° trim.	113,1	1,9	2,6	2,4	2,8	2,7	3,0	5,0
3° trim.	113,7	1,9	2,2	2,1	1,9	2,8	2,8	3,6
4° trim.	114,2	1,6	1,7	1,8	0,5	3,0	2,0	2,1
2007 1° trim.	115,2	2,4	1,7	1,7	1,6	3,0	2,2	0,5

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

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

2) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

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

## 5.2 Produzione e domanda

### 1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2003	7.486,5	7.330,5	4.291,6	1.531,5	1.504,7	2,6	156,0	2.638,6	2.482,7
2004	7.767,1	7.608,2	4.442,3	1.586,1	1.570,9	8,9	158,8	2.837,5	2.678,7
2005	8.039,9	7.920,7	4.602,2	1.648,0	1.651,6	18,9	119,2	3.042,6	2.923,5
2006	8.417,6	8.315,7	4.785,8	1.713,1	1.783,5	33,3	101,9	3.383,6	3.281,7
2006 1° trim.	2.062,6	2.045,1	1.180,4	423,3	430,2	11,2	17,5	818,4	800,9
2° trim.	2.093,0	2.071,4	1.190,9	428,4	443,0	9,0	21,7	832,9	811,3
3° trim.	2.117,1	2.096,7	1.203,7	429,1	450,4	13,4	20,4	851,0	830,6
4° trim.	2.144,9	2.102,6	1.210,8	432,3	459,9	-0,4	42,3	881,3	838,9
2007 1° trim.	2.178,8	2.142,4	1.217,3	438,3	474,8	12,0	36,4	891,3	854,9
<i>in percentuale del PIL</i>									
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,3	1,2	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati <sup>3)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2006 1° trim.	0,9	0,6	0,6	1,1	1,2	-	-	3,5	2,8
2° trim.	0,9	0,9	0,3	0,2	2,2	-	-	0,9	0,8
3° trim.	0,6	0,8	0,7	0,6	0,9	-	-	1,4	2,0
4° trim.	0,9	0,2	0,4	0,4	1,5	-	-	3,3	1,6
2007 1° trim.	0,7	1,1	0,0	0,8	2,4	-	-	0,8	1,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
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	-	-	6,8	6,7
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,6	-	-	4,2	5,0
2006	2,8	2,5	1,7	2,0	4,8	-	-	8,2	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	1,8	5,5	-	-	8,1	7,7
3° trim.	2,8	3,0	1,7	1,9	4,8	-	-	6,8	7,4
4° trim.	3,3	2,5	2,0	2,3	5,9	-	-	9,5	7,4
2007 1° trim.	3,1	3,0	1,4	1,9	7,1	-	-	6,6	6,3
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2006 1° trim.	0,9	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,3	-	-
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	0,2	0,2	0,1	0,3	-0,4	0,7	-	-
2007 1° trim.	0,7	1,0	0,0	0,2	0,5	0,4	-0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
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	2,8	2,5	1,0	0,4	1,0	0,1	0,3	-	-
2006 1° trim.	2,4	2,4	1,0	0,5	0,9	0,0	0,1	-	-
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	2,5	1,1	0,5	1,2	-0,3	0,9	-	-
2007 1° trim.	3,1	2,9	0,8	0,4	1,5	0,3	0,2	-	-

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) Includo le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

**5.2 Produzione e domanda**
**2. Valore aggiunto per branca di attività economica**

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2003	6.725,5	152,6	1.392,2	391,6	1.426,8	1.830,4	1.531,8	761,0
2004	6.971,0	157,8	1.421,3	412,9	1.483,2	1.906,4	1.589,4	796,1
2005	7.201,9	145,5	1.459,0	438,2	1.525,8	1.986,8	1.646,5	838,0
2006	7.515,2	143,5	1.528,2	481,2	1.576,9	2.084,4	1.701,0	902,4
2006 1° trim.	1.841,6	35,1	374,5	115,1	386,7	510,6	419,6	221,0
2° trim.	1.869,1	35,5	379,3	118,6	392,0	517,8	425,9	223,9
3° trim.	1.893,1	36,0	385,9	122,2	397,6	524,9	426,4	224,0
4° trim.	1.911,4	36,9	388,4	125,4	400,5	531,1	429,1	233,5
2007 1° trim.	1.939,7	35,9	397,8	129,5	402,6	539,7	434,2	239,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2006	100,0	1,9	20,3	6,4	21,0	27,7	22,6	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati<sup>1)</sup>)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2006 1° trim.	0,8	-2,9	1,7	-0,2	0,8	1,0	0,6	1,5
2° trim.	1,0	0,5	1,1	2,7	1,2	1,0	0,3	0,2
3° trim.	0,6	-0,1	1,1	1,3	0,6	0,5	0,1	0,6
4° trim.	0,7	2,0	0,7	1,5	0,7	0,6	0,4	2,8
2007 1° trim.	0,8	-1,4	1,1	2,1	0,3	1,2	0,5	-0,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
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	1,4	1,6
2005	1,5	-5,0	1,1	1,5	1,8	2,3	1,3	1,5
2006	2,6	-2,0	3,8	4,4	2,8	2,6	1,3	3,8
2006 1° trim.	2,3	-3,5	3,5	3,6	2,5	2,2	1,4	3,6
2° trim.	2,8	-1,8	3,9	4,5	3,0	2,9	1,4	3,5
3° trim.	2,8	-2,4	4,3	5,0	2,9	2,7	1,3	2,9
4° trim.	3,1	-0,5	4,6	5,4	3,3	3,1	1,4	5,2
2007 1° trim.	3,1	1,0	4,0	7,8	2,8	3,3	1,3	3,2
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2006 1° trim.	0,8	-0,1	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
2° trim.	1,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	-
3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	-
4° trim.	0,7	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2007 1° trim.	0,8	0,0	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
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.	2,3	-0,1	0,7	0,2	0,5	0,6	0,3	-
2° trim.	2,8	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
3° trim.	2,8	0,0	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
	in perc. del totale <sup>1)</sup>	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici							Beni energetici	
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
2004	2,1	102,5	2,2	2,2	2,1	2,4	3,4	0,5	0,1	0,6	2,2	-0,5
2005	1,2	103,9	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,4	-0,9	0,7	1,4	-0,4
2006	3,8	108,1	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,4	4,2	2,1	0,8	4,3
2006 2° trim.	3,2	107,9	4,3	4,4	4,7	5,7	5,7	2,6	3,7	2,4	0,9	3,7
3° trim.	4,2	108,7	4,2	4,5	4,4	5,8	5,7	1,7	5,1	1,2	1,5	4,4
4° trim.	4,1	109,4	4,0	4,8	4,8	5,3	6,8	3,1	5,6	2,7	-3,3	6,8
2007 1° trim.	4,6	110,2	3,7	5,6	5,9	6,4	7,3	3,4	4,4	3,2	-7,4	11,0
2006 dic.	4,4	110,4	4,8	6,0	6,0	7,3	7,8	4,0	6,7	3,5	-4,2	8,7
2007 gen.	3,6	109,7	3,3	5,4	5,6	5,5	7,3	3,6	3,7	3,6	-7,7	9,8
feb.	4,9	110,2	3,9	5,8	6,0	7,1	7,7	2,6	4,9	2,2	-7,4	12,0
mar.	5,1	110,8	4,0	5,7	5,9	6,5	7,0	3,9	4,4	3,8	-7,2	11,1
apr.	2,9	109,9	2,7	3,8	3,9	3,6	5,4	2,1	1,5	2,2	-3,2	3,3
mag.	1,9	110,8	2,3	2,6	2,6	2,5	4,0	1,2	0,2	1,4	0,8	1,6
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2006 dic.	0,9	-	1,2	1,3	1,5	2,1	0,8	1,2	0,9	1,2	1,9	0,5
2007 gen.	-0,3	-	-0,6	-0,1	-0,1	-0,7	0,4	-0,4	-1,7	-0,2	-3,6	0,3
feb.	0,7	-	0,5	0,5	0,4	0,6	0,8	0,0	0,6	-0,1	-0,1	0,9
mar.	0,8	-	0,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,8	0,1	0,9	0,7	0,6
apr.	-1,9	-	-0,9	-1,1	-1,6	-1,5	-1,1	-1,1	-2,0	-0,9	0,8	-1,2
mag.	0,7	-	0,9	0,7	0,9	0,9	1,0	0,6	1,7	0,5	2,0	0,1

### 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 <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
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	2,9	4,9	966	2,6
2006 3° trim.	123,3	10,6	119,9	6,5	3,9	109,3	2,4	1,3	2,8	3,5	5,1	939	-1,8
4° trim.	125,3	6,9	121,9	7,6	3,4	109,7	2,3	-0,2	3,5	3,1	7,0	985	5,1
2007 1° trim.	127,9	8,5	124,4	7,6	2,6	109,6	1,6	0,3	2,4	4,3	4,3	951	-1,7
2° trim.												952	-1,9
2007 gen.	127,2	12,4	123,4	10,1	2,0	109,1	0,9	-0,4	1,6	2,5	3,7	942	-2,9
feb.	126,4	5,2	123,9	7,3	2,0	109,5	1,2	-0,7	2,6	4,9	3,9	938	-3,7
mar.	130,1	8,1	125,9	5,8	3,8	110,2	2,7	2,0	3,1	5,9	5,1	972	0,8
apr.	129,2	11,8	123,9	9,4	2,9	110,2	1,7	0,5	2,6	6,9	2,9	917	-5,8
mag.	131,3	9,0	126,2	4,9	1,1	109,4	0,1	-0,3	0,2	-0,9	0,8	967	-0,8
giu.												971	0,7
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2007 gen.	-	0,1	-	-0,1	-0,9	-	-1,0	-0,3	-1,2	-0,5	-2,4	-	-8,5
feb.	-	-0,6	-	0,4	0,4	-	0,4	0,2	0,7	1,0	0,4	-	-0,4
mar.	-	2,9	-	1,6	0,8	-	0,6	0,7	0,4	0,0	0,9	-	3,6
apr.	-	-0,7	-	-1,6	0,0	-	-0,1	-0,1	0,1	1,4	-1,0	-	-5,6
mag.	-	1,7	-	1,8	-0,5	-	-0,7	-0,7	-0,7	-3,1	-0,4	-	5,4
giu.	-		-			-						-	0,4

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

1) Nel 2000.

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

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

**5.2 Produzione e domanda**

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

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

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>4)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie <sup>3)</sup>				
		Clima di fiducia					Totale <sup>5)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	15	84,5	-2	-1	0	2	-7
2007 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
lug.	111,0	5	5	5	14	84,2	-2	-1	1	0	-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 <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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	13	14	22	19	22	25
2007 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	2	4	12	13	21	18	20	25
lug.	0	-7	6	3	8	14	13	21	16	21	26

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata 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 <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,7	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	1,6	0,1	-1,6	0,0	4,8	1,0	3,7	0,9
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
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	0,4	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	0,4	0,1	-0,2	-0,1	1,1	0,4	0,9	0,3

### 2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		75,4		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	17,6	5,983	7,3	6,556	10,4
2004	12,882	8,8	9,661	7,5	3,221	17,9	6,193	7,5	6,690	10,5
2005	12,660	8,6	9,569	7,4	3,090	17,4	6,140	7,4	6,520	10,1
2006	11,732	7,9	8,841	6,7	2,891	16,5	5,627	6,7	6,105	9,3
2006 2° trim.	11,787	7,9	8,921	6,8	2,866	16,4	5,694	6,8	6,092	9,3
3° trim.	11,579	7,8	8,712	6,6	2,866	16,4	5,539	6,6	6,039	9,2
4° trim.	11,321	7,6	8,485	6,4	2,836	16,2	5,370	6,4	5,951	9,0
2007 1° trim.	10,794	7,2	8,070	6,1	2,724	15,7	5,100	6,1	5,695	8,6
2° trim.	10,420	7,0	7,800	5,9	2,620	15,2	4,894	5,8	5,527	8,4
2007 gen.	10,967	7,3	8,205	6,2	2,763	15,9	5,206	6,2	5,761	8,7
feb.	10,791	7,2	8,059	6,1	2,732	15,8	5,095	6,1	5,695	8,7
mar.	10,624	7,1	7,946	6,0	2,678	15,5	4,997	6,0	5,627	8,5
apr.	10,502	7,0	7,860	5,9	2,642	15,3	4,939	5,9	5,563	8,5
mag.	10,409	6,9	7,794	5,9	2,615	15,2	4,886	5,8	5,523	8,4
giu.	10,351	6,9	7,748	5,8	2,603	15,1	4,856	5,8	5,495	8,3

Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Nel 2005 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 <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

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

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette		Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale		
		Famiglie												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 <sup>3)</sup>	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
	1	2	3	4	5	6	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 <sup>4)</sup>						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-2,3	-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
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,9	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,9	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,9	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,3	0,2	0,5	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-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

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

	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 (P3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

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

## 6.2 Debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori <sup>3)</sup>
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>				
						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 <sup>4)</sup>				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 <sup>3)</sup>	Altre valute
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 <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

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

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

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Entrate correnti					Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>	
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 1° trim.	42,3	41,9	10,5	12,7	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	1,7	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.	42,0	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	41,8
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.	42,1	41,6	10,0	13,0	15,4	1,7	0,6	0,5	0,2	38,6
2° trim.	45,0	44,4	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	48,7	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	40,0
4° trim.	50,0	49,3	14,3	14,4	16,0	2,9	0,9	0,7	0,3	45,0
2007 1° trim.	42,5	42,0	10,3	13,5	15,0	1,6	0,9	0,5	0,3	39,0

### 2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	24,0	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	43,3	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	10,3	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.	46,1	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.	45,8	42,7	10,1	4,5	3,0	25,1	21,4	1,2	3,2	1,9	1,3	-3,0	0,0
2° trim.	46,2	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	5,5	3,3	2,2	-0,8	1,9
2007 1° trim.	44,9	41,6	9,9	4,5	3,0	24,2	20,7	1,2	3,3	2,0	1,2	-2,4	0,6

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

- 1) 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

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario<sup>1)</sup>

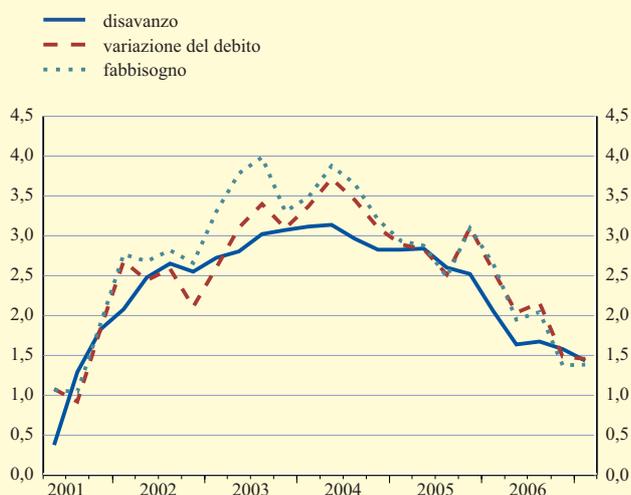
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2004 2° trim.	71,3	2,2	12,1	5,5	51,5
3° trim.	71,1	2,3	12,0	5,5	51,4
4° trim.	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6
2005 1° trim.	71,0	2,2	11,9	5,2	51,7
2° trim.	71,7	2,3	11,6	5,2	52,6
3° 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
2007 1° trim.	69,2	2,4	11,3	4,9	50,6

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

	Variazione del debito	Disavanzo (-) avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni 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 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.	-3,1	-1,4	-4,5	-3,3	-2,5	0,1	-0,2	-0,6	0,0	-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	0,5
4° trim.	-0,6	-1,2	-1,8	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,2	-0,5
2006 1° trim.	5,0	-3,0	2,0	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	0,2	0,7	-0,6	2,6
3° trim.	1,1	-2,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,8	1,0
4° trim.	-3,0	-0,8	-3,8	-2,3	-1,4	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,5	-2,9
2007 1° trim.	4,7	-2,4	2,3	1,7	1,0	0,1	0,6	0,0	-0,4	0,9	5,0

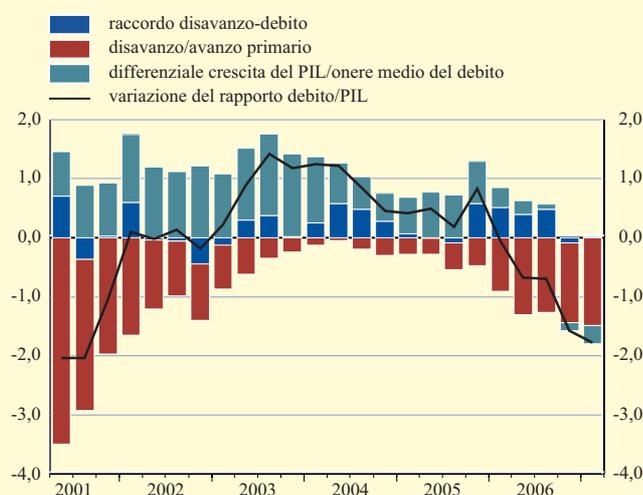
### F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(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) 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	-9,7	28,6	35,8	1,4	-75,5	10,1	0,4	117,1	-158,8	263,5	-1,9	15,5	-1,3	-117,5
2006 1° trim.	-14,5	-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.	17,7	17,8	8,5	6,7	-15,4	4,8	22,5	-45,8	-59,4	120,4	-0,1	-104,2	-2,4	23,3
2007 1° trim.	-2,4	7,6	5,6	5,4	-21,0	5,2	2,8	-12,0	-24,2	122,2	-17,2	-91,4	-1,4	9,2
2006 mag.	-10,6	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.	-0,8	5,6	2,6	-0,9	-8,1	0,5	-0,3	5,1	-10,0	30,8	6,3	-22,1	0,1	-4,8
nov.	4,8	7,2	2,1	2,7	-7,3	0,9	5,7	-11,0	-12,9	58,9	-2,0	-54,4	-0,6	5,3
dic.	13,7	5,0	3,8	4,9	0,0	3,4	17,1	-39,9	-36,5	30,7	-4,4	-27,7	-1,9	22,8
2007 gen.	-6,1	-4,4	0,2	-0,3	-1,7	2,3	-3,7	43,1	-7,4	33,5	-4,6	24,5	-3,0	-39,3
feb.	-5,7	2,3	2,3	1,5	-11,9	1,2	-4,5	-11,0	-11,0	23,0	-8,4	-14,2	-0,5	15,5
mar.	9,4	9,6	3,1	4,2	-7,4	1,6	11,1	-44,0	-5,9	65,6	-4,2	-101,7	2,2	33,0
apr.	-4,3	4,3	3,0	-4,3	-7,3	0,6	-3,7	17,7	-24,5	15,6	-4,1	32,5	-1,8	-14,0
mag.	-14,6	3,6	3,4	-16,5	-5,1	2,0	-12,6	0,7	-11,3	7,3	-2,2	7,6	-0,7	12,0
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2007 mag.	-0,2	46,1	35,4	-4,8	-76,8	15,4	15,2	13,0	-179,2	356,4	-13,8	-142,4	-8,1	-28,2

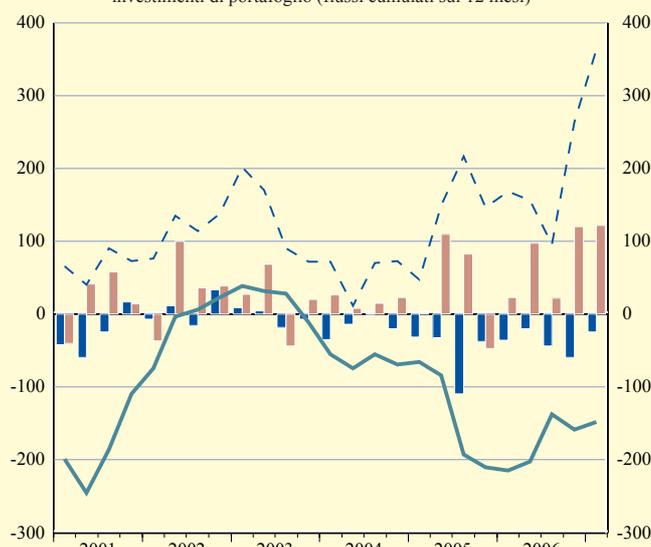
#### F30 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)

■ flussi trimestrali  
— flussi cumulati sui 12 mesi



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

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



Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

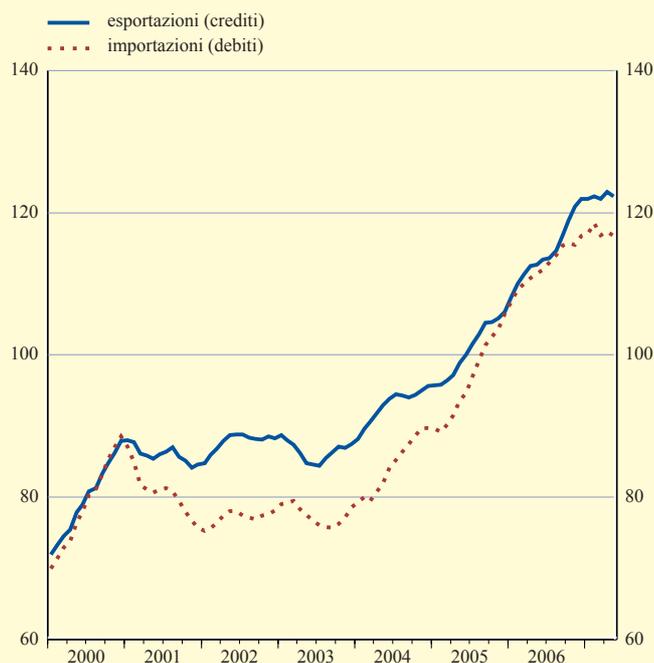
(miliardi di euro; transazioni)

### 2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
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	2.343,0	2.352,8	-9,7	1.389,0	1.360,4	429,3	393,6	438,1	436,7	86,6	162,1	23,7	13,6
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.	637,2	619,5	17,7	373,2	355,4	110,2	101,7	126,1	119,3	27,7	43,1	8,8	4,0
2007 1° trim.	609,3	611,7	-2,4	359,5	351,9	103,6	98,0	119,4	114,0	26,8	47,8	7,7	2,5
2007 mar.	218,1	208,7	9,4	130,3	120,7	36,5	33,4	45,8	41,7	5,5	12,9	2,4	0,7
apr.	200,9	205,2	-4,3	119,2	114,8	35,4	32,4	41,4	45,7	5,0	12,3	1,4	0,7
mag.	209,3	223,9	-14,6	123,4	119,8	38,0	34,6	41,2	57,7	6,8	11,9	2,6	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.	618,5	611,8	6,7	365,7	350,2	109,0	100,9	119,8	117,4	24,0	43,3	.	.
2007 1° trim.	629,1	624,7	4,4	365,8	350,4	113,4	102,7	128,1	130,8	21,8	40,8	.	.
2006 set.	202,5	199,4	3,1	121,1	116,1	35,9	33,1	38,2	36,6	7,4	13,6	.	.
ott.	200,9	200,1	0,9	119,5	115,3	35,6	34,1	37,6	35,6	8,2	15,1	.	.
nov.	202,5	203,1	-0,6	122,1	115,0	36,6	33,9	37,9	39,9	5,9	14,2	.	.
dic.	215,1	208,6	6,5	124,2	119,9	36,8	33,0	44,2	41,9	9,9	13,9	.	.
2007 gen.	203,8	201,6	2,1	119,7	116,1	37,1	34,5	42,2	41,5	4,8	9,6	.	.
feb.	213,3	217,1	-3,8	123,0	119,6	37,9	34,4	40,3	44,0	12,1	19,1	.	.
mar.	212,0	206,0	6,0	123,1	114,8	38,4	33,9	45,5	45,3	5,0	12,1	.	.
apr.	204,9	206,5	-1,6	122,6	117,9	37,7	34,5	38,7	39,4	5,9	14,6	.	.
mag.	206,5	215,1	-8,6	121,1	117,7	37,7	35,6	39,1	48,7	8,5	13,2	.	.

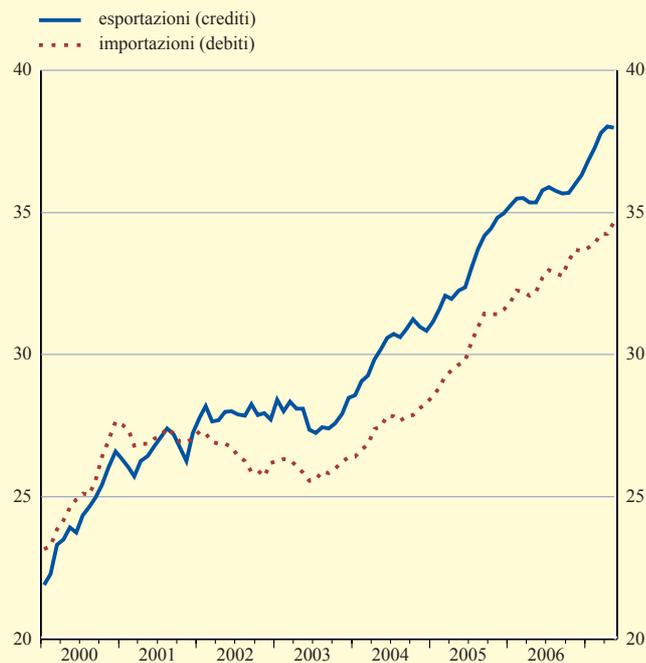
### F32 Conto dei beni

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



### F33 Conto dei servizi

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro)

### 3. Conto dei redditi (transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale											
			Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	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	421,9	426,7	129,2	72,4	18,4	16,3	38,1	99,5	100,4	89,4	135,8	149,0
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	121,9	116,8	41,3	25,6	5,2	4,9	8,1	19,1	27,9	23,4	39,4	43,9
2007 1° trim.	4,0	1,9	115,5	112,1	31,9	18,8	5,0	5,0	9,5	18,7	27,8	25,0	41,3	44,6

### 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	-322,6	-265,8	-34,7	-231,1	-56,8	-1,0	-55,8	163,8	136,7	4,2	132,5	27,0	0,3	26,7
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.	-80,2	-59,1	-16,1	-43,0	-21,1	-0,7	-20,3	20,8	13,7	0,9	12,8	7,1	0,0	7,1
2007 1° trim.	-76,9	-53,3	-5,0	-48,3	-23,6	2,1	-25,7	52,7	21,3	0,8	20,5	31,4	-0,8	32,3
2006 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.	-20,4	-11,8	-5,8	-6,0	-8,6	0,1	-8,7	10,4	5,1	1,1	4,0	5,3	1,5	3,8
nov.	-12,8	-17,0	-1,9	-15,1	4,1	-0,2	4,3	-0,1	0,1	-0,2	0,3	-0,2	-1,7	1,5
dic.	-47,0	-30,3	-8,5	-21,9	-16,6	-0,7	-15,9	10,4	8,5	0,0	8,5	2,0	0,1	1,9
2007 gen.	-22,7	-22,2	-2,7	-19,5	-0,4	2,3	-2,8	15,3	8,1	0,3	7,8	7,2	-1,0	8,1
feb.	-30,8	-10,9	5,7	-16,6	-19,9	-0,3	-19,6	19,9	11,6	4,2	7,4	8,3	0,2	8,0
mar.	-23,4	-20,2	-8,0	-12,2	-3,2	0,1	-3,4	17,6	1,6	-3,7	5,2	16,0	-0,1	16,1
apr.	-30,1	-19,1	-1,3	-17,8	-11,1	-0,4	-10,7	5,6	4,9	-0,1	5,0	0,7	0,6	0,1
mag.	-31,0	-28,1	-2,9	-25,2	-2,9	0,1	-3,0	19,8	24,5	0,6	23,9	-4,7	0,5	-5,2

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									
	Attività			Passività		Obbligazioni e notes				Passività	Strumenti di mercato monetario				
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema		IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM
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	-25,2	-110,1	-6,1	289,7	-2,4	-168,7	-123,1	-1,1	464,4	-2,0	-48,6	-14,4	0,1	4,1
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	-12,0	-16,0	-1,8	83,0	-2,9	-39,6	-45,7	-0,8	185,2	-1,4	-18,5	-4,3	4,0	-7,4
2007 1° trim.	0,0	-20,8	0,5	-0,8	107,3	-0,7	-50,5	-37,7	-1,2	137,4	0,7	-23,3	-13,3	-5,5	22,7
2006 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	-4,9	-5,3	-	23,7	-1,8	-15,4	-21,2	-	53,5	-0,3	-5,8	-6,2	-	14,4
nov.	0,0	0,1	-10,2	-	26,9	-0,5	-25,5	-11,5	-	71,1	-0,4	-9,6	4,2	-	14,2
dic.	0,0	-7,3	-0,5	-	32,4	-0,6	1,3	-13,0	-	60,6	-0,8	-3,1	-2,4	-	-36,1
2007 gen.	0,0	-5,6	-1,3	-	44,2	-0,1	-32,0	-10,1	-	34,3	0,5	-7,7	-7,9	-	19,3
feb.	0,0	-19,0	-9,2	-	38,3	-0,1	-16,3	-9,7	-	37,7	0,1	-5,2	-2,2	-	8,6
mar.	0,0	3,8	11,0	-	24,8	-0,6	-2,3	-17,9	-	65,4	0,2	-10,4	-3,2	-	-5,2
apr.	0,0	1,0	-12,9	-	1,1	0,0	-22,8	-3,4	-	39,5	0,0	-3,2	0,2	-	16,2
mag.	0,0	-9,2	7,3	-	12,2	-0,2	-29,9	-18,2	-	38,6	0,0	-8,2	-1,9	-	16,8

**6. Altri investimenti per settore**

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
															Banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
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	-758,3	773,9	-2,9	18,6	3,3	-3,0	1,2	-523,6	492,2	-134,2	84,1	-389,5	408,1	-235,1	25,0	261,8
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.	-281,0	176,8	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-210,6	98,6	-73,6	28,2	-136,9	70,3	-63,8	18,1	76,8
2007 1° trim.	-414,2	322,8	-5,3	6,1	3,8	5,2	1,4	-290,4	266,7	-76,6	29,7	-213,9	237,0	-122,2	-39,2	48,5
2006 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.	-106,9	84,8	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,5	64,3	-42,1	5,5	-36,5	58,8	-25,4	3,2	23,7
nov.	-151,4	97,0	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-106,4	71,3	-10,8	27,9	-95,6	43,4	-41,7	-8,5	21,0
dic.	-22,7	-5,0	-1,1	2,5	0,7	5,2	-2,7	-25,6	-37,0	-20,8	-5,1	-4,8	-31,9	3,3	23,4	32,1
2007 gen.	-154,3	178,8	-1,4	3,8	1,0	1,3	-4,8	-100,6	154,6	-31,9	10,4	-68,7	144,2	-53,2	-33,3	25,1
feb.	-130,7	116,5	-3,6	-0,4	0,1	1,5	4,4	-90,0	81,5	-7,9	8,6	-82,1	72,9	-37,3	-7,7	31,1
mar.	-129,2	27,4	-0,3	2,7	2,6	2,4	1,7	-99,8	30,6	-36,7	10,8	-63,1	19,8	-31,8	1,8	-7,6
apr.	-154,2	186,7	0,8	2,1	1,1	-2,3	0,5	-125,6	163,8	-17,0	9,1	-108,6	154,7	-30,4	-6,9	20,2
mag.	-68,3	75,9	-2,5	-0,8	-4,8	-5,0	-0,3	-27,2	76,5	-25,1	38,1	-2,1	38,3	-33,9	-5,8	0,5

Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

### 7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
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	-0,5	0,0	-3,3	0,0
2007 1° trim.	-5,3	0,0	6,1	0,1	0,0	3,9	-1,3	5,2	-0,2	0,0	1,5	-0,1

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
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	-519,6	-4,1	489,2	3,0	-6,9	-217,7	-242,7	25,0	-10,6	15,1	239,9	6,8
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.	-210,9	0,4	98,2	0,4	-1,7	-61,8	-79,8	18,1	-0,3	3,4	70,5	2,9
2007 1° trim.	-282,2	-8,3	264,7	2,0	-2,4	-111,6	-72,4	-39,2	-8,2	-2,0	45,2	5,3

### 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	-1,3	4,2	-0,5	5,2	-10,4	6,1	-2,8	0,0	-19,4	5,7	0,0	0,2
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.	-2,4	1,1	-0,2	1,6	-4,9	-2,0	2,5	0,0	-4,0	-1,3	0,0	0,0
2007 1° trim.	-1,4	0,4	0,0	0,8	-2,6	1,4	-5,0	0,4	-5,5	6,1	0,0	0,0

Fonte: BCE.

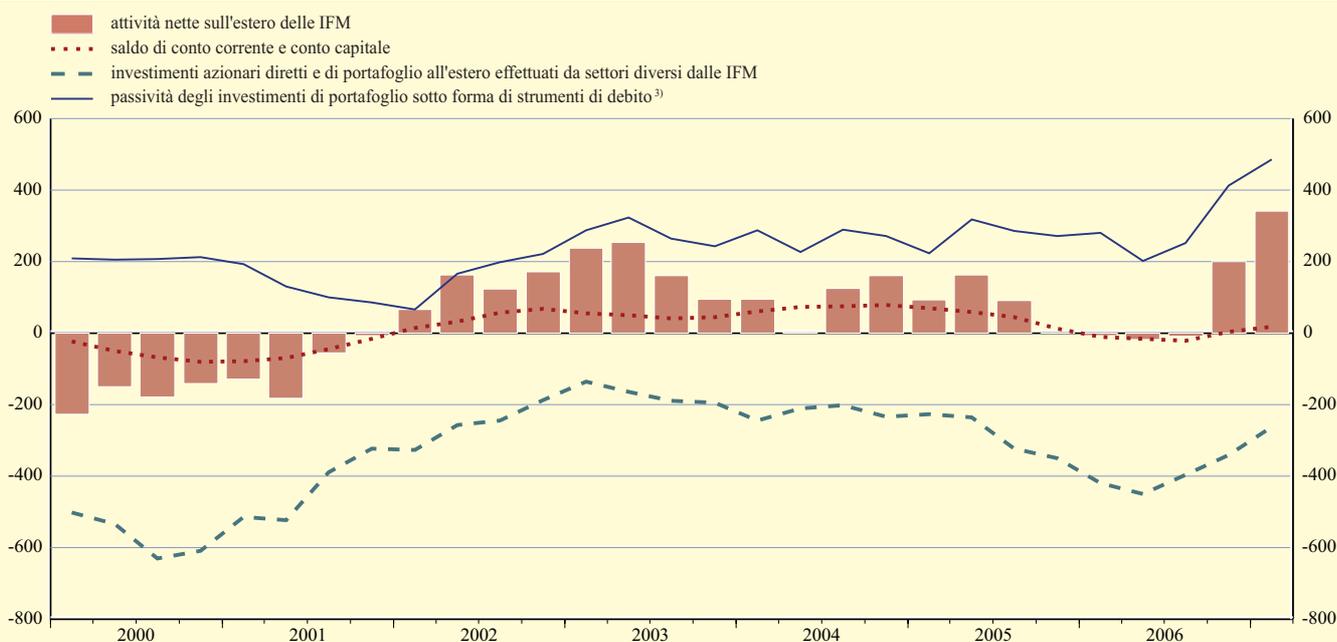
## 7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>2)</sup>	Strumenti di debito <sup>3)</sup>						
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	2,8	-286,9	163,4	-247,1	228,8	413,0	-231,5	262,8	-1,9	-118,6	184,8	200,4
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.	23,1	-63,3	20,9	-65,7	66,9	158,7	-69,4	73,4	-0,1	23,0	167,4	176,1
2007 1° trim.	2,8	-74,1	53,6	-50,5	88,6	147,3	-118,5	49,9	-17,2	9,2	91,1	102,2
2006 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.	-0,2	-14,7	8,9	-32,6	13,2	51,6	-27,8	21,5	6,4	-5,5	20,9	25,8
nov.	5,8	-10,7	1,6	-17,4	31,4	80,3	-45,5	22,5	-2,0	5,1	71,3	69,2
dic.	17,4	-37,9	10,3	-15,7	22,3	26,8	3,9	29,4	-4,4	23,3	75,3	81,1
2007 gen.	-3,7	-22,3	16,2	-19,3	34,2	47,2	-52,2	20,3	-4,6	-39,3	-23,5	-22,9
feb.	-4,5	-36,2	19,6	-21,1	42,9	41,8	-37,2	35,5	-8,4	15,5	48,0	40,6
mar.	11,1	-15,6	17,7	-10,1	11,5	58,4	-29,1	-5,9	-4,2	33,0	66,6	84,5
apr.	-3,7	-28,4	5,1	-16,2	-1,2	34,6	-29,3	20,7	-4,1	-14,0	-36,4	-39,4
mag.	-12,6	-28,2	19,3	-12,8	10,5	41,3	-38,7	0,2	-2,2	12,0	-11,3	-14,3
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2007 mag.	16,6	-269,3	125,8	-184,8	243,7	478,4	-285,6	200,9	-13,8	-28,5	283,3	296,9

## F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM <sup>1)</sup>

(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 2° trim. 2006 al 1° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Crediti</b>												
<b>Conto corrente</b>	2.407,1	910,8	49,3	76,1	469,3	255,4	60,8	31,6	55,3	156,8	389,7	862,9
Beni	1.418,2	515,1	32,4	51,5	227,8	203,3	0,1	17,8	34,1	80,2	199,0	572,0
Servizi	435,4	156,4	9,0	11,9	104,7	25,5	5,4	6,5	11,1	42,5	79,2	139,8
Redditi	465,9	174,9	7,4	12,1	125,2	23,9	6,4	6,8	9,9	28,2	104,2	141,9
di cui: redditi da capitale	449,8	169,5	7,3	12,0	123,4	23,7	3,0	6,7	9,9	21,8	102,7	139,2
Trasferimenti correnti	87,5	64,5	0,5	0,7	11,7	2,6	49,0	0,6	0,2	5,8	7,3	9,1
<b>Conto capitale</b>	25,5	20,8	0,0	0,0	0,8	0,1	19,8	0,0	0,4	0,4	0,9	2,9
<b>Debiti</b>												
<b>Conto corrente</b>	2.404,7	794,1	40,2	73,5	384,2	199,0	97,3	24,2	88,5	148,4	338,4	1.011,1
Beni	1.378,6	404,8	27,4	47,2	171,7	158,4	0,0	11,2	53,9	69,5	133,5	705,7
Servizi	399,1	129,4	7,3	9,6	84,3	28,1	0,1	5,8	7,6	30,9	86,0	139,4
Redditi	463,4	156,2	5,0	15,9	118,6	9,1	7,7	5,5	26,5	42,7	112,0	120,6
di cui: redditi da capitale	453,7	150,6	4,9	15,8	117,4	4,8	7,7	5,4	26,3	42,2	111,1	118,2
Trasferimenti correnti	163,6	103,7	0,5	0,9	9,6	3,3	89,5	1,8	0,5	5,3	7,0	45,4
<b>Conto capitale</b>	12,1	1,8	0,0	0,2	1,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,5	1,6	8,0
<b>Saldo</b>												
<b>Conto corrente</b>	2,4	116,8	9,1	2,7	85,1	56,4	-36,5	7,3	-33,1	8,4	51,3	-148,2
Beni	39,7	110,3	4,9	4,3	56,0	44,9	0,1	6,6	-19,8	10,7	65,5	-133,6
Servizi	36,4	27,0	1,7	2,3	20,4	-2,6	5,2	0,7	3,4	11,6	-6,7	0,4
Redditi	2,5	18,7	2,5	-3,8	6,6	14,9	-1,4	1,3	-16,5	-14,4	-7,8	21,2
di cui: redditi da capitale	-3,9	18,9	2,4	-3,9	6,1	18,9	-4,7	1,3	-16,5	-20,4	-8,3	21,1
Trasferimenti correnti	-76,1	-39,2	0,0	-0,2	2,1	-0,8	-40,5	-1,2	-0,3	0,5	0,3	-36,2
<b>Conto capitale</b>	13,4	19,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	19,6	-0,1	0,4	-0,1	-0,7	-5,1

### 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 2° trim. 2006 al 1° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti diretti</b>	-147,6	-60,9	6,8	5,7	-49,5	-24,0	0,1	-10,8	9,5	-12,2	-35,7	26,3	-63,9
All'estero	-343,2	-151,2	-0,1	3,0	-125,6	-28,4	0,0	-16,5	3,7	-16,8	-67,9	-32,8	-61,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-269,6	-129,7	-0,6	4,6	-106,7	-26,9	0,0	-6,8	6,0	-8,6	-48,4	-28,5	-53,6
Debito	-73,6	-21,6	0,5	-1,6	-18,9	-1,5	0,0	-9,6	-2,4	-8,2	-19,5	-4,3	-8,0
Nell'area dell'euro	195,5	90,4	6,9	2,7	76,1	4,5	0,1	5,6	5,8	4,7	32,2	59,2	-2,3
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	140,2	61,4	7,9	-1,3	53,7	1,0	0,1	0,0	3,0	7,9	13,9	50,4	3,6
Debito	55,3	28,9	-1,0	4,0	22,4	3,5	0,0	5,7	2,9	-3,2	18,2	8,8	-5,9

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 2° trim. 2006 al 1° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-445,7	-101,0	-7,2	-14,2	-80,7	-0,7	1,7	-8,1	0,4	-3,7	-191,7	-96,6	-45,0
Azioni e altre partecipazioni	-58,5	2,7	-2,3	-0,9	4,4	1,5	-0,1	0,1	1,4	0,6	-33,9	-34,0	4,7
Strumenti di debito	-387,2	-103,7	-4,9	-13,3	-85,1	-2,2	1,8	-8,2	-1,0	-4,3	-157,8	-62,6	-49,6
Obbligazioni e notes	-293,1	-79,9	-5,0	-10,0	-65,8	-1,1	2,0	-6,5	-4,6	-1,7	-118,7	-36,7	-45,0
Strumenti di mercato monetario	-94,2	-23,8	0,2	-3,3	-19,3	-1,1	-0,2	-1,7	3,7	-2,6	-39,1	-25,9	-4,6

**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 2° trim. 2006 al 1° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Altri investimenti</b>	-162,6	-214,3	-16,1	8,4	-192,6	-22,8	8,8	0,4	32,8	-9,9	64,5	-40,2	15,8	-11,7
Attività	-953,3	-701,8	-35,9	-4,3	-623,2	-35,4	-3,0	-0,6	15,4	-46,4	-67,4	-79,6	-3,3	-69,7
Amministrazioni pubbliche	-0,5	-8,8	-0,7	0,2	-7,8	0,0	-0,6	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,1	-1,1	9,8
IFM	-683,3	-476,2	-34,9	-1,3	-408,7	-31,2	-0,1	0,5	11,8	-42,2	-65,3	-54,4	-2,3	-55,2
Altri settori	-269,5	-216,8	-0,4	-3,2	-206,7	-4,2	-2,3	-1,0	4,0	-4,2	-2,1	-25,2	0,1	-24,3
Passività	790,7	487,4	19,8	12,7	430,6	12,6	11,7	1,0	17,4	36,5	131,9	39,4	19,1	58,0
Amministrazioni pubbliche	4,8	5,5	0,0	0,0	0,2	0,0	5,2	0,0	-0,3	-0,6	-0,2	0,1	2,5	-2,1
IFM	553,8	303,9	19,1	10,4	264,7	9,6	0,0	-0,4	15,3	38,7	98,6	33,4	16,5	47,8
Altri settori	232,1	178,1	0,7	2,2	165,7	3,0	6,5	1,4	2,4	-1,6	33,5	5,9	0,1	12,3

**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
<b>Investimenti diretti</b>	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
<b>Investimenti di portafoglio:</b>														
<b>attività</b>	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
<b>Altri investimenti</b>	-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
<b>Posizione patrimoniale netta verso l'estero</b>							
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 4° trim.	-1.059,4	-12,6	385,9	-1.510,3	-14,9	-245,9	325,8
2007 1° trim.	-1.073,2	-12,6	368,9	-1.594,1	6,9	-186,4	331,5
<b>Attività</b>							
2002	7.419,6	102,0	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	134,3	2.710,3	3.874,9	236,1	3.664,7	320,1
2006 4° trim.	12.288,2	146,1	2.959,6	4.376,2	288,6	4.337,8	325,8
2007 1° trim.	12.995,2	152,4	3.019,3	4.562,3	339,2	4.742,9	331,5
<b>Passività</b>							
2002	8.134,5	111,9	1.826,4	3.232,7	145,7	2.929,7	-
2003	8.749,8	116,9	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 4° trim.	13.347,5	158,7	2.573,8	5.886,5	303,5	4.583,7	-
2007 1° trim.	14.068,4	165,0	2.650,4	6.156,4	332,3	4.929,3	-

### 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 4° trim.	2.385,7	192,6	2.193,1	574,0	2,8	571,1	1.937,8	47,7	1.890,2	635,9	10,1	625,8
2007 1° trim.	2.427,1	206,9	2.220,1	592,2	3,4	588,8	1.960,9	45,6	1.915,3	689,5	12,7	676,8

### 3. Investimenti di portafoglio: attività distinte per strumento e per settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
	Attività				Passività	Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario				
	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Passività	
			Amministrazioni pubbliche	Altri settori				Amministrazioni pubbliche	Altri settori			Amministrazioni 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 4° trim.	2,8	131,4	34,7	1.816,0	2.980,6	10,4	809,1	11,4	1.197,1	2.603,1	0,9	300,8	0,2	61,3	302,7
2007 1° trim.	2,8	148,5	35,6	1.856,0	3.123,5	10,5	848,4	12,6	1.248,3	2.720,9	0,1	325,3	5,8	68,1	312,0

Fonte: BCE.

**7.4 Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)**

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

**4. Altri investimenti distinti per strumento**

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	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 4° trim.	8,4	0,4	100,0	0,2	0,0	56,0	40,7	15,3	45,1	0,0	44,0	3,7
2007 1° trim.	13,6	0,3	105,9	0,3	0,0	52,0	41,8	10,2	45,0	0,0	46,1	3,9

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	1.685,1	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 4° trim.	2.879,0	58,7	3.413,8	55,8	173,9	977,8	598,1	379,7	138,5	124,9	749,3	92,1
2007 1° trim.	3.141,4	70,0	3.657,9	64,4	185,1	1.088,2	650,5	437,8	147,2	131,4	812,0	107,4

**5. Riserve ufficiali**

	Riserve ufficiali													Per memoria:		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nettede predefinite a breve termine di valuta estera
		Totale	In milioni di onces			Totale	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 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 1° trim.	331,5	180,4	363,108	4,6	4,3	142,2	4,9	27,6	109,4	0,1	84,6	24,7	0,3	0,0	25,1	-22,6
2007 apr. mag. giu.	330,0 327,4 325,3	179,9 176,5 172,8	361,562 360,323 358,767	4,6 4,7 4,7	4,1 4,4 4,3	141,4 141,8 143,5	4,2 4,4 5,7	25,7 26,6 27,7	111,1 110,8 110,1	- - -	- - -	- - -	0,4 0,1 0,0	0,0 0,0 0,0	27,3 27,3 26,6	-25,0 -23,8 -24,6
	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 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 1° trim.	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,9	1,4	3,3	25,2	0,0	19,5	5,8	0,0	0,0	3,0	-0,6
2007 apr. mag. giu.	40,5 40,7 40,5	10,3 10,1 9,4	20,632 20,632 19,442	0,4 0,4 0,4	0,0 0,0 0,0	29,8 30,2 30,7	0,8 0,7 1,2	3,9 3,7 3,0	25,1 25,7 26,5	- - -	- - -	- - -	0,0 0,0 0,0	0,0 0,0 0,0	3,4 3,1 3,2	-1,2 -0,7 -1,6

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.)						
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	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	1.056,8	499,2	221,3	299,8	915,6	987,7	552,9	164,0	240,0	708,9	109,1
2004	8,9	9,4	1.142,8	545,7	246,7	314,6	994,9	1.073,3	604,4	183,3	255,4	767,3	129,2
2005	7,8	13,5	1.237,1	590,0	269,6	334,7	1.068,2	1.223,1	705,0	206,5	275,9	842,4	186,3
2006	11,2	13,4	1.379,9	662,9	289,0	366,2	1.183,0	1.391,9	825,7	207,7	302,9	938,6	224,8
2005 4° trim.	9,8	15,9	321,6	154,4	69,2	86,6	276,4	328,1	189,5	56,1	72,6	222,8	53,8
2006 1° trim.	15,9	22,4	331,9	158,6	71,4	89,6	282,6	337,9	198,2	52,9	73,6	224,2	55,2
2° trim.	9,4	14,4	340,5	162,5	71,2	90,0	290,7	344,7	204,3	52,2	75,3	231,8	57,3
3° trim.	7,9	10,4	346,2	167,4	71,4	91,0	296,5	353,7	212,5	51,3	75,7	236,8	60,0
4° trim.	11,8	7,7	361,3	174,4	75,0	95,7	313,2	355,5	210,7	51,4	78,3	245,8	52,4
2007 1° trim.	9,5	5,4	366,0	175,4	77,6	96,8	312,3	358,1	211,5	52,5	78,8	250,2	46,7
2006 dic.	6,5	2,6	122,6	58,6	24,7	33,0	104,5	120,9	71,2	16,9	26,4	82,4	17,3
2007 gen.	12,1	8,3	121,6	58,2	25,8	32,4	102,8	119,8	71,0	18,2	25,8	83,1	16,1
feb.	9,9	7,5	121,7	58,2	26,0	32,0	103,4	121,0	71,6	18,0	26,4	84,0	15,4
mar.	6,9	0,8	122,7	59,1	25,8	32,4	106,1	117,3	68,9	16,3	26,6	83,1	15,2
apr.	10,9	6,0	122,4	58,1	26,1	31,9	104,6	118,7	71,1	16,4	26,1	81,7	17,1
mag.	7,5	2,6	123,9	58,7	26,4	33,0	.	120,3	72,2	16,9	26,8	.	.
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	108,2	101,9	100,2	97,1	109,7	100,2	103,2
2004	9,0	6,5	117,5	115,6	119,9	118,4	117,9	107,9	104,2	109,2	117,4	108,2	105,3
2005	4,9	5,1	123,7	120,2	129,5	123,5	124,0	113,8	107,5	123,7	123,6	116,3	109,9
2006	7,4	5,7	133,3	129,5	136,2	131,2	133,7	120,8	113,8	124,2	131,0	125,2	109,8
2005 4° trim.	5,6	5,4	126,5	123,1	131,9	125,8	127,0	116,9	108,5	133,2	126,8	121,1	110,8
2006 1° trim.	10,5	8,6	128,6	124,9	134,1	128,6	128,2	117,4	109,9	124,0	127,1	120,0	105,7
2° trim.	5,2	3,8	132,0	127,9	134,7	128,6	132,1	119,2	112,0	124,6	131,0	124,5	106,3
3° trim.	5,0	4,6	133,8	130,4	135,3	130,6	134,2	121,8	115,9	123,7	130,6	125,8	115,9
4° trim.	9,1	6,1	138,7	134,8	140,7	136,9	140,4	124,7	117,6	124,4	135,4	130,6	111,2
2007 1° trim.	7,8	6,3	139,6	134,1	145,2	137,4	139,1	125,3	117,5	128,2	136,0	132,0	100,8
2006 dic.	4,3	1,7	141,0	135,9	138,5	141,2	140,6	126,8	118,4	123,6	136,7	131,5	106,0
2007 gen.	11,1	9,4	139,7	133,7	145,6	138,4	137,8	126,1	118,4	133,6	133,5	131,7	104,0
feb.	7,8	8,3	139,1	133,1	146,4	135,7	138,0	126,9	119,4	130,5	136,8	132,4	101,0
mar.	5,1	1,6	140,1	135,4	143,6	138,1	141,5	123,0	114,7	120,5	137,9	131,8	97,3
apr.	8,1	6,4	139,0	132,5	145,6	135,7	139,1	123,8	117,2	121,8	134,2	129,5	105,1
mag.	4,8	4,3	140,7	133,9	147,9	139,7	.	126,5	120,1	126,3	139,7	.	.
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	137,5
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	166,7
2005 4° trim.	4,0	9,9	101,9	102,5	97,6	105,0	100,2	109,8	118,5	92,1	104,1	99,9	157,9
2006 1° trim.	4,9	12,8	103,5	103,7	99,0	106,3	101,5	112,7	122,4	93,3	105,3	101,5	170,0
2° trim.	4,0	10,2	103,4	103,8	98,3	106,8	101,3	113,2	123,9	91,6	104,6	101,1	175,3
3° trim.	2,8	5,7	103,8	104,9	98,1	106,3	101,7	113,6	124,4	90,6	105,5	102,2	168,3
4° trim.	2,5	1,6	104,4	105,7	99,2	106,7	102,7	111,6	121,6	90,2	105,1	102,2	153,3
2007 1° trim.	1,6	-0,8	105,1	106,9	99,4	107,5	103,4	111,8	122,2	89,5	105,4	103,0	150,8
2006 dic.	2,1	0,9	104,5	105,6	99,3	106,9	102,6	112,0	122,4	89,6	105,2	102,2	159,3
2007 gen.	1,0	-1,0	104,7	106,6	99,0	107,2	103,0	111,5	122,1	89,1	105,3	102,8	151,0
feb.	2,0	-0,7	105,3	107,1	99,1	108,0	103,5	111,9	122,2	90,6	105,4	103,4	148,6
mar.	1,7	-0,8	105,3	107,0	100,2	107,4	103,6	112,0	122,3	88,9	105,5	102,7	152,8
apr.	2,6	-0,4	105,9	107,6	100,2	107,7	103,8	112,6	123,4	88,4	106,2	102,8	158,7
mag.	2,5	-1,7	105,9	107,5	99,6	108,0	.	111,7	122,4	87,5	104,8	.	.

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
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2003	1.056,8	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	96,1
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	1.379,9	31,1	49,6	214,5	193,8	55,4	76,7	38,6	199,5	53,5	34,4	183,2	76,9	54,3	118,3
2005 4° trim.	321,6	7,5	11,3	51,2	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.	331,9	7,5	11,6	53,1	44,5	12,5	18,0	9,6	49,5	12,7	8,8	43,4	19,3	13,1	28,2
2° trim.	340,5	7,7	12,3	53,3	47,6	13,0	18,4	9,8	49,6	12,7	8,4	45,2	18,9	13,3	30,1
3° trim.	346,2	7,8	12,7	54,3	49,5	14,2	19,3	9,6	49,6	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.	366,0	8,4	13,5	56,2	53,8	15,8	20,5	10,1	49,0	14,2	8,7	49,0	21,2	14,8	30,8
2006 dic.	122,6	2,7	4,4	18,0	17,8	5,1	7,0	3,1	17,7	4,9	2,8	16,5	6,7	4,8	11,2
2007 gen.	121,6	2,8	4,6	18,9	17,8	5,2	7,0	3,5	16,6	4,6	2,9	16,5	7,1	4,9	9,2
feb.	121,7	2,8	4,4	18,7	17,9	5,2	6,8	3,2	16,3	4,8	2,9	16,2	7,0	5,0	10,5
mar.	122,7	2,8	4,5	18,6	18,1	5,4	6,7	3,4	16,1	4,7	2,9	16,3	7,1	5,0	11,1
apr.	122,4	2,8	4,3	18,4	18,2	5,4	6,8	3,3	16,8	4,9	2,9	16,0	7,0	5,1	10,5
mag.	123,9	.	.	.	.	5,6	6,8	3,3	15,7	5,2	2,9	16,2	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
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
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	75,6
2004	1.073,3	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	74,9
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	1.391,9	27,4	47,4	165,6	153,7	94,5	62,1	29,1	128,3	143,7	56,5	212,9	109,4	66,0	95,3
2005 4° trim.	328,1	6,6	11,0	39,5	34,0	21,1	15,2	6,7	31,1	32,0	13,7	52,9	26,3	14,8	23,4
2006 1° trim.	337,9	6,7	11,3	41,3	35,2	23,3	15,0	7,0	31,7	33,1	14,1	52,0	26,9	15,5	24,8
2° trim.	344,7	6,7	11,4	42,7	37,3	24,4	15,4	7,5	31,7	34,8	14,0	53,3	26,9	16,0	22,7
3° trim.	353,7	7,0	12,0	41,3	39,4	23,8	15,9	7,3	32,2	36,1	14,3	54,7	27,8	16,7	25,1
4° trim.	355,5	6,9	12,6	40,4	41,8	23,0	15,8	7,3	32,8	39,8	14,0	52,9	27,8	17,8	22,7
2007 1° trim.	358,1	7,0	12,7	40,4	41,9	22,8	16,7	7,9	33,2	41,6	14,5	51,8	25,8	18,1	23,6
2006 dic.	120,9	2,4	4,5	13,5	14,3	7,8	5,3	2,5	11,4	13,7	4,7	17,3	9,4	6,2	8,1
2007 gen.	119,8	2,4	4,3	13,5	14,1	7,6	5,5	2,6	11,1	13,7	5,0	17,5	8,8	6,2	7,4
feb.	121,0	2,2	4,2	13,6	13,8	7,7	5,6	2,7	11,3	13,9	4,9	18,0	8,8	6,1	8,2
mar.	117,3	2,3	4,2	13,3	14,0	7,6	5,6	2,6	10,7	14,1	4,6	16,4	8,2	5,8	8,0
apr.	118,7	2,4	4,2	13,7	14,1	8,0	5,6	2,6	10,8	12,9	4,4	17,5	8,5	5,7	8,3
mag.	120,3	.	.	.	.	7,7	5,5	2,6	10,9	13,1	4,9	17,5	9,2	5,8	.
<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
<b>Saldo</b>															
2003	69,1	1,2	1,7	55,9	16,1	-18,1	12,9	5,6	56,5	-39,3	-20,8	-6,4	-9,7	-1,8	15,4
2004	69,5	0,4	2,4	60,4	21,7	-20,5	12,7	8,9	59,5	-51,8	-21,1	-10,6	-8,6	-4,9	21,2
2005	14,0	2,7	2,9	50,6	28,7	-33,1	12,7	9,6	65,1	-74,6	-19,1	-23,9	-23,0	-6,7	22,0
2006	-12,0	3,8	2,2	48,9	40,1	-39,1	14,5	9,5	71,2	-90,2	-22,0	-29,6	-32,5	-11,6	23,0
2005 4° trim.	-6,6	0,9	0,4	11,8	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.	-6,0	0,8	0,2	11,8	9,4	-10,8	3,0	2,6	17,8	-20,4	-5,3	-8,5	-7,6	-2,4	3,4
2° trim.	-4,2	1,1	0,8	10,7	10,3	-11,4	3,0	2,3	17,9	-22,0	-5,5	-8,1	-8,0	-2,6	7,4
3° trim.	-7,5	0,8	0,7	13,0	10,1	-9,6	3,4	2,3	17,3	-22,7	-5,8	-8,8	-8,8	-3,0	3,5
4° trim.	5,8	1,1	0,5	13,4	10,4	-7,3	5,1	2,2	18,1	-25,1	-5,4	-4,1	-8,1	-3,6	8,7
2007 1° trim.	7,9	1,4	0,7	15,8	11,9	-7,1	3,8	2,2	15,9	-27,4	-5,8	-2,9	-4,6	-3,2	7,2
2006 dic.	1,6	0,3	-0,1	4,5	3,5	-2,6	1,6	0,6	6,2	-8,8	-1,8	-0,8	-2,7	-1,4	3,1
2007 gen.	1,8	0,4	0,2	5,4	3,8	-2,4	1,5	1,0	5,5	-9,1	-2,1	-1,0	-1,8	-1,3	1,8
feb.	0,7	0,6	0,2	5,1	4,0	-2,4	1,2	0,5	5,0	-9,0	-2,0	-1,8	-1,8	-1,1	2,3
mar.	5,4	0,5	0,3	5,3	4,1	-2,2	1,1	0,7	5,4	-9,3	-1,7	-0,1	-1,1	-0,8	3,1
apr.	3,7	0,4	0,1	4,7	4,1	-2,5	1,2	0,7	6,0	-8,0	-1,6	-1,5	-1,5	-0,6	2,2
mag.	3,6	.	.	.	.	-2,1	1,3	0,7	4,8	-7,9	-2,0	-1,3	-2,3	-0,7	.

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



## TASSI DI CAMBIO

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

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

	TCE-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	103,7
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	106,1	.	.	.	113,5	105,6
2006 lug.	104,5	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,7
ago.	104,6	105,4	103,8	-	-	-	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	106,4	105,2	-	-	-	112,7	105,2
apr.	107,1	107,4	106,3	-	-	-	113,7	106,0
mag.	107,3	107,4	106,2	-	-	-	113,6	105,7
giu.	106,9	106,9	105,9	-	-	-	113,1	105,2
lug.	107,6	107,6	106,5	-	-	-	113,9	105,8
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2007 lug.	0,6	0,6	0,6	-	-	-	0,6	0,6
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2007 lug.	2,9	2,1	2,6	-	-	-	2,3	1,1

### F35 Tassi di cambio effettivi

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

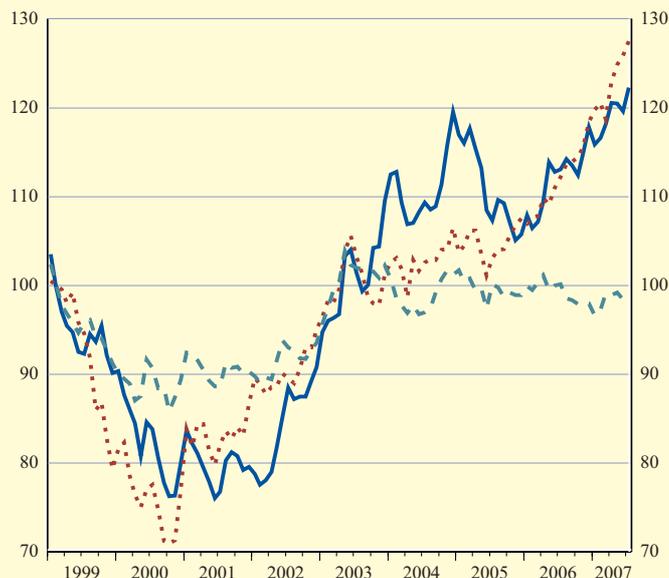
— TCE-24 nominale  
 - - - TCE-24 reale IPC



### F36 Tassi di cambio bilaterali

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

— USD/EUR  
 - - - JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

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

## 8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1,422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1,273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1,198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2006 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
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
lug.	7,4410	9,1842	0,67440	1,3716	166,76	1,6567	1,259,70	10,7247	2,0789	1,4417	7,9380	1,5809
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2007 lug.	-0,1	-1,6	-0,2	2,2	1,3	0,1	1,1	2,3	0,8	0,9	-1,5	-0,8
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2007 lug.	-0,3	-0,4	-2,0	8,1	13,7	5,6	4,5	8,8	3,5	0,8	0,0	-6,3
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno <sup>1)</sup>	
	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	
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	
lug.	28,359	15,6466	0,58412	0,6969	3,4528	246,90	0,4293	3,7682	33,326	1,9558	3,1345	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2007 lug.	-0,7	0,0	0,1	0,1	0,0	-1,4	0,0	-1,0	-2,0	0,0	-2,8	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2007 lug.	-0,3	0,0	1,6	0,1	0,0	-11,0	0,0	-5,7	-13,2	0,0	-12,2	
	Yuan renminbi cinese <sup>2)</sup>	Kuna croata <sup>2)</sup>	Corona islandese	Rupia indonesiana <sup>2)</sup>	Ringgit malese <sup>2)</sup>	Dollaro neozelandese	Peso filippino <sup>2)</sup>	Rublo russo <sup>2)</sup>	Rand sud africano	Bath thailandese <sup>2)</sup>	Nuova lira turca <sup>2)</sup>	
	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	
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	
lug.	10,3899	7,2947	83,16	12.441,28	4,7184	1,7446	62,418	35,0292	9,5712	41,870	1,7574	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2007 lug.	1,4	-0,5	-1,3	3,2	2,0	-1,6	0,7	0,7	-0,5	-3,7	-0,9	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2007 lug.	2,5	0,6	-11,8	7,4	1,4	-15,1	-5,8	2,6	6,5	-13,1	-10,8	

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
<b>IACP</b>														
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 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
2° trim.	4,7	2,6	1,5	5,8	1,8	8,5	5,0	8,5	-0,9	2,3	3,9	1,7	1,4	2,6
2007 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
giu.	5,3	2,6	1,3	6,0	1,7	8,9	5,0	8,5	-0,6	2,6	3,9	1,5	1,3	2,4
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>														
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
<b>Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>														
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
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo</b>														
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
giu.	4,57	4,51	4,65	-	4,44	5,62	4,57	6,71	5,12	5,52	7,05	4,66	4,44	5,49
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo</b>														
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
giu.	4,53	2,93	4,37	4,74	3,99	8,09	4,91	8,02	4,36	4,52	7,26	4,27	3,67	5,88
<b>PIL a prezzi costanti</b>														
2005	6,2	6,5	3,1	10,5	3,9	10,6	7,6	4,1	3,3	3,6	4,2	6,0	2,9	1,8
2006	6,1	6,4	3,5	11,4	3,8	11,9	7,5	3,9	3,3	6,1	7,7	8,3	4,2	2,8
2006 4° trim.	5,7	6,1	3,7	10,9	3,6	11,7	7,0	3,3	3,1	6,6	7,7	9,6	4,3	3,1
2007 1° trim.	6,2	6,2	2,3	9,8	3,8	11,2	8,0	2,9	3,5	.	6,0	9,0	3,3	3,0
2° trim.	.	.	.	.	.	.	7,7	.	.	.	.	.	.	3,0
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>														
2005	-11,0	-2,4	3,9	-9,5	-5,1	-11,2	-5,9	-6,0	-5,8	-1,4	-7,9	-8,6	7,1	-2,3
2006	-15,1	-3,9	2,4	-12,3	-5,9	-19,9	-9,7	-4,8	-3,5	-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	4,4	-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	-3,1	-2,7	-10,7	-7,3	7,4	-3,7
2007 1° trim.	-27,2	2,0	-1,3	-17,1	-13,2	-23,7	-12,2	-4,3	-9,0	-2,2	-14,9	0,1	9,4	-4,0
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>														
2005	2,4	-0,7	0,9	2,7	1,3	15,2	3,4	3,1	-0,5	0,3	.	0,5	0,6	.
2006	4,5	1,0	2,2	5,7	0,1	14,0	7,0	.	0,0	.	.	1,2	-0,4	.
2006 3° trim.	-	0,8	2,6	5,6	-	-	11,1	-	-0,2	-	-	0,3	0,6	.
4° trim.	-	1,8	3,4	8,3	-	-	10,0	-	0,0	-	-	0,6	0,1	.
2007 1° trim.	-	3,7	5,0	14,9	-	-	9,2	-	-0,4	-	-	0,3	4,6	.
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>														
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 4° trim.	8,1	6,5	3,6	5,6	4,3	6,2	4,8	7,6	6,9	12,3	7,2	12,4	6,5	5,3
2007 1° trim.	7,7	5,9	3,9	4,9	4,2	6,2	4,8	7,4	6,6	10,9	6,5	11,3	6,3	5,5
2° trim.	7,2	5,8	3,5	5,1	4,1	5,8	4,9	7,7	6,4	10,5	7,2	10,8	5,6	.
2007 feb.	7,7	5,9	4,0	4,8	4,2	6,2	4,8	7,4	6,6	10,9	6,5	11,3	6,3	5,5
mar.	7,5	5,7	4,0	5,0	4,1	6,1	4,7	7,4	6,6	10,6	6,5	11,1	6,2	5,4
apr.	7,5	5,9	3,5	5,1	4,1	5,9	5,0	7,6	6,4	10,7	7,2	10,8	5,9	5,4
mag.	7,2	5,8	3,5	5,2	4,1	5,8	4,9	7,7	6,5	10,5	7,3	10,8	5,8	.
giu.	7,0	5,7	3,5	5,1	3,9	5,7	4,7	7,7	6,4	10,2	7,3	10,7	5,3	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

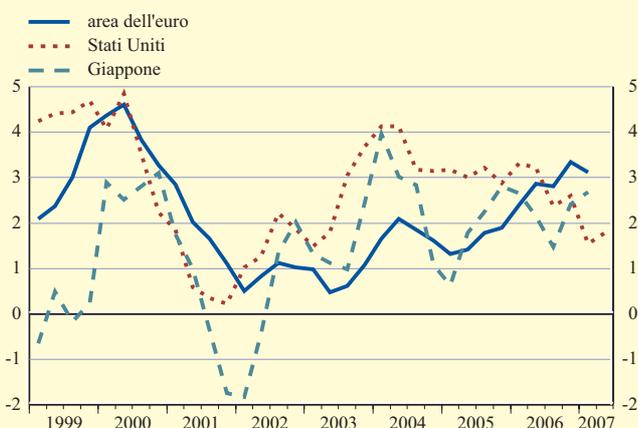
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Stati Uniti</b>											
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	3,6	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	-0,1	3,1	4,0	5,1	4,3	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	0,1	2,9	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2556	-2,3	48,5
2006 2° trim.	4,0	0,1	3,2	5,5	4,6	4,8	5,21	5,07	1,2582	-2,3	48,6
3° trim.	3,3	-2,2	2,4	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
4° trim.	1,9	0,7	2,6	3,6	4,5	4,9	5,37	4,63	1,2887	-1,9	48,5
2007 1° trim.	2,4	-0,4	1,5	2,3	4,5	5,3	5,36	4,68	1,3106	-2,6	49,4
2° trim.	2,7	.	1,8	1,7	4,5	6,2	5,36	4,84	1,3481	.	.
2007 mar.	2,8	-	-	2,5	4,4	5,7	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.	2,7	-	-	1,6	4,5	6,1	5,36	5,11	1,3419	-	-
lug.	.	-	-	.	.	.	5,36	5,01	1,3716	-	-
<b>Giappone</b>											
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	0,6	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.	-0,1	.	.	2,3	.	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
2007 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	.	-	3,8	3,8	1,5	0,67	1,67	163,22	-	-
giu.	-0,2	.	-	1,0	.	1,8	0,73	1,89	164,55	-	-
lug.	.	.	-	.	.	.	0,77	1,89	166,76	-	-

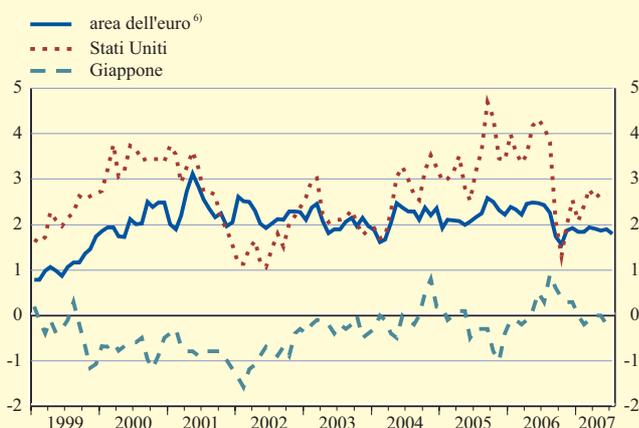
### F37 PIL a prezzi costanti

(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'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(a) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze corrette al mese  $t$  (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) 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:

$$(h) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$ , cioè  $a_t$ , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

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

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette <sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 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.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) 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'accredito 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 riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

## DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <sup>4)</sup>

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

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

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

$$(o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

## RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

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-

<sup>4)</sup> 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.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) 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.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

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 1° agosto 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.europa.eu/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<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

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

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 destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine.

Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde 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 stagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998

riguardante le statistiche a breve termine<sup>3)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001<sup>4)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrika* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro<sup>5)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>6)</sup>. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2

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-cartta 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 2000<sup>7)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno

7) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

2002<sup>8)</sup> sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle Banche Centrali Nazionali.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>9)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>10)</sup> e con la documentazione dell'Eurostat. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (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](http://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 incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 5 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Al momento non è possibile, invece, ottenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area. Nelle tavole 6 e 7 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p.: le transazioni di b.d.p. che riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati

8) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

9) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

10) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

dalle statistiche bancarie e monetarie (colonna 12); per questi ultimi dati un segno positivo indica un incremento di attività o un decremento di passività. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e 6), le transazioni di b.d.p. includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). 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 basati 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, Thailandia, 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 <sup>1)</sup>



### 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 E 2 AGOSTO 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 maggio 2007 e luglio 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.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

### RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 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.  
*La correzione degli squilibri mondiali in un contesto di crescente integrazione finanziaria internazionale*, agosto 2007.  
*Il finanziamento delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro*, agosto 2007.  
*I leveraged buyout e la stabilità finanziaria*, agosto 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.
- 4 *Privileges and immunities of the European Central Bank*, di G. Gruber e M. Benisch, giugno 2007.
- 5 *Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States*, di K. Dręcińska, K. Laurinavičius e A. Tupits, luglio 2007.

#### **OCCASIONAL PAPER SERIES**

- 43 *The accumulation of foreign reserves*, a cura di una task force del Comitato per le Relazioni internazionali, febbraio 2006.
- 44 *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, a cura di una task force del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, aprile 2006.
- 45 *Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts*, di N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi e N. Vidalis, maggio 2006.
- 46 *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence*, di F. Altissimo, M. Ehrmann e F. Smets, giugno 2006.
- 47 *The reform and implementation of the Stability and Growth Pact*, di R. Morris, H. Ongena e L. Schuknecht, giugno 2006.
- 48 *Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries*, a cura della Task Force sull'allargamento del Comitato per le Relazioni Internazionali, luglio 2006.
- 49 *Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem*, di U. Bindseid e F. Papadia, agosto 2006.

- 50 *Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market*, di M. Laganà, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes e A. Persauda, agosto 2006.
- 51 *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*, di A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger e T. Westermann, agosto 2006.
- 52 *Cross-border labour mobility within an enlarged EU*, di F.F. Heinz e M. Ward-Warmedinger, ottobre 2006.
- 53 *Labour productivity developments in the euro area*, di R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker e J. Turunen, ottobre 2006.
- 54 *Quantitative quality indicators for statistics – An application to euro area balance of payment statistics*, di V. Damia e C. Picòn Aguilar, novembre 2006.
- 55 *Globalisation and euro area trade – Interactions and challenger*, 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.
- 64 *The use of portfolio credit risk models in central banks*, prodotto dalla Task force del Comitato per le operazioni di mercato del SEBC, luglio 2007.
- 65 *The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations*, di F. Coppens, F. González e G. Winkler, luglio 2007.
- 66 *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature*, di N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert e G. Vitale, luglio 2007.
- 67 *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*, di J. M. Israël e C. Sánchez Muñoz, luglio 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 PAPER SERIES

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.
- 773 *Exchange rate volatility and growth in small open economies at the EMU periphery*, di G. Schnabl, luglio 2007.
- 774 *Shocks, structures or monetary policies? The euro area and the United States after 2001*, di L. Christiano, R. Motto e M. Rostagno, luglio 2007.
- 775 *The dynamic behaviour of budget components and output*, di A. Afonso e P. Claeys, luglio 2007.

- 776 *Insights gained from conversations with labor market decision-makers*, di T. F. Bewley, luglio 2007.
- 777 *Downward nominal wage rigidity in the OECD*, di S. Holden e F. Wulfsberg, luglio 2007.
- 778 *Employment protection legislation and wages*, di M. Leonardi e G. Pica, luglio 2007.
- 779 *On-the-job search and the cyclical dynamics of the labour market*, di M. U. Krause e T. A. Lubik, luglio 2007.
- 780 *Dynamics and monetary policy in a fair wage model of the business cycle*, di D. de la Croix, G. de Walque e R. Wouters, luglio 2007.
- 781 *Wage inequality in Spain: recent developments*, di M. Izquierdo e A. Lacuesta, luglio 2007.
- 782 *Panel data estimates of the production function and product and labour market imperfections*, di S. Dobbelaere e J. Mairesse, luglio 2007.
- 783 *The cyclicity of effective wages within employer-employee matches: evidence from German panel data*, di S. Anger, luglio 2007.
- 784 *Understanding the dynamics of labour shares and inflation*, di M. Lawless e K. Whelan, luglio 2007.
- 785 *Aggregating Phillips curves*, di J. Imbs, E. Jondeau e F. Pelgrin, luglio 2007.
- 786 *The economic impact of merger control: what is special about banking?*, di E. Carletti, P. Hartmann e S. Ongena, luglio 2007.
- 787 *Finance and growth: a macroeconomic assessment of the evidence from a European angle*, di E. Papaioannou, luglio 2007.
- 788 *Evaluating the real effect of bank branching deregulation: comparing contiguous counties across US state borders*, di R. R. Huang, luglio 2007.
- 789 *Modelling the impact of external factors on the euro area's HICP and real economy: a focus on pass-through and the trade balance*, di L. Landolfo, luglio 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.

*The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro denominated payment transactions*, luglio 2007 (disponibile solo online).

*5th SEPA progress report*, luglio 2007 (disponibile solo online).

*Potential impact of solvency II on financial stability*", luglio 2007.

*The role of central counterparties, issues related to central counterparty clearing, ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006*, luglio 2007.

*European legislation on financial markets, Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions*, luglio 2007.

#### **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.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [*other investment*]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti 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 in attesa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi 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.