



BANCA CENTRALE EUROPEA  
EUROSISTEMA

BOLLETTINO MENSILE  
SETTEMBRE

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

08 | 2007

**09 | 2007**

10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007



BANCA CENTRALE EUROPEA  
EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE SETTEMBRE 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 5 settembre 2007.*

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

*Stampato nel mese di settembre 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	<b>9</b>	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	<b>I</b>
Gli andamenti monetari e finanziari	<b>18</b>	Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale)	<b>V</b>
Prezzi e costi	<b>63</b>	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2006	<b>IX</b>
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	<b>72</b>	Glossario	<b>XVII</b>
La finanza pubblica	<b>83</b>		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	<b>90</b>		
<b>Riquadri:</b>			
1 Gli andamenti dei prezzi abitativi nei paesi dell'Europa centrale e orientale	<b>12</b>		
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 15 maggio al 7 agosto 2007	<b>29</b>		
3 Le operazioni supplementari di mercato aperto della BCE nel periodo dall'8 agosto al 5 settembre	<b>31</b>		
4 Stagionalità dei tassi di inflazione di pareggio	<b>40</b>		
5 La relazione fra la crescita degli utili delle società quotate e l'espansione del prodotto nell'insieme dell'economia	<b>46</b>		
6 Andamenti recenti dei rapporti di indebitamento delle società non finanziarie	<b>56</b>		
7 Recenti andamenti dei prezzi degli alimentari nei mercati mondiali e nell'area dell'euro	<b>65</b>		
8 Occupazione nell'area dell'euro nel 2006: una crescita più equilibrata	<b>76</b>		
9 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE	<b>80</b>		
10 <i>Flat taxes</i> nell'Europa centrale e orientale	<b>86</b>		

## 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 6 settembre 2007, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariato al 4 per cento il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati mantenuti anch'essi invariati, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento. Le informazioni rese disponibili dopo la precedente riunione del Consiglio direttivo hanno confermato che le prospettive di medio periodo per la stabilità dei prezzi restano soggette a rischi verso l'alto, individuati sia dall'analisi economica sia dall'analisi monetaria. Anche i dati macroeconomici più recenti avvalorano la solidità delle variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro e confortano prospettive di crescita favorevoli a medio termine per il PIL in termini reali. In questo contesto, l'orientamento di politica monetaria della BCE si connota tuttora come accomodante considerando, fra l'altro, la vigorosa espansione della moneta e del credito all'interno dell'area. Al tempo stesso, l'incertezza si è acuita a seguito della volatilità dei mercati finanziari e della rivalutazione del rischio nelle ultime settimane. Dato l'elevato grado di incertezza, è opportuno raccogliere maggiori informazioni ed esaminare nuovi dati prima di trarre ulteriori conclusioni per la politica monetaria nel quadro della strategia della BCE orientata al medio periodo e finalizzata alla stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo seguirà dunque tutti gli sviluppi con molta attenzione. Sulla base delle proprie valutazioni, intervenendo con tempestività e fermezza, farà in modo da evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine e assicurerà un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi su tale orizzonte temporale. Ciò è quanto mai importante in una fase di volatilità dei mercati finanziari e di accresciuta incertezza. Per quanto concerne i mercati finanziari, il Consiglio direttivo continuerà a prestare grande attenzione ai futuri sviluppi.

Guardando innanzitutto all'analisi economica, i dati disponibili suggeriscono il perdurare di un'espansione sostenuta dell'attività nell'area

dell'euro. Nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali dell'area è stata pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente, registrando una moderazione rispetto allo 0,7 del primo trimestre. Occorre tuttavia tenere in debita considerazione la variabilità di questi tassi; nella prima metà del 2007 la crescita economica è risultata complessivamente in linea con quella potenziale. Le informazioni sull'attività nel terzo trimestre, provenienti da diverse indagini sul clima di fiducia e stime basate su indicatori, permangono nell'insieme positive e confortano la valutazione di una crescita del PIL a ritmi sostenuti. In particolare, gli ultimi dati sulla disoccupazione sono favorevoli e tutti gli indicatori del clima di fiducia fino ad agosto si sono collocati su livelli elevati. Ci si attende che l'attività economica resti vigorosa su scala mondiale; il probabile rallentamento negli Stati Uniti dovrebbe essere, infatti, compensato in ampia misura dal perdurare di una forte espansione nei mercati emergenti. Ciò continuerà a sostenere le esportazioni e gli investimenti dell'area dell'euro. Inoltre dovrebbe seguire a rafforzarsi la crescita dei consumi all'interno dell'area, in linea con l'andamento del reddito disponibile reale, allorché le condizioni per l'occupazione miglioreranno ulteriormente. Ciò detto, in vista del potenziale impatto complessivo della maggiore volatilità dei mercati finanziari e della rivalutazione dei premi al rischio sull'economia reale, è necessario che l'evoluzione economica sia tenuta sotto adeguata osservazione.

Tali prospettive si rispecchiano anche nelle proiezioni macroeconomiche di settembre 2007 elaborate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro, che per la prima volta includono Cipro e Malta. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di incremento medio annuo compreso tra il 2,2 e il 2,8 per cento nel 2007 e tra l'1,8 e il 2,8 per cento nel 2008. Rispetto alle proiezioni di giugno, formulate dagli esperti dell'Eurosistema, l'intervallo per il tasso di crescita del PIL nel 2007 è stato leggermente rivisto verso il basso, riflettendo principalmente le ipotesi relative a prezzi del petrolio in certa misura più elevati e a un lieve peggioramento delle condizioni di finanziamento sui mercati per effetto di premi al rischio mediamente più alti.

A giudizio del Consiglio direttivo, gli intervalli indicati ribadiscono opportunamente la generale incertezza che circonda le proiezioni economiche, un elemento su cui vale la pena richiamare l'attenzione data la volatilità che attualmente caratterizza i mercati finanziari. Si ritiene che queste proiezioni sulla crescita siano soggette a rischi verso il basso, principalmente connessi a un impatto potenzialmente più ampio della rivalutazione del rischio in atto nei mercati finanziari, agli squilibri mondiali e alle spinte protezionistiche, nonché a ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per agosto un tasso di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,8 per cento sui dodici mesi, invariato rispetto a luglio. È tuttavia probabile che nella rimanente parte dell'anno l'inflazione torni a salire, superando il 2 per cento. Secondo le proiezioni di settembre degli esperti della BCE, il tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC si collocherebbe tra l'1,9 e il 2,1 per cento nel 2007 e tra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2008. Ci si attende che nel prossimo anno l'impatto decrescente delle imposte indirette e dei prezzi dell'energia sia compensato da maggiori pressioni derivanti dal costo del lavoro per unità di prodotto. Rispetto alle proiezioni dello scorso giugno, formulate dagli esperti dell'Eurosistema, i nuovi intervalli di valori per il 2007 e il 2008 rientrano in quelli precedentemente indicati.

Il Consiglio direttivo ritiene che tali prospettive per l'andamento dei prezzi siano soggette a rischi verso l'alto, connessi fra l'altro a incrementi delle imposte indirette in aggiunta a quelli anticipati finora e a ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli. In maniera più rilevante, è possibile che la dinamica salariale risulti più vivace delle attese e che il potere delle imprese nel determinare i prezzi si accresca in segmenti di mercato a bassa concorrenza. Questa evoluzione comporterebbe rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. È pertanto cruciale che tutte le parti coinvolte mostrino senso di responsabilità. Occorre seguire con attenzione il potenziale concretizzarsi di tali rischi, o viceversa la loro attenuazione.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Sulla base degli ultimi dati disponibili, relativi al periodo sino alla fine di luglio, l'espansione di fondo di moneta e credito resta esuberante. Ciò si riflette sia nel rapido incremento dell'aggregato monetario ampio M3, che a luglio è cresciuto a un ritmo dell'11,7 per cento sui dodici mesi, sia nel vigore del prestiti delle IFM al settore privato, per i quali si continuano a registrare tassi di espansione a due cifre su base annua.

Nell'individuare e nel valutare le tendenze di fondo della crescita della moneta, rilevanti ai fini della politica monetaria, è importante guardare oltre la variabilità di breve periodo e l'impatto di fattori temporanei sull'andamento di particolari aggregati monetari. Nell'idonea prospettiva di più ampio respiro orientata al medio periodo, si riscontrano diverse indicazioni del fatto che l'incremento dei tassi di interesse a breve termine negli ultimi trimestri abbia influito sulla dinamica della moneta; ad esempio, questo ha contribuito a moderare l'espansione di M1 per il maggiore costo opportunità di detenere le attività più liquide di M3. Inoltre, l'aumento dei tassi a breve ha determinato una certa stabilizzazione del tasso di crescita del credito delle IFM al settore privato, ancorché su valori a due cifre sui dodici mesi, a fronte di una decelerazione dell'indebitamento delle famiglie riconducibile a una dinamica in rallentamento dei prezzi delle abitazioni e dell'attività immobiliare. Tuttavia, questi andamenti non hanno ancora attenuato il tasso di crescita complessivo della moneta, poiché l'appiattimento della curva dei rendimenti ha reso le attività monetarie più appetibili rispetto a strumenti meno liquidi a più lunga scadenza, determinando un'accelerazione dell'aggregato monetario ampio. In aggiunta, l'espansione dei prestiti alle società non finanziarie ha mostrato un rinnovato vigore negli ultimi mesi.

Allo stadio attuale, va rilevato che la volatilità dei mercati finanziari può temporaneamente esercitare una notevole influenza sulle dinamiche della moneta. In precedenti occasioni la percezione e la propensione del settore privato nei

confronti del rischio, e le conseguenti scelte di portafoglio, hanno fortemente inciso sugli andamenti monetari. I dati per luglio potrebbero già avere parzialmente risentito di tali scelte e ancor più quelli relativi ad agosto, che saranno diffusi nel mese in corso. Nondimeno, come dimostra la passata esperienza, un'analisi approfondita ed esaustiva dei dati monetari può aiutare a comprendere meglio l'impatto degli andamenti finanziari sull'evoluzione della moneta e a ricavare dalla crescita di quest'ultima il segnale, rilevante per la politica monetaria, circa le tendenze di lungo periodo dell'inflazione. In tali circostanze si rivela particolarmente valida l'impostazione di ampio respiro adottata dalla BCE nell'analisi monetaria.

Nel complesso, il persistente vigore della crescita di fondo di moneta e credito indica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine. Gli andamenti monetari continuano, dunque, a richiedere un'osservazione molto attenta.

In sintesi, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria ha confermato la presenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine, in un contesto caratterizzato dalla solidità delle variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro. Pertanto, l'orientamento di politica monetaria della BCE si connota tuttora come accomodante considerando, fra l'altro, la vigorosa espansione della moneta e del credito all'interno dell'area. Nel contempo, dato l'alto grado di incertezza, occorrono maggiori informazioni prima di trarre ulteriori conclusioni per la politica monetaria. Il Consiglio direttivo seguirà quindi tutti gli sviluppi con molta attenzione. Sulla base delle proprie valutazioni, intervenendo con tempestività e fermezza, farà in modo da evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine e assicurerà un saldo

ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi su tale orizzonte temporale. Nel contesto attuale è quanto mai importante mantenere un saldo ancoraggio delle attese di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi. Per quanto riguarda i mercati finanziari, il Consiglio direttivo seguirà a prestare grande attenzione ai futuri sviluppi.

Quanto alle politiche di bilancio, il risanamento strutturale delle finanze pubbliche continua a progredire con lentezza ed esiste il rischio che alcuni paesi perseguano politiche procicliche di tipo espansivo. Nell'attuazione dei bilanci 2007 e nella pianificazione di quelli per il 2008 occorre assolutamente evitare il ripetersi degli errori commessi nella precedente fase di ripresa economica, del 1999-2000. Allo stadio attuale, i paesi che presentano squilibri bilancio devono correggerli in linea con i dettami del Patto di stabilità e crescita. L'impegno assunto dall'Eurogruppo di conseguire gli obiettivi di bilancio a medio termine nel 2008 o nel 2009, e comunque entro e non oltre il 2010, deve essere rispettato da tutti i paesi partecipanti all'area dell'euro. Gli Stati che hanno già raggiunto posizioni solide devono evitare politiche di bilancio procicliche.

Passando infine alle riforme strutturali, il Consiglio direttivo accoglie con soddisfazione ulteriori sforzi tesi ad accrescere la capacità produttiva dell'area dell'euro attraverso un aumento dell'occupazione. Negli ultimi anni i mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno mostrato chiari segnali di miglioramento, in parte riconducibili alle riforme attuate in passato su questo fronte. Occorre tuttavia compiere ulteriori progressi nell'agevolare la mobilità geografica e professionale dei lavoratori e la creazione di competenze, per rimediare a tassi di partecipazione al mercato del lavoro relativamente modesti e tassi di disoccupazione ancora elevati in alcuni paesi e regioni.



# ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

La crescita mondiale resta complessivamente robusta, sorretta in particolare dalla vivace attività nelle economie emergenti. L'inflazione al consumo è rimasta generalmente stabile nei paesi industriali, ma esistono diffuse indicazioni di spinte inflazionistiche crescenti alla luce del profilarsi di vincoli di capacità e del rincaro delle materie prime a livello mondiale. I rischi negativi per le prospettive economiche mondiali sono aumentati nel periodo recente, soprattutto a causa delle tensioni sul mercato statunitense dei mutui di qualità non primaria, in presenza di timori di crescenti ripercussioni in altri segmenti di mercato. I rischi riguardano anche gli squilibri globali, le pressioni protezionistiche e ulteriori possibili incrementi dei prezzi del petrolio e delle materie prime.

### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'attività a livello mondiale rimane nell'insieme robusta, sorretta principalmente dal vigore delle economie emergenti. In particolare, la regione asiatica continua a registrare tassi di espansione elevati nelle economie maggiori e resta il motore principale della crescita mondiale. Le ripercussioni internazionali del rallentamento economico negli Stati Uniti sono state finora limitate; resta tuttavia da vedere se la recente turbolenza sui mercati finanziari determinerà una rivalutazione permanente dei rischi su tali mercati a livello mondiale e una perdita di fiducia, con possibili implicazioni per l'economia reale. La crescita della produzione industriale nei paesi dell'OCSE (esclusa l'area dell'euro) è proseguita a un ritmo relativamente vivace fino a giugno, ma i risultati delle indagini più recenti segnalano la possibilità di un suo lieve indebolimento agli inizi del terzo trimestre.

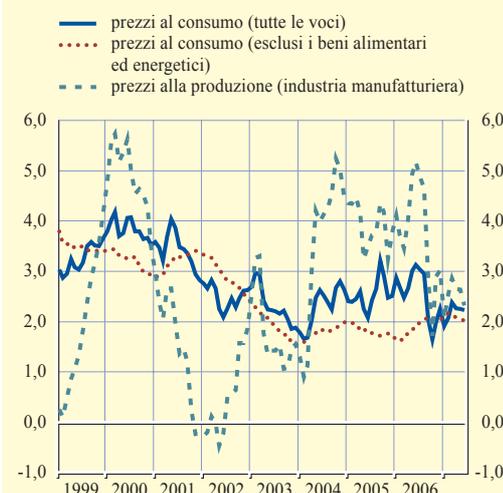
Gli andamenti dei prezzi a livello internazionale hanno risentito ancora in misura significativa delle variazioni nei corsi delle materie prime. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione al consumo complessiva e quella calcolata al netto dei beni energetici e alimentari erano rispettivamente pari al 2,2 e 2,0 per cento sui dodici mesi in giugno (cfr. figura 1). I risultati delle indagini sui prezzi degli input segnalano spinte sui costi ancora elevate, per l'emergere di vincoli di capacità produttiva e il rincaro delle materie prime a livello mondiale.

#### STATI UNITI

Negli Stati Uniti, che per gran parte dell'anno precedente avevano registrato una crescita dell'attività economica inferiore al tasso tendenziale, il ritmo di incremento del PIL in termini reali si è intensificato nel secondo trimestre del 2007. Stime preliminari lo collocano al 4,0 per cento sul periodo precedente, in ragione d'anno, contro lo 0,6 per cento del primo trimestre. Ciò ha riflesso sia il miglioramento del contributo dall'interscambio netto, dalle scorte e dai consumi collettivi, sia una ripresa degli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale. Per contro, il tasso di espansione dei consumi privati è notevolmente diminuito nel confronto

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

con il trimestre precedente, all'1,4 per cento (sul periodo precedente, in ragione d'anno). Inoltre, gli investimenti in edilizia residenziale hanno continuato a esercitare un impatto frenante, benché in misura inferiore rispetto al primo trimestre.

L'inflazione al consumo sui dodici mesi è stata piuttosto elevata nel periodo trascorso, collocandosi in media al 2,6 per cento nei sei mesi tra febbraio e luglio. Più di recente, in parte a causa di effetti base, il minore tasso di incremento annuo dei corsi energetici ha tuttavia determinato un lieve calo dell'inflazione. In luglio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa al 2,4 per cento, dal 2,7 per cento di giugno, mentre al netto della componente alimentare ed energetica è rimasta invariata (al 2,2 per cento) per il terzo mese consecutivo.

Guardando al futuro, nella seconda metà del 2007 l'espansione dell'economia statunitense dovrebbe mantenersi inferiore al *trend*, ipotizzando il persistere degli effetti negativi esercitati dal mercato delle abitazioni sui consumi e sugli investimenti in edilizia residenziale. Anche la recente turbolenza nei mercati finanziari e l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito comportano rischi di rallentamento per l'economia.

Il 7 agosto il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenere invariato per l'ottava volta consecutiva, al 5,25 per cento, il tasso obiettivo sui *federal funds*. Il 17 dello stesso mese, in risposta alla recente turbolenza sui mercati finanziari, il Federal Reserve Board ha approvato alcune modifiche temporanee alla finestra di sconto del credito primario. Tali modifiche hanno incluso una riduzione di 50 punti base, al 5,75 per cento, del tasso di sconto e un'estensione del periodo di finanziamento fino a 30 giorni, rinnovabile su richiesta del prestatore.

## GIAPPONE

In Giappone l'attività economica ha rallentato e l'inflazione è rimasta moderata. Il prodotto è stato sorretto dal vigore delle esportazioni. Secondo i primi dati preliminari del Cabinet Office, tuttavia, nel secondo trimestre il ritmo di incremento del PIL in termini reali è stato inferiore a quelli elevati dei trimestri precedenti, a causa di un rallentamento dei consumi delle famiglie e degli investimenti privati in edilizia residenziale. Il prodotto in termini reali è cresciuto dello 0,1 per cento sul periodo precedente, un tasso lievemente inferiore alle attese degli operatori, contro lo 0,8 per cento del primo trimestre.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione è rimasta moderata (cfr. figura 2). In luglio l'inflazione al consumo sui dodici mesi è stata nulla (dopo il -0,2 per cento di giugno), mentre il tasso di variazione dell'IPC al netto degli alimentari freschi è rimasto pari a -0,1 per cento per il quarto mese consecutivo. Il contributo negativo di numerose voci, e più in particolare delle abitazioni oltre che della categoria "lettura e attività ricreative", ha continuato a esercitare spinte al ribasso sull'inflazione.

Le prospettive per l'economia giapponese restano favorevoli. La crescita del PIL in termini reali dovrebbe restare generalmente sostenuta, grazie all'effetto congiunto della tenuta della domanda interna e delle esportazioni nette. I prezzi dovrebbero registrare una crescita positiva nel medio periodo.

Nella riunione del 23 agosto 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 il ritmo di espansione dell'economia si è mantenuto stabilmente robusto durante gli ultimi trimestri (cfr. figura 2). Nel secondo trimestre la crescita (0,8 per cento sul trimestre precedente) è stata trainata dai consumi privati, mentre gli investimenti e le esportazioni hanno decelerato e le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo. Nella seconda metà del 2007 il ritmo di espansione del PIL sul trimestre precedente dovrebbe ridursi moderatamente.

Dopo avere raggiunto un massimo al 3,1 per cento in marzo, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa gradualmente e in luglio è stata pari all'1,9 per cento. La moderazione degli ultimi mesi è principalmente riconducibile ai prezzi dei servizi di pubblica utilità. Anche i prodotti alimentari, i mobili e i beni per la casa hanno fornito un significativo contributo al ribasso in luglio. Le prospettive per l'inflazione sul breve periodo sono molto incerte, sia per l'attesa volatilità dei prezzi degli alimentari (connessa alle inondazioni che hanno di recente colpito il paese) che dei beni energetici.

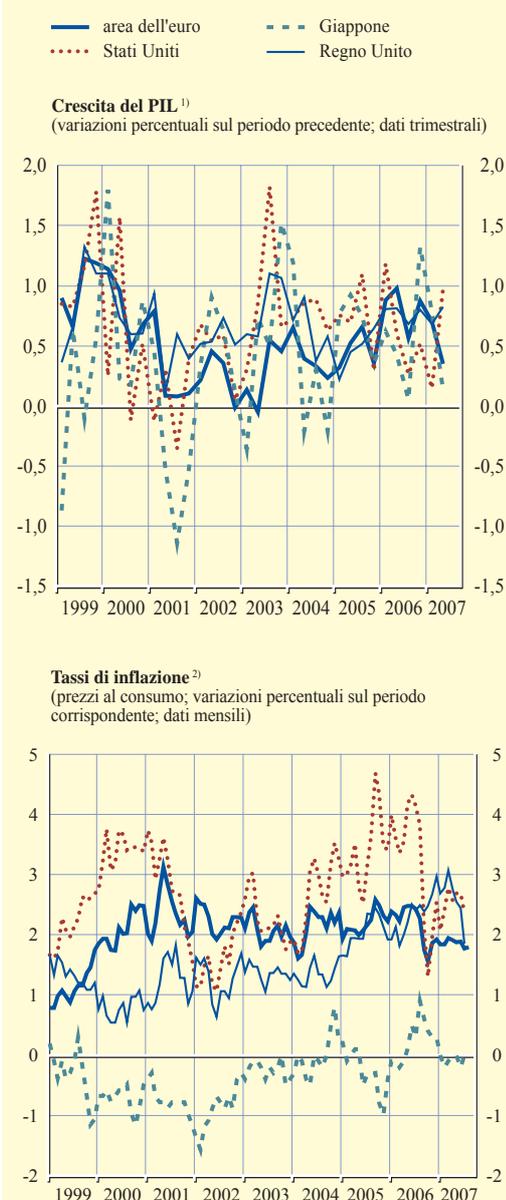
Il 6 settembre 2007 il *Monetary Policy Committee* della Bank of England ha deciso di mantenere il tasso di riferimento ufficiale invariato al 5,75 per cento.

## ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'espansione del prodotto si è mantenuta vivace negli ultimi trimestri, principalmente per effetto di una domanda interna sostenuta. Durante gli ultimi mesi, gli andamenti dell'inflazione sono stati di natura eterogenea nelle diverse economie.

La crescita del PIL in termini reali ha seguito andamenti diversi in Danimarca e Svezia durante gli ultimi trimestri. Mentre in Danimarca è scesa a -0,4 per cento nel secondo trimestre (sul periodo precedente), principalmente a causa di un indebolimento generalizzato della domanda interna, in Svezia è salita all'1,0 per cento, grazie soprattutto all'espansione della

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



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono stagionalizzati.  
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.

domanda interna. In entrambe le economie l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è rimasta contenuta nel periodo recente e si ritiene che resti tale anche in futuro. In luglio è scesa all'1,1 per cento in Danimarca ed è salita all'1,4 per cento in Svezia.

Per quanto concerne le quattro economie principali dell'Europa centrale e orientale, negli ultimi trimestri il ritmo di espansione del prodotto è rimasto vivace nella Repubblica Ceca, in Polonia e in Romania, mentre ha subito una pronunciata flessione in Ungheria. Se nei primi tre paesi l'incremento del PIL in termini reali è stato trainato dalla domanda interna, in Ungheria è riconducibile in larga parte alle esportazioni nette. Gli indicatori dell'attività segnalano per questi paesi un lieve indebolimento della crescita nel resto dell'anno. Con riferimento ai prezzi, negli ultimi mesi le quattro economie hanno evidenziato tassi di inflazione ancora significativamente diversi. In luglio l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa al 2,5 per cento nella Repubblica Ceca e in Polonia, mentre è salita al 4,1 per cento in Romania. In Ungheria è diminuita all'8,3 per cento, pur rimanendo sul livello più elevato dei quattro paesi, di riflesso al forte aumento delle imposte indirette e dei prezzi amministrati previsto nel pacchetto di risanamento dei conti pubblici. Nei prossimi mesi l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe aumentare lievemente in tutti i paesi a eccezione dell'Ungheria. Il 29 agosto la Narodowy Bank Polski (NBP) ha deciso di aumentare il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base al 4,75 per cento, per i timori relativi alle pressioni sui salari e sull'inflazione, e il giorno successivo la Česká národní banka (CNB) ha innalzato il proprio di 25 punti base al 3,25 per cento, anch'essa sulla scorta dei timori per l'inflazione.

In gran parte delle economie più piccole dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata vigorosa negli ultimi trimestri, sorretta principalmente dalla robusta domanda interna, cui ha contribuito la rapida espansione del credito e del reddito disponibile. Gli indicatori dell'attività segnalano una prosecuzione dell'attuale fase di forte crescita nel resto dell'anno. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è rimasta elevata e ha registrato un lieve aumento negli ultimi mesi nella maggior parte delle economie in più rapida crescita, quali la Bulgaria e gli Stati baltici. In tali paesi le spinte inflazionistiche dovrebbero persistere. Il riquadro 1 prende in esame gli andamenti delle quotazioni immobiliari negli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro che si trovano nell'Europa centrale e orientale.

In Russia la crescita del PIL in termini reali è salita nel primo trimestre al 7,9 per cento sul periodo corrispondente, trainata soprattutto dalla domanda interna. Dagli indicatori anticipatori dell'attività economica si evince che la ripresa è proseguita nel secondo trimestre. In luglio l'inflazione sui dodici mesi è salita all'8,7 per cento (dall'8,5 per cento di giugno). Il 14 agosto la Banca centrale russa ha innalzato di 25 punti base i tassi di interesse sui depositi su tutte le scadenze per contrastare le spinte inflazionistiche.

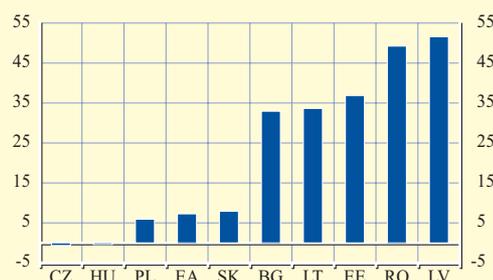
#### Riquadro 1

##### **GLI ANDAMENTI DEI PREZZI ABITATIVI NEI PAESI DELL'EUROPA CENTRALE E ORIENTALE**

Negli ultimi anni molti Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro nell'Europa centrale e orientale (UE9) hanno registrato una rapida crescita delle quotazioni degli immobili residenziali. I dati disponibili indicano che tra il 2004 e il 2006 il tasso di incremento annuo è stato mediamente superiore al 30 per cento negli Stati baltici, Bulgaria e Romania, e compreso

**Figura A Crescita media annua dei prezzi degli immobili residenziali nel periodo 2004-2006**

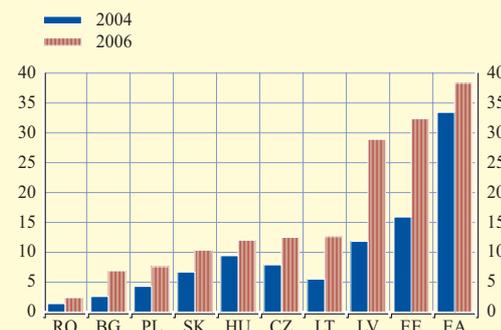
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati nazionali non armonizzati. Nota: i dati per la Repubblica Ceca coprono il periodo 2004-2005; le cifre riportate per la Romania sono stime fornite dalla Banca Națională României; l'aggregato per l'area dell'euro (EA) esclude la Slovenia.

**Figura B Mutui in essere per acquisti di abitazioni**

(in percentuale del PIL)



Fonti: Banca Națională a României e Българска народна банка (Banca Nazionale Bulgara).

tra il 6 e l'8 per cento in Polonia e Slovacchia (cfr. figura A). Benché le medie occultino una lieve volatilità dei tassi di crescita negli anni, e le statistiche disponibili sui prezzi degli immobili residenziali siano di qualità eterogenea e non pienamente raffrontabili tra paesi <sup>1)</sup>, il forte ritmo di incremento solleva interrogativi in termini di fattori trainanti, sostenibilità e implicazioni macroeconomiche.

Poiché l'offerta di abitazioni è di norma rigida, i fattori di domanda svolgono un ruolo fondamentale nel determinare i prezzi degli immobili residenziali sul breve-medio periodo. Tra questi, il finanziamento ipotecario sembra rivestire un'importanza particolare per le economie degli UE9. Negli ultimi anni gran parte di tali economie ha registrato una crescente diffusione degli strumenti di credito immobiliare con costi inferiori, scadenze più lunghe e condizioni maggiormente flessibili (quali ad esempio minori obblighi di ammortamento e più elevati rapporti fra prestito e valore della garanzia). Ciò è dovuto al fatto che i mercati dei mutui ipotecari sono diventati più spessi e contendibili, come conseguenza sia del basso livello iniziale di sviluppo finanziario, sia dell'integrazione nell'UE (cfr. figura B). Inoltre, molti di questi paesi sono stati contraddistinti da bassi tassi di interesse nominali e reali grazie alla maggiore stabilità macroeconomica e ai minori premi per il rischio.

Altri fattori importanti sono costituiti dalla forte crescita del prodotto, dall'aumento dell'occupazione e dalle attese di redditi più elevati. In aggiunta, in varie economie appartenenti agli UE9 anche gli incentivi fiscali – quali le agevolazioni per il risparmio, l'abbassamento dei tassi di

1) Gli indicatori dei prezzi degli immobili residenziali presentati per i paesi dell'UE9 si basano su fonti nazionali non armonizzate e differiscono per qualità statistica. Di conseguenza non sono direttamente confrontabili tra paesi e potrebbero non coprire l'intero mercato delle abitazioni di un determinato paese. In particolare, i dati relativi a Bulgaria, Estonia, Ungheria e Romania riguardano esclusivamente la capitale o le città principali. I dati sui prezzi disponibili per Bulgaria, Ungheria, Lettonia, Romania e Slovacchia sono riferiti esclusivamente agli alloggi esistenti. Inoltre, gran parte delle serie riflette i prezzi medi di categorie di abitazioni predefinite e non tiene adeguatamente conto dei cambiamenti nel tempo di tali abitazioni in termini di qualità. Ciò potrebbe essere particolarmente rilevante nel caso di mercati con grosse differenze di qualità tra alloggi vecchi e nuovi, nonché tra alloggi di diverse ubicazioni o regioni. Occorre quindi cautela nell'analizzare le variazioni di prezzo presentate.

interesse sui mutui, la deducibilità fiscale dei pagamenti per interessi e/o le minori imposte sugli immobili – hanno svolto un ruolo. Ciò nonostante, alcune di queste misure sono state di recente ridimensionate.

Oltre alle determinanti tipiche dei prezzi delle abitazioni richiamate sopra, i paesi dell'UE9 sono stati esposti a vari fattori specifici della transizione<sup>2)</sup>. In molti di questi le quotazioni immobiliari erano in passato distorte a causa sia della forte concentrazione della proprietà degli alloggi in mano all'amministrazione pubblica centrale e locale sia delle norme vigenti in materia di canoni locativi, che di fatto mantenevano i prezzi al di sotto del valore di mercato. I recenti aumenti potrebbero quindi essere considerati in qualche misura una correzione di tali distorsioni. La forte domanda di nuovi alloggi potrebbe altresì riflettere la scarsa qualità del patrimonio immobiliare iniziale e i rapidi mutamenti nella concentrazione geografica delle attività economiche. In alcuni paesi, in connessione con l'ingresso nell'UE, la domanda estera di abitazioni è aumentata, soprattutto nelle capitali e nei luoghi di villeggiatura. In alcuni casi uno stimolo temporaneo alla domanda è stato osservato attorno alla data dell'adesione all'UE, tra le attese di un rincaro connesso all'aumento delle aliquote IVA sui materiali da costruzione nell'ambito del processo di armonizzazione delle stesse all'interno dell'UE.

Nel medio-lungo periodo i prezzi delle abitazioni sono determinati anche dai fattori di offerta, e in particolare dalla normativa che disciplina i mercati delle abitazioni. In vari paesi dell'UE9, l'offerta avrebbe risentito di procedure di costruzione e piani regolatori complessi.

Uno dei principali canali attraverso i quali gli andamenti del mercato delle abitazioni possono influire sull'intera economia è rappresentato dal collegamento con i consumi delle famiglie. Prezzi immobiliari più elevati possono accrescere la ricchezza delle famiglie e favorire i consumi, intensificando le spinte sui prezzi al consumo. L'impatto sui consumi aggregati non è tuttavia semplice da misurare, poiché non tutte le famiglie sono interessate allo stesso modo<sup>3)</sup>. Esso dipende fra l'altro dalla disponibilità di una casa di proprietà oppure, in caso di vendita, dall'eventuale intenzione di acquistarne una più costosa oppure meno costosa (ad esempio, una famiglia che risalga lungo la "scala degli alloggi" potrebbe di fatto ridurre i consumi). Inoltre, le limitazioni dei dati per i paesi dell'UE9 rendono difficile ottenere riscontri empirici attendibili del suddetto collegamento. Le quotazioni immobiliari possono influire sui consumi anche attraverso il canale del credito, poiché gli immobili residenziali possono essere usati come garanzia a fronte di prestiti. Un aumento del valore di tali immobili può accrescere le garanzie disponibili ai rispettivi proprietari. Benché sempre più importanti, gli strumenti di prelievo di capitale immobiliare (*mortgage equity withdrawal instruments*) sono – a parte alcune eccezioni – relativamente rari nell'UE9.

Gli andamenti del mercato immobiliare possono influire anche sull'economia nel suo insieme per il tramite dei mercati finanziari. Dato il forte sviluppo dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, una parte crescente delle attività degli intermediari finanziari in molti paesi dell'UE9 è agganciata ai valori degli immobili residenziali. Risulta difficile valutare la misura in cui questo riflette un fenomeno di *catching up* invece che un eccesso di credito. Anche se i livelli di indebitamento medio delle famiglie restano relativamente bassi in vari paesi (cfr. figura B),

2) Cfr. Égert e Mihaljek (2007), "Determinants of House Price Dynamics in Central and Eastern Europe," *Focus on European Economic Integration*, 1/2007, pagg. 52-76.

3) Cfr. ad esempio BCE (2003), *Structural factors in the EU housing markets*.

L'aumento dei tassi di interesse potrebbe influire in senso negativo sui bilanci delle famiglie. Il canale del tasso di interesse può essere particolarmente importante in Ungheria, Polonia e negli Stati baltici, dove la stragrande maggioranza dei mutui ipotecari è a tasso variabile. Un altro rischio deriva dal fatto che in alcuni paesi dell'UE9 una porzione significativa dei prestiti delle famiglie è denominata in valuta, esponendo queste ultime agli shock valutari e mettendo in discussione l'efficacia della politica monetaria nel controllare la crescita del credito. Potrebbe inoltre esistere il rischio di un deterioramento dei criteri di concessione dei prestiti. In alcuni paesi i rapporti mutuo/valore e mutuo/reddito sono aumentati, rendendo le banche e le famiglie più vulnerabili al calo delle quotazioni immobiliari e agli shock avversi per i redditi e i tassi di interesse.

Gli effetti indiretti potenzialmente cospicui che il mercato delle abitazioni può esercitare sul resto di un'economia rendono importante per le banche centrali seguire nel tempo l'evoluzione dei prezzi degli alloggi e dei mutui, analizzarne le determinanti principali e individuare eventuali disallineamenti. A questo scopo è fondamentale disporre di statistiche attendibili, un ambito che richiede un'urgente intensificazione degli sforzi. Il collegamento tra il mercato immobiliare e la stabilità finanziaria esige un'attenta sorveglianza dei mercati dei mutui ipotecari e, ove necessario, l'adozione di appropriate misure prudenziali da parte delle autorità responsabili per la regolamentazione. È inoltre importante sensibilizzare le famiglie nell'UE9 circa i rischi di determinate forme di mutui (in particolare di quelli a tasso variabile e in moneta estera), poiché tali rischi sembrano spesso sottovalutati. Occorre infine rivedere altre politiche rilevanti (ad esempio quelle che riguardano gli incentivi fiscali e la regolamentazione del mercato degli immobili residenziali) in modo da alleviare le spinte sui prezzi delle abitazioni.

## PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia la crescita è rimasta vivace, soprattutto nelle maggiori economie della regione. Le pressioni inflazionistiche si sono intensificate in Cina, mentre sono rimaste sostanzialmente stabili nelle altre economie principali.

In Cina l'attività economica si è lievemente moderata dopo la robusta espansione della prima metà del 2007. Lo attesta la crescita leggermente inferiore della produzione industriale e degli investimenti in luglio. L'avanzo commerciale è salito a un livello cumulato di 136,8 miliardi di dollari nei primi sette mesi del 2007, un aumento dell'81 per cento rispetto allo stesso periodo del 2006. Anche le riserve valutarie hanno continuato ad aumentare, raggiungendo 1.332,6 miliardi di dollari a fine giugno. L'inflazione al consumo ha proseguito la sua tendenza ascendente e in luglio è salita al 5,6 per cento, soprattutto a causa del rapido rincaro dei beni alimentari. La banca centrale della Repubblica popolare cinese ha mantenuto la sua politica di inasprimento e in luglio ha innalzato di altri 50 punti base, al 12 per cento, l'obbligo di riserva delle banche. In agosto i tassi di interesse di riferimento (tasso sui depositi presso la banca centrale e tasso di rifinanziamento) sono stati aumentati rispettivamente di 27 e 18 punti base, al 3,6 e 7,02 per cento.

In Corea del Sud la crescita del PIL in termini reali è salita al 5,0 per cento (sul periodo corrispondente) nel secondo trimestre, dal 4,0 del primo. Ad agosto l'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa al 2,0 per cento. In India l'attività economica è rimasta vigorosa e nel secondo trimestre il ritmo di espansione del prodotto è aumentato al 9,3 per cento sul periodo corrispondente, mentre l'inflazione dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura principale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – ha continuato a diminuire (al 4,0 per cento) agli inizi di agosto.

Le prospettive dei paesi asiatici emergenti restano nell'insieme favorevoli, sorrette dalla crescita costante della domanda interna e dalla robusta dinamica delle esportazioni.

### **AMERICA LATINA**

In America latina l'attività economica è rimasta nell'insieme sostenuta, anche se nelle economie principali la crescita e l'inflazione hanno seguito andamenti eterogenei. In Brasile la produzione industriale ha continuato ad accelerare e nel secondo trimestre è salita mediamente del 5,8 per cento sul periodo corrispondente, contro il 3,8 per cento dei primi tre mesi dell'anno. L'inflazione sui dodici mesi, che si era mantenuta stabile nel primo trimestre, ha iniziato a salire nel secondo e in luglio è stata pari al 3,7 per cento. In Argentina l'economia ha rallentato negli ultimi mesi. La crescita della produzione industriale sul periodo corrispondente è stata mediamente pari al 6,0 per cento nel secondo trimestre, contro il 6,7 per cento del primo, e in luglio è scesa ulteriormente al 2,3 per cento. Sempre nel secondo trimestre, l'inflazione al consumo è scesa a una media dell'8,8 per cento sul periodo corrispondente. In Messico il tasso di incremento del PIL in termini reali è salito al 2,8 per cento (sul periodo corrispondente) nel secondo trimestre, dal 2,6 per cento del primo. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è rimasta relativamente stabile dall'inizio dell'anno, collocandosi al 4,1 per cento in luglio.

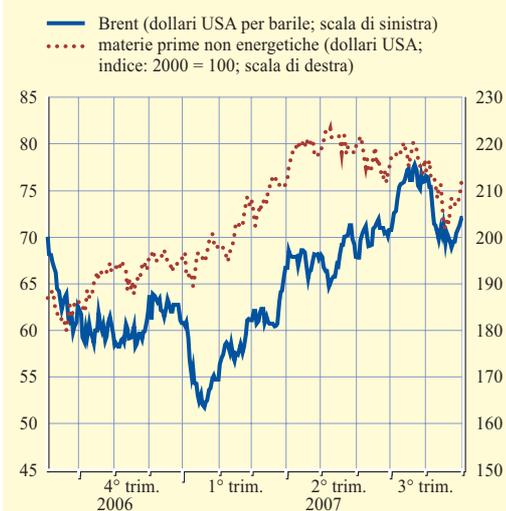
Le prospettive per l'insieme dell'America latina restano favorevoli e la domanda interna dovrebbe restare il motore principale della crescita.

### **1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME**

Dopo essersi impennati in luglio, i corsi petroliferi sono scesi sostanzialmente agli inizi di agosto e si sono successivamente mantenuti piuttosto volatili. Il 5 settembre il greggio di qualità Brent era quotato a 73,6 dollari al barile, un livello inferiore di circa il 5 per cento rispetto ai massimi di fine luglio. I timori per l'impatto potenziale dell'instabilità finanziaria a livello internazionale sull'economia mondiale e la possibilità di effetti di contenimento sulla domanda di energia, hanno innescato significativi ribassi del principale prezzo di riferimento del greggio agli inizi di agosto. I ribassi sono stati tuttavia attenuati dalla solidità delle variabili economiche di fondo in un contesto in cui l'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) ha mantenuto una disciplina di produzione in presenza della forte domanda mondiale di petrolio e di un assottigliamento delle scorte statunitensi. Le prime minacce significative degli uragani alla produzione energetica per quest'anno, assieme alla liquidazione di posizioni speculative, hanno alimentato ulteriormente la volatilità sui mercati. In prospettiva, è probabile che la domanda vigorosa, la crescita limitata dell'offerta di greggio e i margini ridotti di capacità produttiva inutilizzata mantengano le quotazioni petrolifere elevate e piuttosto sensibili alle variazioni inattese dell'equilibrio tra domanda e offerta.

Dopo un periodo di significativa volatilità, in agosto i prezzi delle materie prime non energetiche hanno subito un calo sostanziale che ha rispecchiato soprattutto la flessione dei prezzi delle materie prime industriali e in particolare dei metalli non ferrosi. Anche i prezzi dei beni alimentari, che erano aumentati nel periodo recente, sono lievemente diminuiti in agosto in termini mensili nonostante il rincaro dei cereali (per un esame degli andamenti recenti delle quotazioni dei beni alimentari, cfr. il riquadro 7). Ciò nonostante, in agosto l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche risultava mediamente superiore di circa il 12 per cento al livello di un anno prima.

**Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime**



Fonti: Bloomberg e HWWI.

**Figura 4 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE**

(tasso di variazione sui sei mesi)



Fonte: OCSE.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono a giugno 2007.

### 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 giugno il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito per i paesi dell'OCSE è migliorato ulteriormente (cfr. figura 4). I dati segnalavano inoltre un miglioramento in gran parte delle economie avanzate. Le statistiche più recenti per le principali economie non appartenenti all'OCSE indicano il protrarsi di una crescita costante in Cina e India e prospettive più favorevoli per il Brasile.

I rischi negativi per le prospettive dell'economia mondiale sono aumentati nel periodo recente, soprattutto a causa delle tensioni sul mercato statunitense dei mutui di qualità non primaria, in presenza di timori di crescenti ripercussioni in altri segmenti di mercato. I rischi riguardano anche gli squilibri globali, le pressioni protezionistiche e ulteriori possibili incrementi dei prezzi del petrolio e delle materie prime.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

L'espansione monetaria di fondo è rimasta sostenuta nel secondo trimestre. Tale andamento si è riflesso sia nel perdurare della robusta crescita sul periodo corrispondente di M3, aumentata ulteriormente in luglio, sia nell'incremento sul periodo corrispondente a due cifre del credito delle IFM al settore privato. La graduale rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria da dicembre del 2005 continua a influire sulla dinamica della moneta, in particolare tramite la stabilizzazione della crescita dei prestiti al settore privato. Nel contempo, l'aumento dei tassi di interesse a breve termine ha stimolato la crescita dei depositi liquidi a breve termine in un contesto caratterizzato da una curva dei rendimenti relativamente piatta nell'area dell'euro. È inoltre probabile che i recenti andamenti dei mercati finanziari abbiano influito sui dati monetari, ma la portata effettiva di tale impatto diverrà chiara solo nei prossimi mesi. Nondimeno, anche tenendo 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

Nel secondo trimestre il tasso di incremento sul periodo corrispondente dell'aggregato monetario ampio M3 è salito al 10,6 per cento, dal 10,2 di quello precedente. Nel corso del trimestre la crescita sui dodici mesi di M3 ha continuato a rafforzarsi, raggiungendo l'11,7 per cento in luglio. Il vigore mostrato dall'espansione monetaria negli ultimi mesi è evidente anche nella dinamica a breve termine, misurata ad esempio dal tasso di variazione sui sei mesi di M3 espresso in ragione d'anno, il quale si è collocato al 12,3 per cento in luglio mantenendosi ampiamente al di sopra del tasso sui dodici mesi (cfr. figura 5).

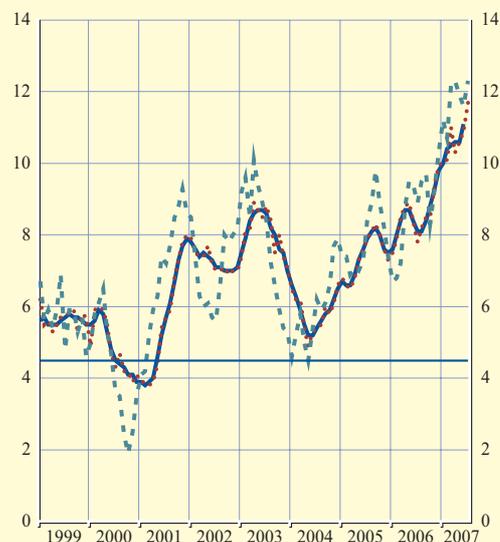
I dati recenti sugli andamenti della moneta e del credito continuano a suffragare la valutazione secondo cui la graduale rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria da dicembre del 2005 ha influito sulla dinamica della moneta. Dal lato delle componenti, gli effetti del rialzo dei tassi di riferimento della BCE si sono manifestati nell'andamento calante del tasso di variazione di M1. Dal lato delle contropartite, i più elevati tassi di interesse hanno concorso a stabilizzare la dinamica dei prestiti al settore privato dell'area dell'euro, cresciuti dalla seconda metà del 2006 a un tasso più moderato, ancorché a due cifre.

Allo stesso tempo, l'aumento dei tassi di interesse a breve termine ha contribuito alla vigorosa espansione dei depositi a termine a breve scadenza e degli strumenti negoziabili. Dato che negli ultimi mesi il profilo della curva dei rendimenti nell'area dell'euro è rimasto alquanto piatto, questi strumenti hanno mantenuto una relativa appetibilità rispetto alle attività a più lungo termine non comprese in M3, in quanto offrono livelli di remunerazione analoghi, presentando al contempo una maggiore liquidità e una minore esposizione al rischio.

Figura 5 Crescita di M3

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

- M3 (media mobile centrata a tre termini del tasso di crescita sui dodici mesi)
- M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
- - - M3 (tasso di crescita semestrale annualizzato)
- valore di riferimento (4<sup>1/2</sup> per cento)



Fonte: BCE.

La robusta espansione di M3 in luglio, aumentata dell'1,1 per cento sul mese precedente, potrebbe riflettere in parte i recenti andamenti dei mercati finanziari. L'esperienza passata mostra infatti come le incertezze connesse a tali andamenti possano avere effetti di stimolo sugli aggregati monetari, ad esempio tramite le ricomposizioni straordinarie di portafoglio verso attività monetarie, effettuate da investitori alla ricerca di strumenti liquidi e sicuri. Questi comportamenti possono accrescere la volatilità di breve periodo delle dinamiche monetarie e complicare l'estrazione del tasso di crescita di fondo della moneta rilevante ai fini di *policy*. In passato, i dati monetari sono stati corretti per tenere conto dell'impatto stimato delle riallocazioni che non potevano essere spiegate facilmente sulla scorta delle determinanti tradizionali della domanda di moneta (prezzi, reddito e tassi di interesse), in modo da integrare gli effetti che l'incertezza del contesto geopolitico, economico e finanziario ha avuto sugli andamenti monetari, specie fra il 2001 e il 2003<sup>1)</sup>. Le ultime indicazioni di un'inversione di queste ricomposizioni di portafoglio risalgono alla seconda metà del 2005. Pertanto la serie di M3 ufficiale e quella corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio hanno seguito un andamento analogo negli ultimi mesi (cfr. figura 6). L'incertezza nei mercati finanziari, misurata ad esempio dalla volatilità implicita dei mercati obbligazionari e azionari, è aumentata a partire da luglio, mantenendosi tuttavia su livelli ampiamente inferiori a quelli del periodo 2001-2003. Resta pertanto da verificare se il recente nervosismo nei mercati finanziari farà scaturire una preferenza eccezionale per le attività monetarie.

Tuttavia, anche considerando gli specifici effetti di stimolo esercitati dal profilo piatto della curva dei rendimenti e, più di recente, dal possibile influsso delle incertezze finanziarie sulle scelte di portafoglio, l'analisi delle componenti e delle contropartite continua ad indicare che l'espansione monetaria di fondo resta robusta.

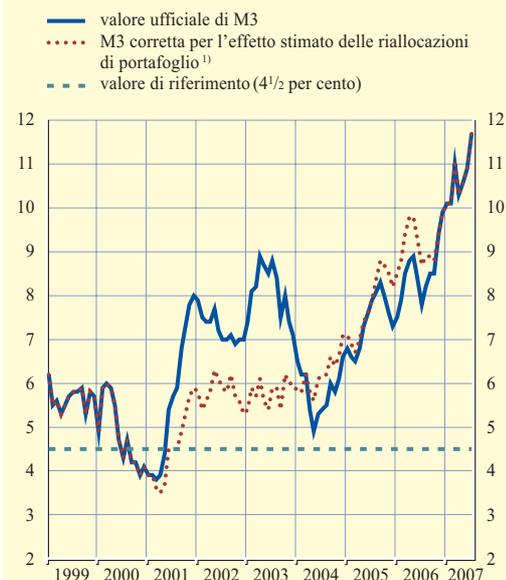
### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Nel secondo trimestre il tasso di variazione di M1 sul periodo corrispondente è sceso al 6,2 per cento, dal 7,0 del trimestre precedente (tassi di crescita medi sul periodo corrispondente calcolati in base al livello medio del trimestre). Nonostante il calo registrato sotto il profilo delle medie trimestrali, il tasso ha segnato un lieve aumento in giugno, rafforzandosi ulteriormente in luglio al 6,9 per cento (cfr. tavola 1).

Per quanto concerne l'andamento delle componenti di M1, il tasso di variazione del circolante è sceso al 9,2 per cento in luglio, dopo essersi collocato al 10,0 per cento nel secondo trimestre e al 10,5 nel primo; questi cali successivi fanno ritenere che si starebbe progressivamente esaurendo l'impatto al rialzo dell'introdu-

**Figura 6 M3 e M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio**

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



Fonte: BCE.

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

1) Cfr. l'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

**Tavola I 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 giu.	2007 lug.
<b>M1</b>	<b>46,0</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,9</b>
Banconote e monete in circolazione	7,3	11,4	11,1	10,5	10,0	9,2	9,2
Depositi <i>overnight</i>	38,7	7,0	6,0	6,3	5,5	5,5	6,4
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,0	9,5	11,1	11,9	13,1	13,9	15,0
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	20,7	19,7	25,2	29,5	33,2	35,1	37,5
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	18,4	2,4	1,1	-0,8	-2,1	-2,5	-2,9
<b>M2</b>	<b>85,0</b>	<b>8,4</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>9,5</b>	<b>10,4</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	15,0	6,4	11,3	16,9	19,3	19,8	19,8
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>8,1</b>	<b>9,0</b>	<b>10,2</b>	<b>10,6</b>	<b>10,9</b>	<b>11,7</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>8,6</b>	<b>8,7</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		-0,9	-3,1	-4,5	-4,3	-3,6	-3,7
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,6	-0,4	-1,3	-1,2	-1,3	-0,6
Credito al settore privato		11,9	11,9	11,1	11,0	11,5	11,6
Prestiti al settore privato		11,2	11,2	10,6	10,5	10,8	10,9
<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>10,3</b>	<b>10,2</b>

Fonte: BCE.

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

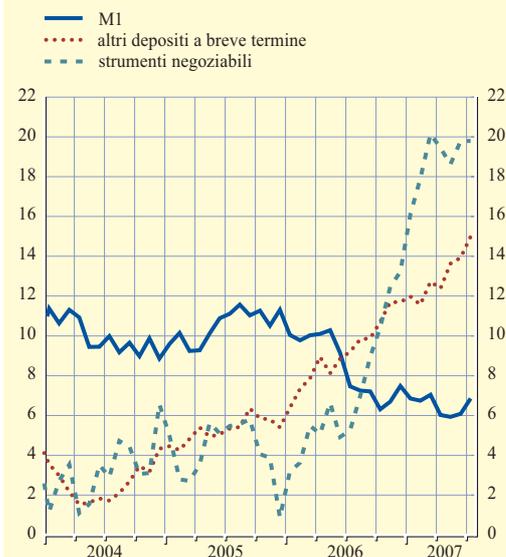
zione del contante in euro sulla domanda di circolante. Per contro, la crescita sul periodo corrispondente dei depositi *overnight* è salita al 6,4 per cento in luglio (in parte di riflesso a un effetto base), dal 5,5 per cento del secondo trimestre e dal 6,3 del primo.

La crescita dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* si è ulteriormente rafforzata negli ultimi mesi raggiungendo il 15,0 per cento in luglio, dopo il 13,1 nel secondo trimestre e l'11,9 nel primo (cfr. figura 7). L'andamento rispecchia il protrarsi dei forti incrementi dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), cresciuti a un tasso del 37,5 per cento in luglio. Negli ultimi mesi, per contro, i settori detentori di moneta hanno continuato a ridurre i loro depositi a risparmio (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi).

Il fatto che negli ultimi trimestri la domanda di depositi a termine a breve scadenza sia stata maggiore di quella di depositi *overnight* e di depositi a risparmio a breve termine rispecchia l'ampliarsi dei differenziali di remunerazione fra questi diversi tipi di strumenti. Mentre i tassi di interesse corrisposti sui depositi a termine a breve scadenza hanno seguito ampiamente il rialzo dei tassi del mercato monetario, quelli applicati alle altre tipologie di depositi a breve termine hanno reagito più lentamente dalla fine del 2005.

**Figura 7 Principali componenti di M3**

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



Fonte: BCE.

Considerato il profilo ancora relativamente piatto della curva dei rendimenti nell'area dell'euro, l'aumento dei tassi di interesse a breve termine sta alimentando una domanda speculativa di attività monetarie, esercitando un generale effetto di stimolo su M3. Questo effetto è particolarmente evidente nella perdurante forte espansione degli strumenti negoziabili, i quali sono remunerati per lo più ai tassi del mercato monetario: in luglio la crescita sul periodo corrispondente di questi strumenti è aumentata al 19,8 per cento dal 19,3 nel secondo trimestre e dal 16,9 nel primo. L'aumento è ampiamente riconducibile al rafforzarsi del tasso di variazione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, le quali sono utilizzate spesso come investimenti temporanei durante le fasi di correzione dei prezzi delle attività a più lunga scadenza. Negli ultimi trimestri alcuni fondi comuni monetari hanno mostrato una particolare attrattiva poiché, investendo parte del portafoglio in strumenti che comportano un rischio di credito (come i titoli garantiti da attività), sono risultati più remunerativi del corrispondente tasso di interesse di riferimento del mercato monetario. A fronte dei recenti andamenti sui mercati finanziari, la relativa appetibilità di questi strumenti potrebbe ridursi, mentre le tipologie più tradizionali di fondi comuni monetari potrebbero al contempo rispondere meglio alla ricerca di investimenti più sicuri, come è già stato riscontrato in episodi passati di volatilità dei mercati finanziari.

L'analisi della scomposizione per settore della crescita monetaria si basa sui dati relativi ai depositi a breve termine e ai contratti pronti contro termine (di seguito "depositi di M3"), che rappresentano le componenti di M3 per cui sono disponibili informazioni settoriali. In termini aggregati, la crescita sul periodo corrispondente dei depositi di M3 è aumentata ulteriormente in luglio, dopo una serie di incrementi nei tre trimestri precedenti. Il rafforzamento osservato nel secondo trimestre va ricondotto all'accelerazione dei depositi di M3 detenuti dai settori non finanziari, mentre l'incremento di luglio ha interessato tutti i settori. Più precisamente, le società non finanziarie hanno continuato a investire considerevolmente in depositi di M3, facendo registrare un aumento delle loro consistenze del 13,7 per cento in luglio, contro il 13,1 nel secondo trimestre. Il tasso di variazione dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie è salito al 7,0 per cento in luglio, dal 6,7 nel secondo trimestre. Anche il tasso relativo ai depositi di M3 detenuti dalle istituzioni finanziarie non monetarie è aumentato in luglio, al 22,1 per cento dal 15,7 del secondo trimestre. Con riferimento all'insieme del settore privato, in luglio i depositi di M3 detenuti dalle istituzioni finanziarie non monetarie (che, in una certa misura, potrebbero già includere l'impatto dei recenti andamenti sui mercati finanziari) hanno continuato a mostrare il tasso di variazione più elevato e volatile, mentre quelli detenuti dalle famiglie hanno nuovamente fornito il contributo maggiore alla forte crescita complessiva.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, l'elevato ritmo di espansione della moneta continua ad essere connesso con il sostenuto tasso di incremento del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro, salito all'8,7 per cento in luglio, dall'8,1 e dall'8,0 registrati rispettivamente nel secondo e nel primo trimestre (cfr. tavola 1).

Fra le componenti di questa voce, il credito alle amministrazioni pubbliche ha registrato un nuovo calo, ascrivibile soprattutto al protrarsi delle vendite nette di titoli di Stato. Tuttavia, poiché il tasso di decremento è diminuito (al 3,7 per cento in luglio, dal 4,3 del secondo trimestre e dal 4,5 del primo), questa componente ha contribuito al rafforzamento della crescita complessiva del credito.

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente del credito al settore privato è salito all'11,6 per cento in luglio, dopo essere rimasto sostanzialmente invariato nel secondo e nel primo trimestre (rispettivamente all'11,0 e all'11,1 per cento). Il tasso di crescita delle disponibilità delle IFM di titoli del settore privato diversi da azioni ha segnato un aumento, cui ha fatto riscontro un rallentamento delle consistenze di azioni e altre partecipazioni detenute dalle IFM. Il contributo principale alla forte espansione del credito al settore privato ha continuato a provenire dai prestiti delle IFM, il cui tasso di incremento è salito al 10,9

per cento in luglio, in aumento rispetto al 10,5 del secondo trimestre e al 10,6 del primo. L'andamento è riconducibile alla dinamica dei prestiti alle società non finanziarie, mentre i prestiti erogati dalle IFM alle famiglie hanno segnato un'ulteriore moderazione (cfr. le sezioni 2.6 e 2.7 per gli andamenti settoriali dei prestiti al settore privato).

Fra le altre contropartite di M3, la dinamica degli investimenti in passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) da parte del settore detentore di moneta si è rafforzata negli ultimi mesi, registrando in luglio un tasso di incremento sul periodo corrispondente del 10,2 per cento, contro il 10,0 e il 9,9 per cento del secondo e del primo trimestre rispettivamente (cfr. figura 8). Quanto alle componenti di queste passività, il tasso di variazione dei depositi a più lungo termine ha continuato a diminuire nel secondo trimestre, per via del crescente effetto di freno esercitato dai depositi del settore privato non finanziario. L'espansione dei titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza superiore a due anni è invece proseguita a un ritmo sostenuto nel 2007.

Il flusso sul periodo corrispondente delle attività nette sull'estero delle IFM, che aveva contribuito in gran parte all'accelerazione di M3 alla fine del 2006 e agli inizi del 2007, ha segnato una moderazione nel corso del secondo trimestre, per effetto di flussi mensili negativi. L'andamento tuttavia ha subito un'inversione in luglio, quando il flusso sui dodici mesi è salito a 282 miliardi di euro, dai 262 di giugno, a seguito di un afflusso mensile di 25 miliardi (cfr. figura 9). Dal lato delle contropartite, gli andamenti di luglio della posizione netta sull'estero sono stati la principale determinante dell'accelerazione di M3 in quel mese. I dati ricavati dalla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti (disponibili fino a giugno) indicano che i notevoli afflussi sul periodo corrispondente registrati dalla fine del 2006 vanno generalmente ricondotti all'aumento degli investimenti in

**Figura 8 M3 e passività finanziarie a più lungo termine delle IFM**

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

- M3
- ..... passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve)

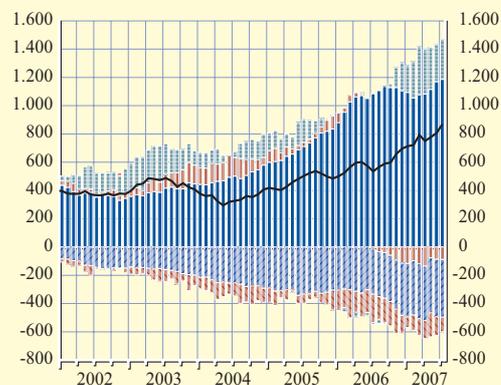


Fonte: BCE.

**Figura 9 Contropartite di M3**

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

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



Fonte: BCE.

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

attività dell'area dell'euro da parte di non residenti, la cui percezione riguardo alle prospettive di investimento nell'area dell'euro resta evidentemente positiva.

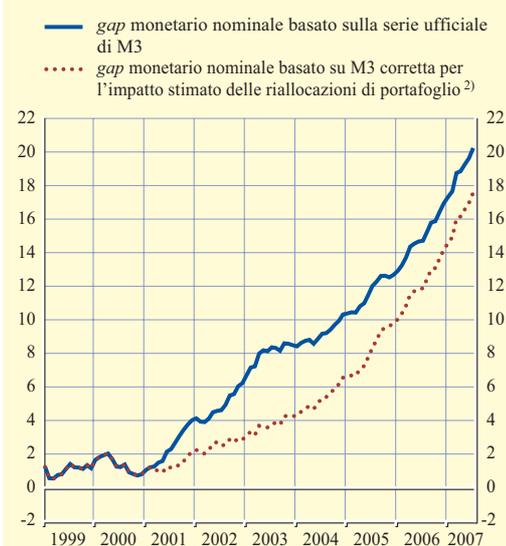
Nel complesso, i dati più recenti (cioè quelli disponibili fino a luglio) confermano che gli aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE da dicembre 2005 hanno influito sugli andamenti della moneta. Essi confermano altresì che le dinamiche monetarie di fondo rimangono sostenute. A questo riguardo, la robusta crescita di M3 e del credito va ricondotta in larga misura al vigore dell'attività economica e alle favorevoli condizioni di finanziamento prevalse fino alla fine di luglio. Questa valutazione resta peraltro valida anche quando si tiene conto dell'impatto che l'assenza di inclinazione della curva dei rendimenti ha avuto sulle scelte di portafoglio negli ultimi trimestri, nonché delle eventuali ripercussioni dei recenti andamenti nei mercati finanziari.

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

La vigorosa dinamica di M3 nel 2007 ha determinato un ulteriore accumulo di liquidità monetaria nell'area dell'euro, come riflesso dagli andamenti delle misure del *gap* monetario nominale e reale. La figura 10 mostra l'evoluzione della misura del *gap* monetario nominale, calcolata sia sulla serie ufficiale di M3, sia su quella corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio. (Si noti che la liquidità monetaria qui trattata è un concetto distinto da quello di liquidità dei mercati finanziari, analizzato nelle sezioni successive.)

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

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



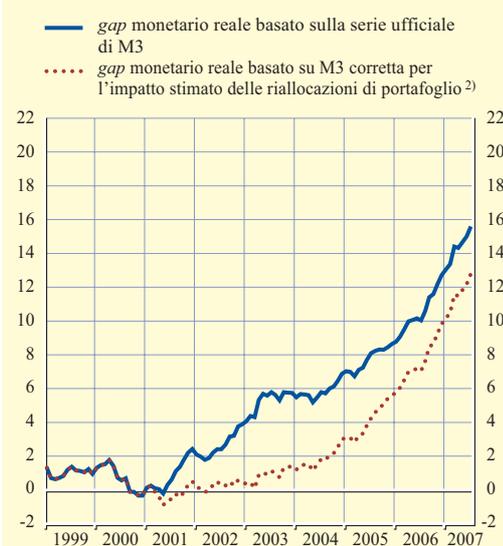
Fonte: BCE.

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

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

Figura 11 Stime del *gap* monetario reale <sup>1)</sup>

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



Fonte: BCE.

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

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

Le misure di *gap* monetario reale tengono conto del fatto che l'eccesso di liquidità accumulato è stato in parte assorbito dal rialzo dei prezzi, riflettendo una deviazione verso l'alto dell'inflazione rispetto alla definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Le misure di *gap* monetario reale calcolate, rispettivamente, sulla serie ufficiale di M3 e su quella corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio, risultano entrambe inferiori alle corrispondenti misure di *gap* monetario nominale (cfr. figure 10 e 11).

Queste misure deterministiche forniscono solo stime imperfette delle condizioni di liquidità e vanno pertanto considerate con cautela. Questa incertezza è illustrata, almeno in parte, dall'ampio intervallo di stime derivate dalle quattro misure sopra presentate. Nondimeno, la valutazione complessiva desunta da queste misure e, in particolare, quella emersa da un'analisi monetaria di ampio respiro tesa a individuare la dinamica di fondo di M3 indicano condizioni di liquidità monetaria abbondanti nell'area dell'euro. Una crescita sostenuta della moneta e del credito in un contesto di liquidità monetaria abbondante implica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo, in particolare in presenza di una vigorosa attività economica.

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

*Nel primo trimestre del 2007 la crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari del settore non finanziario è rimasta invariata, rispecchiando la sostanziale stabilità dei contributi provenienti dai singoli sottosectori. È moderatamente decelerata invece la dinamica degli investimenti finanziari degli investitori istituzionali.*

### SETTORI NON FINANZIARI

Nel primo trimestre (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati ricavati dai conti trimestrali per i settori istituzionali dell'area dell'euro), il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è rimasto invariato al 4,7 per cento (cfr. ta-

**Tavola 2 Investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro**

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2004	2005	2005	2005	2005	2006	2006	2006	2006	2007
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>
Circolante e depositi	22	5,6	5,6	5,7	5,5	6,5	6,6	6,6	7,3	7,1	7,2
Titoli di debito, esclusi i prodotti finanziari											
derivati	6	2,0	2,8	1,9	1,0	0,5	2,9	3,9	5,7	7,3	5,0
di cui: a breve termine	1	3,1	-6,6	-10,1	-4,1	-12,2	12,4	13,1	21,7	40,3	24,9
a lungo termine	5	1,9	3,8	3,2	1,6	1,6	2,2	3,2	4,4	5,0	3,3
Azioni e altri titoli di capitale, escluse											
le quote di fondi comuni	34	1,8	2,0	2,0	2,9	2,6	2,2	2,5	1,9	2,0	2,4
di cui: azioni quotate	10	1,0	0,9	-0,5	-1,3	1,0	-0,8	0,8	1,8	0,7	1,4
azioni non quotate e altri titoli di capitale	23	2,1	2,4	3,0	4,6	3,3	3,5	3,2	1,9	2,6	2,8
Quote di fondi comuni	7	1,6	1,7	2,2	3,8	4,6	3,3	2,0	0,0	-1,0	-0,8
Riserve tecniche di assicurazione	15	7,0	7,0	7,1	7,3	7,6	7,5	7,0	6,6	6,0	5,5
Altre attività finanziarie <sup>2)</sup>	16	4,1	4,0	2,8	2,1	4,2	5,2	6,1	7,7	7,1	7,6
M3 <sup>3)</sup>		6,6	6,5	7,6	8,3	7,3	8,5	8,4	8,5	9,9	11,0

Fonte: BCE.

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

2) Le altre attività finanziarie comprendono i prestiti, i prodotti finanziari derivati e altri conti attivi, che a loro volta includono, fra l'altro, i crediti al commercio concessi da società non finanziarie.

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

vola 2). Questa stabilità è il risultato di andamenti divergenti fra gli strumenti. Il tasso di variazione degli investimenti in titoli di debito è diminuito notevolmente, dopo gli aumenti segnati nei quattro trimestri precedenti. Anche la crescita degli investimenti in prodotti assicurativi e pensionistici si è moderata, confermando la decelerazione iniziata nel primo trimestre del 2006. Il rallentamento di queste categorie di attività è stato compensato dall'aumento del tasso di crescita degli investimenti azionari, che si è mantenuto tuttavia su un livello lievemente inferiore a quello delle altre categorie di attività. Il tasso di incremento degli investimenti in circolante e in depositi è rimasto sostanzialmente invariato; questa categoria di attività continua ad essere la principale determinante della dinamica degli investimenti finanziari dei settori non finanziari.

La scomposizione per settore istituzionale mostra che l'assenza di variazioni del tasso di crescita degli investimenti finanziari totali nel primo trimestre rispecchia la sostanziale stabilità dei contributi provenienti dai singoli settori (cfr. figura 12). Le società non finanziarie e le famiglie hanno fornito congiuntamente un contributo di 4,6 punti percentuali all'aumento complessivo del 4,7 per cento. Il tasso di incremento degli investimenti finanziari da parte delle società non finanziarie ha continuato a superare quello delle famiglie e delle pubbliche amministrazioni (cfr. le sezioni 2.6 e 2.7 per informazioni più dettagliate sugli andamenti per settore degli investimenti finanziari da parte del settore privato).

### INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente delle attività totali dei fondi di investimento nell'area dell'euro (esclusi i fondi del mercato monetario) è sceso al 9,9 per cento nel primo trimestre del 2007, dal 15,9 del trimestre precedente. Il calo ha interessato tutte le tipologie di strumenti detenuti nei portafogli dei fondi di investimento ed è stato particolarmente pronunciato nel caso dei titoli azionari, il cui tasso di variazione è sceso al disotto del 10 per cento, dal 20 del trimestre precedente.

I dati forniti dall'EFAMA<sup>2)</sup> indicano non solo che il tasso di incremento sul periodo corrispondente del valore delle attività totali dei fondi di investimento (su cui incidono gli effetti di valutazione) è diminuito, ma anche che i flussi netti annuali verso i fondi di investimento (esclusi i fondi del mercato monetario) si sono ridotti significativamente nel primo trimestre del 2007. Sebbene tutti i tipi di fondi abbiano registrato una flessione degli afflussi, il calo più pronunciato ha interessato i fondi azionari (scesi a un livello che non veniva osservato dalla metà del 2003). Fra le diverse categorie di fondi di investimento, quelli misti hanno continuato a registrare gli afflussi più consistenti, probabilmente per via del contesto

**Figura 12 Investimenti finanziari dei settori non finanziari**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)

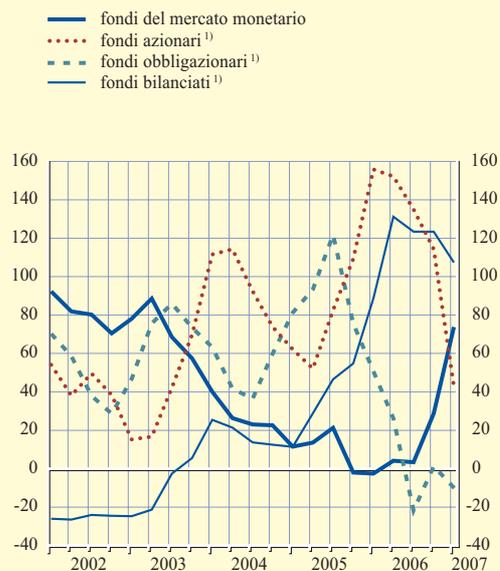


Fonte: BCE.

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

**Figura 13 Flussi netti annuali verso i fondi d'investimento (per categoria)**

(in miliardi di euro)

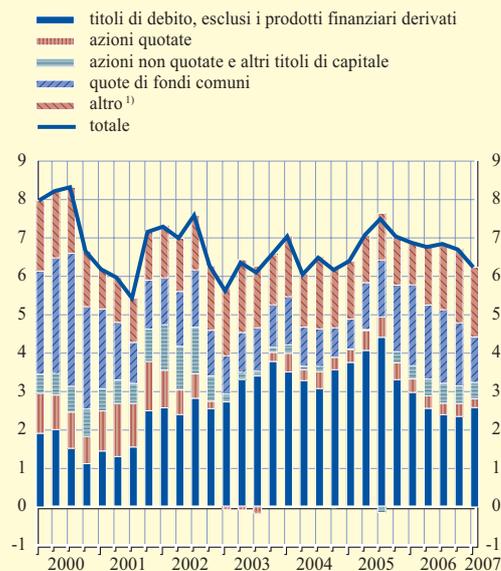


Fonti: BCE ed EFAMA.

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

**Figura 14 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione**

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



Fonte: BCE.

1) Comprende prestiti, depositi, riserve tecniche di assicurazione, altri conti attivi e prodotti finanziari derivati.

caratterizzato da un'accresciuta volatilità dei mercati azionari e da una curva dei rendimenti piatta, che ha reso meno interessanti l'assunzione di esposizioni in fondi azionari e obbligazionari. Il profilo piatto della curva dei rendimenti spiega altresì l'aumento dei flussi verso i fondi del mercato monetario registrato nella seconda metà del 2006 e nel primo trimestre del 2007 (cfr. figura 13).

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi delle società di assicurazione e dei fondi pensione nell'area dell'euro è sceso al 6,2 per cento nel primo trimestre del 2007, dal 6,7 del trimestre precedente (cfr. figura 14). Questo andamento, che ha rispecchiato la decelerazione degli investimenti dei settori non finanziari in prodotti assicurativi e pensionistici, va essenzialmente imputato ai minori contributi forniti dalle quote di fondi comuni e, anche se in misura molto minore, dagli investimenti in azioni quotate e non quotate. Per contro, nel primo primo trimestre l'apporto dei titoli di debito è aumentato lievemente, per la prima volta dalla metà del 2005.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*Tra gli inizi di giugno e gli inizi di settembre le aspettative di mercato circa l'evoluzione futura dei tassi di interesse a breve termine – riflesse nei tassi swap sull'Eonia – si sono ridotte. Nel contempo, in seguito alla turbolenza dei mercati monetari in agosto i differenziali fra i tassi del mercato monetario delle operazioni garantite e i tassi delle operazioni non garantite per le scadenze a tre mesi e oltre si sono ampliati. Tali differenziali sono rimasti elevati all'inizio di settembre.*

I tassi di interesse del mercato monetario non garantito sono aumentati tra gli inizi di giugno e gli inizi di settembre, in particolare in occasione della turbolenza di mercato di agosto. Il 5 settembre i tassi

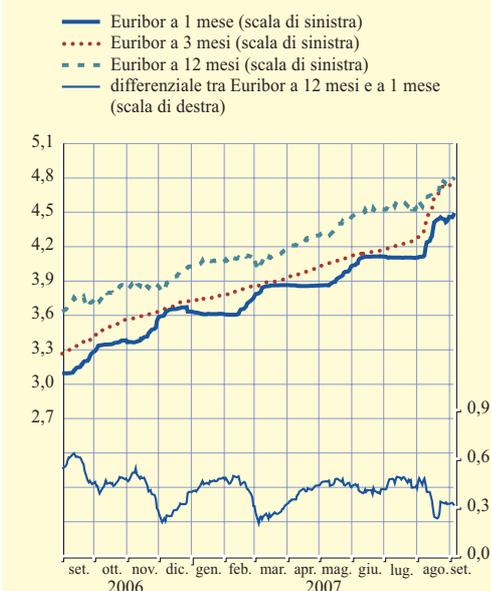
Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente al 4,49, 4,76, 4,79 e 4,81 per cento, con un incremento rispetto ai livelli di inizio giugno di 46, 63, 54 e 34 punti base.

Il 5 settembre il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese era pari a 31 punti base, contro i 43 del 1° giugno (cfr. figura 15). Tuttavia, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario calcolata su tale base va interpretata con cautela, in quanto gli andamenti dei differenziali fra i tassi Euribor delle operazioni non garantite e i tassi delle operazioni garantite (ad esempio l'Eurepo, un indice dei tassi sui contratti pronti contro termine del settore privato) sono stati storicamente eccezionali nel periodo in esame a causa della turbolenza dei mercati monetari di agosto.

Di fatto, le attese degli operatori sui tassi di interesse per le scadenze brevissime nel corso del 2007 e 2008 sono state riviste al ribasso tra l'inizio di giugno e l'inizio di settembre, come riflesso nell'andamento dei tassi *swap* sull'Eonia (cfr. figura 16). Ciò non è rispecchiato nella dinamica dei contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi poiché il differenziale fra i tassi sui depositi e i corrispondenti tassi *swap* sull'Eonia è aumentato significativamente.

**Figura 15 Tassi di interesse del mercato monetario**

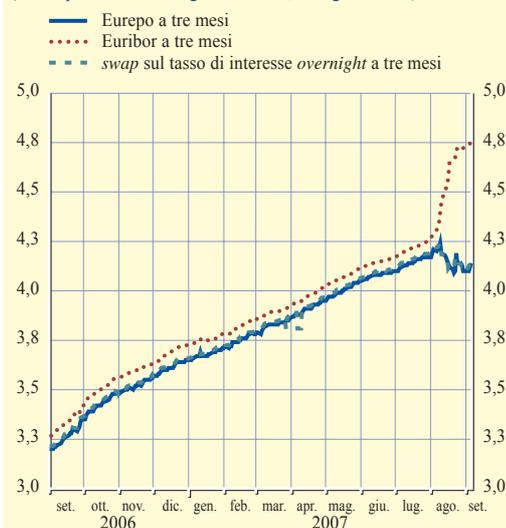
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Reuters.

**Figura 16 Eurepo, Euribor e swap sul tasso di interesse overnight a tre mesi**

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



Fonti: BCE e Reuters.

**Figura 17 Tasso di interesse a tre mesi e tassi future nell'area dell'euro**

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



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

Il 5 settembre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in settembre e dicembre 2007 e marzo e giugno 2008 erano pari rispettivamente al 4,68, 4,53, 4,35 e 4,27 per cento. Rispetto a inizio giugno, ciò rappresenta un incremento di 31 punti base per il contratto con scadenza in settembre 2007 e un calo rispettivamente di 3, 29 e 40 punti base per quelli con scadenza in dicembre 2007 e marzo e giugno 2008.

Per quanto riguarda gli indicatori dell'incertezza sull'andamento del mercato monetario, la volatilità implicita calcolata dalle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi è diminuita ulteriormente tra inizio giugno e metà luglio. Essa ha poi fatto registrare un incremento, che è diventato significativamente più pronunciato in agosto nel contesto della turbolenza di mercato (cfr. figura 18). I livelli della volatilità implicita osservati agli inizi di settembre sono i più elevati degli ultimi quattro anni e comparabili a quelli prevalenti nel 2003.

In giugno i tassi di interesse nel segmento a brevissimo termine della curva dei rendimenti del mercato monetario sono aumentati dopo la decisione della BCE del giorno 6 di innalzare di 25 punti base i propri tassi di riferimento (cfr. figura 19). Fra gli inizi di giugno e gli inizi di agosto le condizioni dei tassi di interesse del mercato monetario sono rimaste relativamente stabili e il differenziale fra l'Eonia e il tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali

**Figura 18** Volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi con scadenza a settembre 2007

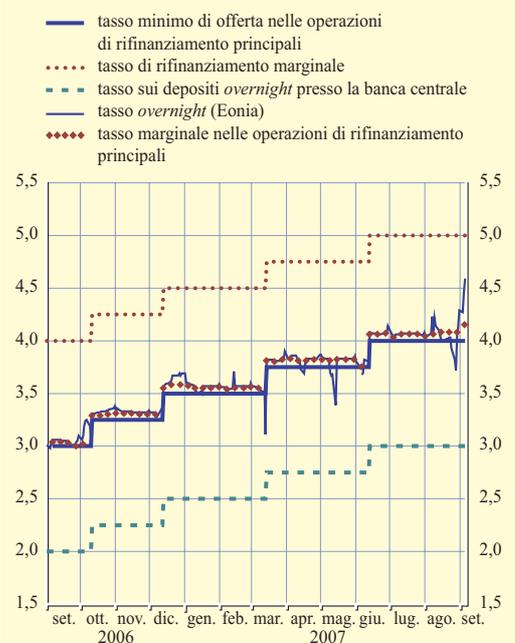
(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; dati giornalieri)



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

**Figura 19** Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Reuters.

dell'Eurosistema (ORP) si è collocato su livelli di 6-7 punti base. L'unica eccezione si è avuta nell'ultima operazione del periodo di mantenimento delle riserve terminato a luglio. Per favorire il permanere di condizioni di liquidità fluide sul mercato monetario, in giugno e luglio la BCE ha continuato a perseguire una politica di aggiudicazione di volumi di liquidità lievemente superiori a quello di riferimento nelle ORP dell'Eurosistema (cfr. riquadro 2).

**Riquadro 2**

**CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DAL 15 MAGGIO AL 7 AGOSTO 2007**

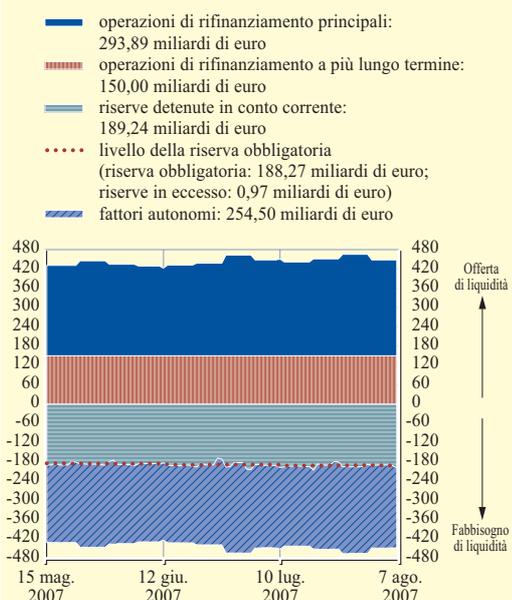
Questo riquadro esamina la gestione della liquidità da parte della BCE nel corso dei tre periodi di mantenimento delle riserve terminati rispettivamente il 12 giugno, il 10 luglio e il 7 agosto 2007.

**Fabbisogno di liquidità del sistema bancario**

Nel periodo in esame il fabbisogno di liquidità delle banche è aumentato di 16,7 miliardi di euro, in quanto i fattori autonomi sono aumentati di 9,7 miliardi di euro e gli obblighi di riserva di 7 miliardi di euro. Nello stesso periodo gli obblighi di riserva e i fattori autonomi sono stati pari in media a 188,3 e 254,5 miliardi di euro rispettivamente. Il 3 agosto le banconote in circolazione, il principale fattore autonomo, hanno raggiunto il livello più elevato dall'inizio della terza fase dell'UEM (645 miliardi di euro).

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

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

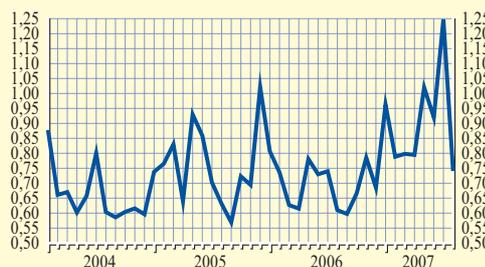


Fonte: BCE.

Nel periodo in esame l'eccedenza giornaliera media delle riserve (ossia la media giornaliera dei depositi di conto corrente che eccedono gli obblighi di riserva) è stata leggermente più elevata del consueto. Le riserve in eccesso sono ammontate a 0,92 miliardi di euro in media nel periodo di mantenimento terminato il 12 giugno e a 1,2 miliardi nel periodo conclusosi il 10 luglio, ma sono calate a 0,74 miliardi in media nel periodo terminato il 7 agosto (cfr. figura B).

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

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



Fonte: BCE.

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

## Offerta di liquidità e tassi di interesse

Di riflesso all'accresciuto fabbisogno di liquidità, è aumentato il volume delle operazioni di mercato aperto nel periodo in esame (cfr. figura A). La liquidità fornita con le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) è stata pari a 293,9 miliardi di euro in media. Il rapporto tra gli importi richiesti dalle controparti e quelli aggiudicati (il *bid-cover ratio*) nelle ORP ha oscillato tra 1,08 e 1,31, collocandosi in media a 1,23 nel periodo in esame.

La liquidità fornita con le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine è rimasta invariata a 150 miliardi di euro nel periodo in esame.

### Periodo di mantenimento terminato il 12 luglio

La BCE ha aggiudicato 1 miliardo di euro in più rispetto al volume di riferimento in tutte e quattro le ORP del periodo di mantenimento delle riserve. Il differenziale medio tra l'Eonia (*euro overnight index average*) e il tasso minimo di offerta delle ORP è stato di cinque punti base, lievemente inferiore quindi alla media storica. I tassi marginale e medio ponderato delle prime due ORP del periodo si sono collocati al 3,82 per cento, mentre l'Eonia è rimasto stabile al 3,83 per cento. Nella terza asta, il tasso marginale è rimasto invariato, mentre quello medio ponderato è salito al 3,83 per cento. Il 31 maggio l'Eonia è aumentato lievemente al 3,85 per cento a causa del consueto effetto di fine mese. Nei giorni successivi l'Eonia è calato gradualmente a un livello lievemente al di sotto del tasso minimo di offerta. Anche alla luce di tale andamento, nell'ultima ORP del periodo il tasso marginale e quello medio ponderato si sono collocati al 3,75 e al 3,77 per cento rispettivamente.

L'Eonia è sceso al 3,68 per cento dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP del periodo di mantenimento delle riserve, per poi stabilizzarsi intorno al 3,80 per cento prima della fine del periodo.

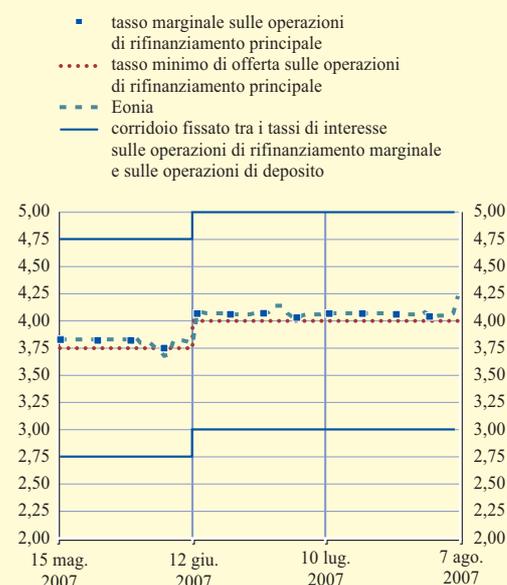
L'ultimo giorno la BCE ha condotto un'operazione di regolazione puntuale (*fine-tuning*) al fine di assorbire l'atteso avanzo di liquidità di 6 miliardi di euro. Il periodo di mantenimento delle riserve si è concluso con un ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale di 0,7 miliardi di euro e l'Eonia al 3,79 per cento.

### Periodo di mantenimento terminato il 10 luglio

Il 7 giugno il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare di 25 punti base i tassi di riferimento della BCE (il tasso minimo di offerta e i tassi sui depositi presso la banca centrale e sulle operazioni

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

(tassi d'interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

di rifinanziamento marginale), rispettivamente al 4, al 3 e al 5 per cento. La variazione è divenuta effettiva a decorrere dal 13 giugno, primo giorno del periodo di mantenimento successivo.

La politica di aggiudicare 1 miliardo di euro in più rispetto al volume di riferimento è stata applicata in tutte e quattro le ORP del periodo di mantenimento. Il differenziale medio tra l'Eonia e il tasso minimo di offerta delle ORP è stato di 7 punti base per il periodo nel suo insieme.

Nelle prime due settimane del periodo il tasso medio ponderato delle ORP si è collocato al 4,07 per cento e il tasso marginale al 4,06; l'Eonia è rimasto stabile tra il 4,06 e il 4,08 per cento. Nella successiva ORP sia il tasso medio ponderato sia il tasso marginale sono aumentati di 1 punto base, rispettivamente al 4,08 e al 4,07 per cento. Il 29 giugno l'Eonia ha toccato il valore massimo al 4,14 per cento in ragione del consueto effetto di fine mese. Nell'ultima ORP del periodo i tassi marginale e medio ponderato sono scesi rispettivamente al 4,03 e 4,05 per cento. L'Eonia è calato nei giorni successivi all'aggiudicazione e ha raggiunto il 4,01 per cento prima di stabilizzarsi al 4,06 il 6 luglio. L'ultimo giorno del periodo la BCE ha condotto un'operazione di regolazione puntuale per assorbire 2,5 miliardi di liquidità. Nell'operazione, le richieste provenienti dalle banche (per un totale di 17,4 miliardi di euro da parte di 18 controparti) hanno superato l'offerta e il periodo di mantenimento delle riserve si è concluso con un ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale di 0,4 miliardi di euro e l'Eonia al 4,07 per cento.

#### Periodo di mantenimento delle riserve terminato il 7 agosto

Come nel precedente periodo, la BCE ha aggiudicato 1 miliardo di euro al di sopra del volume di riferimento in tutte le ORP e il differenziale medio tra l'Eonia e il tasso minimo di offerta nelle ORP è stato di 7 punti base. Nelle prime due settimane del periodo il tasso marginale e quello medio ponderato delle ORP si sono collocati al 4,06 per cento, l'Eonia è rimasto stabile al 4,07 per cento, mentre nella terza settimana il tasso medio ponderato è salito al 4,07 per cento. Il 31 luglio l'Eonia è aumentato al 4,08 per cento a causa del consueto effetto di fine mese. Nell'ultima ORP del periodo di mantenimento i tassi marginale e medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 4,04 e 4,06 per cento, mentre l'Eonia è calato lievemente al 4,05 per cento, prima di tornare al precedente livello del 4,07 nel penultimo giorno del periodo. Nell'ultimo giorno del periodo non è stato necessario condurre un'operazione di regolazione puntuale, dato che il ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale è ammontato a 0,4 miliardi di euro e l'Eonia si è collocato al 4,23 per cento.

Tuttavia, il periodo di mantenimento delle riserve iniziato l'8 agosto è stato caratterizzato da un significativo incremento della volatilità del mercato monetario. Il 9 agosto le tensioni nel mercato monetario *overnight*, sfociate in un aumento del tasso *overnight* infragiornaliero a livelli elevati, attorno al 4,60 per cento, hanno indotto la BCE a condurre nei giorni successivi diverse operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning*). Tali andamenti sono trattati nel riquadro 3.

#### Riquadro 3

##### LE OPERAZIONI SUPPLEMENTARI DI MERCATO APERTO DELLA BCE NEL PERIODO DALL'8 AGOSTO AL 5 SETTEMBRE

Al fine di ridurre le tensioni osservate nel mercato monetario nel periodo compreso fra l'8 agosto e il 5 settembre, la BCE ha effettuato operazioni supplementari di mercato aperto, in aggiunta

a quelle normalmente programmate, finalizzate all'immissione di liquidità. Il presente riquadro riporta gli andamenti del mercato monetario in tale periodo e descrive gli interventi operativi della BCE (cfr. tavola).

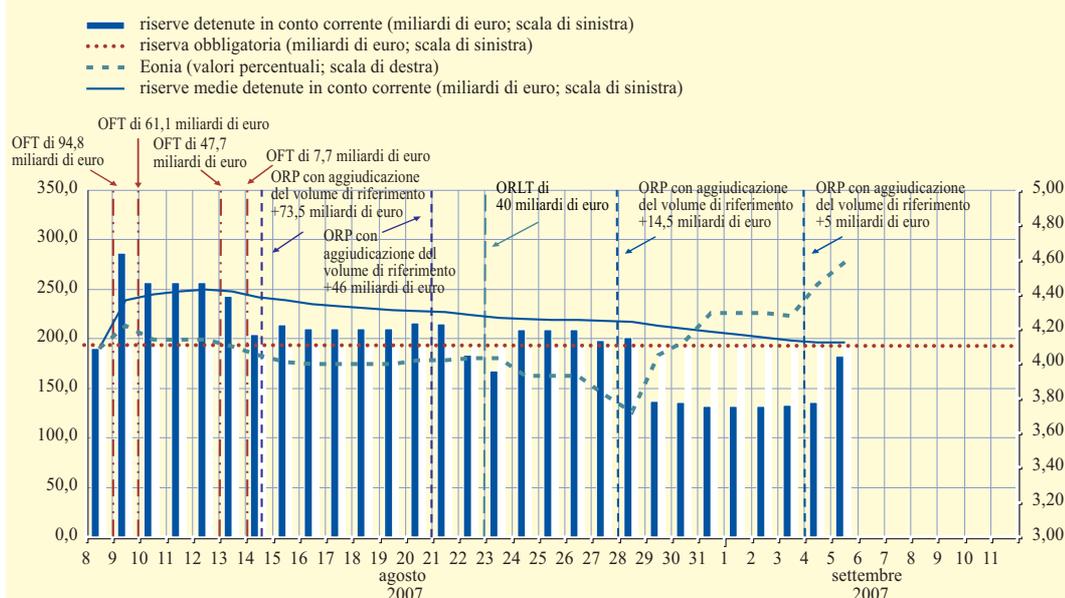
La mattina del 9 agosto si è verificata una frizione nel funzionamento del mercato monetario, caratterizzata da un volume ridotto di scambi e da un improvviso aumento dei tassi di mercato monetario a breve. La domanda da parte delle banche di consistenze sui conti correnti detenuti presso l'Eurosistema è temporaneamente salita a seguito delle tensioni in taluni segmenti del mercato monetario denominato in dollari statunitensi. Per favorire condizioni fluide nel mercato monetario a breve termine, la BCE ha condotto un'operazione di regolazione puntuale (*fine-tuning*) con regolamento nello stesso giorno e scadenza *overnight*. L'operazione è stata condotta mediante asta a tasso fisso al 4,00 per cento (il livello corrente del tasso minimo di offerta) e con aggiudicazione totale preannunciata. La specificazione dell'asta ha consentito alla BCE di immettere un ammontare di liquidità in grado di soddisfare la domanda delle controparti, che la BCE non poteva quantificare agevolmente tramite l'analisi periodica della liquidità. Per questa operazione di regolazione puntuale 49 banche hanno presentato offerte per un importo complessivo di 94,8 miliardi di euro<sup>1)</sup>. Il tasso *overnight* si è rapidamente normalizzato ed è stato quotato al 4,05 per cento circa per il resto della giornata (cfr. figura). Tuttavia, il differenziale *bid-offer* nel mercato *overnight* è rimasto elevato a 10 punti base (rispetto a un valore normale di 5 punti base) nel contesto di un protrarsi di contrattazioni contenute.

La mattina del 10 agosto la BCE ha nuovamente condotto un'operazione di regolazione puntuale. Questa volta è stata effettuata secondo la procedura d'asta normalmente utilizzata nelle ORP dell'Eurosistema, ovvero una procedura d'asta a tasso variabile con tasso minimo di offerta e senza volume preannunciato di aggiudicazione. La variazione della procedura d'asta ha rispecchiato la valutazione che l'operazione del giorno precedente aveva avuto l'impatto auspicato sulle tensioni di mercato e che una curva di domanda dove le controparti avrebbero indicato i tassi che erano disposte a corrispondere per ottenere finanziamenti dall'Eurosistema avrebbe potuto rivelare informazioni utili sulla domanda di liquidità da parte del sistema bancario. 62 controparti hanno offerto un importo complessivo di 110 miliardi di euro a tassi di interesse compresi fra il 4,00 e il 4,15 per cento. La BCE ha deciso di aggiudicare liquidità a tutte le offerte pari o superiori al 4,05 per cento (61,1 miliardi di euro, circa due terzi del valore dell'operazione del giorno precedente), un punto base al di sotto del tasso marginale di ORP nell'asta regolare aggiudicata l'8 agosto. L'Eonia si è collocato al 4,14 per cento quel giorno.

La mattina del 13 agosto, benché quotato a un livello di 10 punti base superiore al tasso minimo di offerta, il tasso *overnight* era ancora caratterizzato da differenziali *bid-offer* elevati e da contrattazioni contenute. La BCE ha condotto un'altra operazione di regolazione puntuale con una specificazione simile a quella precedente. 59 controparti hanno offerto un importo complessivo di 84 miliardi di euro a tassi di interessi compresi fra il 4,00 e il 4,10 per cento. La BCE ha deciso di assegnare liquidità a tutte le offerte pari o superiori al 4,06 per cento (47,7 miliardi di euro), un punto base al di sopra della precedente operazione. Il fatto che l'Eonia si sia collocato al 4,10 per cento quel giorno ha confermato che le condizioni nel segmento a più breve termine del mercato monetario stavano migliorando in quel momento.

1) Il fatto che le operazioni supplementari dell'Eurosistema siano state più consistenti di quelle condotte da altre banche centrali negli stessi giorni riflette principalmente la dimensione di gran lunga superiore delle riserve obbligatorie (e il fatto che ne venga valutata la media nel mese) nell'area dell'euro. Tanto più è elevato il requisito della riserva obbligatoria, tanto più facile è per le banche assorbire shock momentanei della domanda e dell'offerta in relazione alla liquidità. Tuttavia, ciò comporta anche il fatto che sono necessarie immissioni temporanee di liquidità più consistenti per ottenere un determinato effetto sui tassi di interesse a breve termine.

Riserve detenute in conto corrente e Eonia nel periodo fra l'8 agosto e il 5 settembre 2007



Fonte: BCE.

La mattina del 14 agosto la BCE ha deciso di lanciare un'operazione di regolazione puntuale *overnight* per far fronte a un ulteriore fabbisogno di liquidità derivante dal fatto che l'operazione di rifinanziamento principale in aggiudicazione il giorno stesso non sarebbe stata regolata prima del giorno successivo. L'operazione di *fine-tuning* è stata condotta anche in questa occasione mediante asta a tasso variabile con un tasso minimo di offerta e senza volume di aggiudicazione preannunciato. 41 controparti hanno offerto un importo complessivo di 46 miliardi di euro, con le offerte comprese fra il 4,00 e il 4,09 per cento. Il fatto che l'ammontare e i tassi delle offerte fossero significativamente inferiori ha mostrato che la domanda di consistenze su conto corrente detenute presso l'Eurosistema stava, in quel momento, normalizzandosi. La BCE ha deciso di assegnare liquidità a tutte le offerte pari o superiori al 4,07 per cento (7,7 miliardi di euro), un punto percentuale in più rispetto all'operazione precedente.

Oltre all'operazione di regolazione puntuale, il 14 agosto la BCE ha deciso di assegnare, nella regolare operazione di rifinanziamento principale, 73,5 miliardi di euro oltre al volume di riferimento. Questa aggiudicazione cercava di prevenire i deflussi dalle consistenze su conto corrente delle istituzioni creditizie che sarebbero conseguiti dall'aggiudicazione del volume di riferimento "automatico". Per definizione, l'aggiudicazione di quest'ultimo avrebbe portato, in una sola settimana, all'assorbimento della considerevole eccedenza di riserve derivante dalle operazioni di regolazione puntuale e con ogni probabilità avrebbe potuto aumentare le tensioni nelle condizioni di mercato. Dopo l'aggiudicazione superiore al volume di riferimento, i tassi overnight nell'area dell'euro si sono collocati a circa il 4,00 per cento, riflessi anche nell'Eonia che si è collocato fra il 4,00 e il 4,02 per cento nei giorni seguenti.

Dato il temporaneo miglioramento del segmento a più breve termine del mercato monetario, la BCE ha deciso di ridurre progressivamente le ingenti eccedenze di riserve accumulate nelle pri-

**Le operazioni supplementari di mercato aperto della BCE nel periodo dall'8 agosto al 5 settembre**

Data	Ora	Azione	Comunicazione	Dettagli operativi
9 ago.	10.15	Comunicazione mediante i servizi di informazione su rete telematica	La BCE nota che vi sono tensioni nel mercato monetario dell'euro, nonostante la normale disponibilità di liquidità aggregata in euro. La BCE tiene sotto stretta osservazione la situazione ed è pronta a intervenire per assicurare condizioni fluide nel mercato monetario dell'euro.	
9 ago.	12.30	Annuncio di operazione di regolazione puntuale al 4,00 per cento e con piena aggiudicazione	A seguito della precedente comunicazione di questa mattina sulla pagina della BCE "Annunci su aspetti operativi", questa operazione di regolazione puntuale finalizzata alla immissione di liquidità si propone di assicurare condizioni fluide nel mercato monetario dell'euro. La BCE intende aggiudicare il 100 per cento degli importi richiesti.	Scadenza: overnight Importo aggiudicato: € 94,8 mld Tasso fisso: 4,00 % N. di offerenti: 49 N. di offerte: 49 Bid-cover ratio: 1,00
10 ago.	9.20	Comunicazione mediante i servizi di informazione su rete telematica	La BCE continua a monitorare da vicino le condizioni del mercato monetario dell'euro.	
10 ago.	10.15	Annuncio di operazione di regolazione puntuale, condotta mediante asta a tasso variabile e senza annuncio preventivo del volume di aggiudicazione	Questa operazione di regolazione puntuale segue quella di ieri e intende assicurare condizioni fluide nel mercato monetario dell'euro.	Scadenza: overnight Importo aggiudicato: € 61,1 mld Tasso marginale: 4,05 % Tasso medio ponderato: 4,08 % N. di offerenti: 62 N. di offerte: 124 Bid-cover ratio: 1,80
13 ago.	9.15	Comunicazione mediante i servizi di informazione su rete telematica	La BCE continua a monitorare da vicino le condizioni del mercato monetario dell'euro.	
13 ago.	9.30	Annuncio di operazione di regolazione puntuale, condotta mediante asta a tasso variabile e senza annuncio preventivo del volume di aggiudicazione	La BCE osserva che le condizioni del mercato monetario si stanno normalizzando e che l'offerta di liquidità aggregata è ampia. Con questa operazione di regolazione puntuale, la BCE favorisce ulteriormente la normalizzazione delle condizioni del mercato monetario.	Scadenza: overnight Importo aggiudicato: € 47,7 mld Tasso marginale: 4,06 % Tasso medio ponderato: 4,07 % N. di offerenti: 59 N. di offerte: 103 Bid-cover ratio: 1,77
13 ago.	15.30	Annuncio di operazione di rifinanziamento principale*	In questa operazione di rifinanziamento la BCE intende assicurare il prosieguo della normalizzazione delle condizioni di mercato monetario. Il volume di aggiudicazione sarà in linea con questo scopo e non sarà vincolato al volume di aggiudicazione di riferimento pubblicato.	Scadenza: 1 settimana Importo aggiudicato: € 310 mld (oltre il riferimento) (€ 73,5 mld) Tasso marginale: 4,08 % Tasso medio ponderato: 4,10 % N. di offerenti: 344 N. di offerte: 628 Bid-cover ratio: 1,38
14 ago.	9.15	Comunicazione mediante i servizi di informazione su rete telematica	La BCE continua a monitorare da vicino le condizioni del mercato monetario dell'euro	
14 ago.	9.30	Annuncio di operazione di regolazione puntuale, condotta mediante asta a tasso variabile e senza annuncio preventivo del volume di aggiudicazione	La BCE osserva che le condizioni del mercato monetario sono attualmente pressoché nella norma. Tuttavia, con questa operazione di regolazione puntuale la BCE offre ancora l'opportunità di coprire qualunque fabbisogno di liquidità rimanente prima del regolamento di domani della ORP settimanale.	Scadenza: overnight Importo aggiudicato: € 7,7 mld Tasso marginale: 4,07 % Tasso medio ponderato: 4,07 % N. di offerenti: 41 N. di offerte: 67 Bid-cover ratio: 5,97
20 ago.	15.30	Annuncio di operazione di rifinanziamento principale*	In linea con la normalizzazione delle condizioni nel segmento a più breve termine del mercato monetario, la BCE intende gradualmente ridurre la considerevole eccedenza di riserve accumulata nelle prime settimane di questo periodo di mantenimento. Il volume da aggiudicare in questa operazione di rifinanziamento principale sarà superiore a quello di riferimento pubblicato (pari a € 227 mld) per un importo in linea con tale scopo.	Scadenza: 1 settimana Importo aggiudicato: € 275 mld (oltre il riferimento) (€ 46 mld) Tasso marginale: 4,08 % Tasso medio ponderato: 4,09 % N. di offerenti: 355 N. di offerte: 635 Bid-cover ratio: 1,60

**Le operazioni supplementari di mercato aperto della BCE nel periodo dall'8 agosto al 5 settembre**

Data	Ora	Azione	Comunicazione	Dettagli operativi
22 ago.	15.30	Annuncio di operazione supplementare di rifinanziamento a più lungo termine**	Oggi la BCE ha deciso di condurre un'operazione supplementare di rifinanziamento a più lungo termine finalizzata all'immissione di liquidità con scadenza a tre mesi per un importo di € 40 mld.  Questa operazione è una misura tecnica tesa a favorire la normalizzazione del funzionamento del mercato monetario dell'euro. Essa è condotta in aggiunta alle regolari operazioni mensili di rifinanziamento a più lungo termine, che restano invariate. Gli importi da aggiudicare nelle operazioni di rifinanziamento principali compenseranno questa immissione di liquidità, tenendo conto delle condizioni complessive di liquidità.	Scadenza: 3 mesi Importo aggiudicato: € 40 mld Tasso marginale: 4,49 % Tasso medio ponderato: 4,61 % N. di offerenti: 146 N. di offerte: 411 Bid-cover ratio: 3,14
			La posizione del Consiglio direttivo della BCE sull'orientamento di politica monetaria è stata espressa dal Presidente il 2 agosto 2007.	
27 ago.	15.30	Annuncio di operazione di rifinanziamento principale*	In linea con la normalizzazione in atto delle condizioni nel segmento a più breve termine del mercato monetario, la BCE continua a perseguire la graduale riduzione della considerevole eccedenza di riserve accumulata nelle prime settimane di questo periodo di mantenimento. Pertanto, il volume da aggiudicare in questa operazione di rifinanziamento principale sarà superiore a quello di riferimento pubblicato (pari a € 194 mld) per un importo in linea con tale scopo.	Scadenza: 1 settimana Importo aggiudicato: € 210 mld (oltre il riferimento) (€ 14,5 mld) Tasso marginale: 4,08 % Tasso medio ponderato: 4,09 % N. di offerenti: 320 N. di offerte: 578 Bid-cover ratio: 1,68
03 set.	15.30	Annuncio di operazione di rifinanziamento principale*	La BCE continua a perseguire il graduale riassorbimento della considerevole eccedenza di riserve accumulate nelle ultime settimane. Pertanto, il volume di aggiudicazione in questa operazione di rifinanziamento principale sarà lievemente superiore a quello di riferimento pubblicato (pari a € 251 mld) per un importo in linea con tale scopo.	Scadenza: 1 settimana Importo aggiudicato: € 256 mld (oltre il riferimento) (€ 5 mld) Tasso marginale: 4,15 % Tasso medio ponderato: 4,19 % N. di offerenti: 356 N. di offerte: 746 Bid-cover ratio: 1,67
05 set.	15.10	Comunicazione mediante i servizi di informazione su rete telematica	La volatilità nel mercato monetario dell'euro è aumentata e la BCE tiene sotto stretta osservazione la situazione. Se domani dovesse persistere, la BCE è pronta a contribuire a condizioni fluide nel mercato monetario dell'euro.	

\* Le operazioni di rifinanziamento principale sono condotte mediante aste a tasso variabile con tasso minimo di offerta.

\*\* Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono condotte mediante aste a tasso variabile semplice con annuncio preventivo del volume di aggiudicazione.

me settimane del periodo di mantenimento. Nelle ORP del 21 e del 28 agosto ha ridotto pertanto il volume di aggiudicazione in eccesso rispetto al valore di riferimento "automatico" rispettivamente a 46 e 14,5 miliardi di euro.

Nonostante il regolare funzionamento del segmento a più breve termine del mercato monetario nel corso della settimana, per le scadenze più lunghe si continuavano a osservare tensioni sul mercato e contrattazioni molto modeste. Al fine di favorire una normalizzazione anche del segmento a più lungo termine del mercato monetario, la BCE ha deciso il 22 agosto di condurre un'operazione supplementare di rifinanziamento a più lungo termine, mediante asta a tasso variabile semplice con scadenza a tre mesi per un importo di 40 miliardi di euro. 146 controparti hanno offerto un totale di 126 miliardi di euro, con offerte comprese fra il 3,80 e il 5,00 per cento. Nonostante questa operazione, regolata il 24 agosto, sono rimaste tensioni nel segmento a più lungo termine del mercato monetario.

Il 30 agosto il tasso *overnight* ha iniziato nuovamente a salire, in parte per effetto delle consuete tensioni che si osservano nel segmento a più breve termine del mercato monetario alla fine del mese. L'Eonia si è collocato al 4,29 per cento il 31 agosto per poi scendere solo lievemente il giorno lavorativo successivo. Dato il permanere di tensioni nel mercato *overnight*, la BCE il 4 settembre ha deciso di assegnare 5 miliardi di euro oltre il valore di riferimento “automatico” nell’ultima ORP del periodo di mantenimento, benché si stesse avvicinando la fine del periodo stesso, momento nel quale la BCE si prefigge di ottenere condizioni di liquidità in equilibrio. Ciò nonostante, l'Eonia quel giorno si è collocato al 4,458 per cento<sup>2)</sup>.

2) Dal 3 settembre 2007 l'Eonia viene pubblicato con tre decimali, a seguito di una decisione dell'*European Banking Federation* e dell'*Euribor ACI*.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

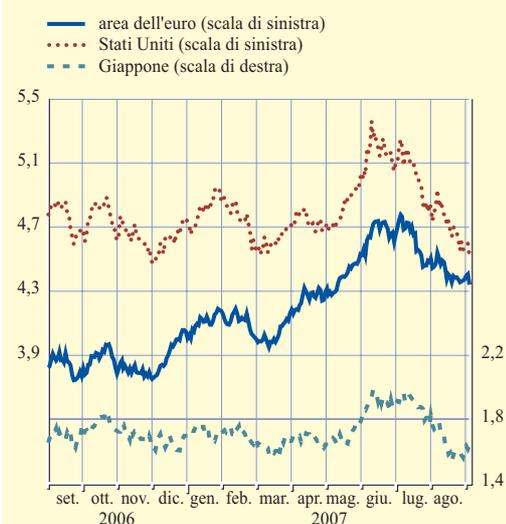
*I prezzi delle attività hanno subito pronunciate oscillazioni su scala globale nei mesi estivi poiché tra gli investitori sono aumentate le preoccupazioni in merito ai più estesi impatti finanziari ed economici della crisi nei mercati delle attività esposti ai mutui ipotecari statunitensi di qualità non primaria. In seguito alla turbolenza dei mercati finanziari, la propensione al rischio degli investitori si è ridotta marcatamente. Di conseguenza, gli investitori hanno riallocato i propri fondi dalle classi di attività a rischio più elevato sui titoli di Stato, determinando una diminuzione dei rendimenti obbligazionari nella maggior parte delle economie avanzate, inclusa l'area dell'euro. Nel contempo, l'incertezza degli operatori di mercato circa i futuri andamenti dei mercati obbligazionari è aumentata fortemente, sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti.*

Le condizioni di generale stabilità di cui i mercati hanno beneficiato negli ultimi anni si sono bruscamente interrotte durante i mesi estivi per via delle crescenti incertezze sul segmento di qualità non primaria del mercato dei mutui ipotecari degli Stati Uniti. La turbolenza ha influenzato anche i mercati obbligazionari globali, soprattutto per effetto di ricomposizioni di portafoglio da parte di investitori alla ricerca di investimenti "sicuri", che hanno determinato pronunciati cali dei rendimenti con ampie fluttuazioni giornaliere durante il periodo in esame. Nel complesso, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro si sono collocati al 4,3 per cento a inizio settembre, pari a un calo di circa 15 punti base rispetto alla fine di maggio (cfr. figura 20). Questa contenuta dinamica complessiva dei rendimenti obbligazionari a lungo termine malgrado la recente turbolenza dei mercati finanziari riflette il fatto che i rendimenti avevano proseguito la loro tendenza crescente durante la prima metà del periodo in esame. Nel contempo, i rendimenti dei titoli di Stato decennali statunitensi si sono ridotti di circa 45 punti base, chiudendo il periodo al 4,5 per cento. Di conseguenza, il differenziale di rendimento fra i titoli a lungo termine nelle due regioni si è ridotto in tale periodo, collocandosi a 20 punti base a inizio settembre. In Giappone, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono calati di 10 punti base portandosi all'1,6 per cento alla fine del periodo in rassegna.

La turbolenza dei mercati finanziari ha provocato un brusco aumento dell'incertezza degli operatori in merito alle prospettive a breve termine dei rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, come indicato dai più alti livelli della volatilità implicita dei mercati obbligazionari nelle due regioni tra la fine di maggio e il 5 settembre. La volatilità dei mercati obbligazionari nelle piazze finanziarie emergenti è aumentata marcatamente nel periodo in esame. Rispecchiando il generale venir meno della propensione al rischio degli investitori, i differenziali fra le obbligazioni dei mercati emergenti e i titoli del Tesoro statunitensi, misurati dall'indice EMBIG, si sono ampliati di circa 70 punti base a un livello prossimo a 260 punti base tra la fine di luglio e il picco della correzione a metà agosto. Da allora, i mercati

**Figura 20 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.

finanziari emergenti hanno in parte recuperato terreno nel contesto della complessiva solidità dei fondamentali di tali economie.

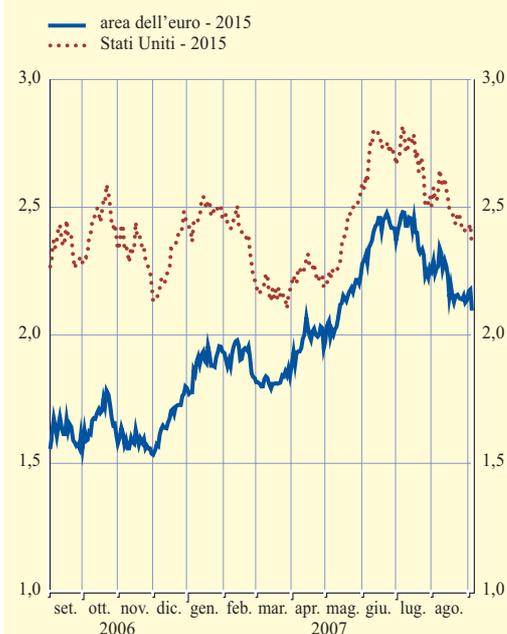
In giugno i rendimenti delle obbligazioni statunitensi a lungo termine sono aumentati marcatamente per effetto delle percezioni di prospettive economiche più favorevoli da parte degli investitori. Da metà luglio in poi, tuttavia, il clima prevalente sui mercati finanziari è mutato considerevolmente quando diverse istituzioni finanziarie hanno rivelato di aver riportato perdite per via di pesanti esposizioni a titoli garantiti da mutui ipotecari di qualità non primaria, ossia prestiti erogati a mutuatari che non si qualificano per i “prestiti di qualità primaria” a causa di precedenti crediti mediocri, bassi punteggi di credito o incompleta documentazione per l’ottenimento del prestito. Tali notizie hanno causato una generale diminuzione della propensione al rischio tra gli investitori e innescato ricomposizioni di portafoglio alla ricerca di investimenti “sicuri”, in particolare dalle attività rischiose ai titoli di Stato. Di conseguenza, i rendimenti obbligazionari statunitensi sono fortemente calati. Tra la metà di luglio e gli inizi di settembre i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono scesi di 65 punti base. Gran parte della flessione dei rendimenti obbligazionari nominali statunitensi registrata a partire da metà luglio è riconducibile a una diminuzione dei rendimenti reali sulle obbligazioni indicizzate all’inflazione. Non è da escludersi che parte della riduzione dei rendimenti reali abbia riflesso i timori degli investitori che la debolezza del mercato degli immobili residenziali potesse ripercuotersi sui consumi privati e quindi sulla crescita economica. Le misure delle attese di inflazione desunte dai mercati finanziari suggeriscono che le preoccupazioni degli investitori circa le future pressioni sui prezzi si sono attenuate nel periodo in esame. Ad esempio, negli ultimi tre mesi i tassi di inflazione di pareggio derivati dalle obbligazioni indicizzate con scadenza nel 2015 sono calati di 40 punti base, portandosi al 2 per cento agli inizi di settembre.

Come negli Stati Uniti, i rendimenti delle obbligazioni nominali a lungo termine nell’area dell’euro sono aumentati nella parte iniziale del periodo in rassegna, continuando quindi la pronunciata tendenza al rialzo iniziata quest’anno a metà marzo. Le pubblicazioni di dati favorevoli durante il periodo hanno rafforzato la convinzione degli investitori che la crescita economica sarebbe proseguita a un ritmo sostenuto. Di conseguenza, non soltanto i rendimenti nominali ma anche quelli reali offerti sulle obbligazioni indicizzate dell’area dell’euro sono cresciuti di circa 20 punti base su gran parte delle scadenze in giugno (cfr. figura 21)

Le condizioni prevalenti sui mercati obbligazionari dell’area dell’euro sono poi cambiate significativamente nella seconda parte del periodo in esame sulla scia della turbolenza finanziaria globale. Alla fine di luglio e in agosto diverse istituzioni finanziarie dell’area dell’euro hanno rivelato di avere sottovalutato il rischio insito in investimenti in titoli garantiti da mutui statunitensi di qualità non primaria, estendendo così le associate preoccupazioni anche ai mer-

**Figura 21 Rendimento reale delle obbligazioni**

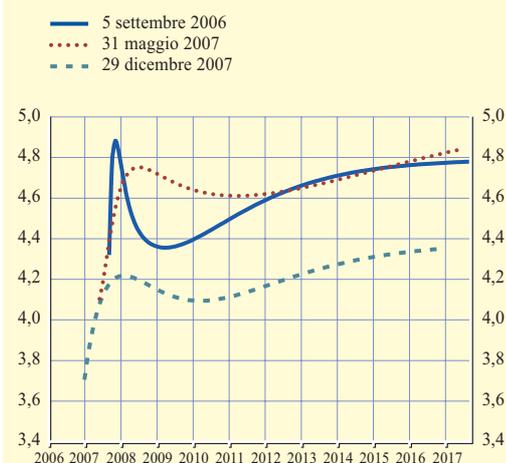
(valori percentuali in ragione d’anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Figura 22 Tassi di interesse *overnight* a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi *swap***

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

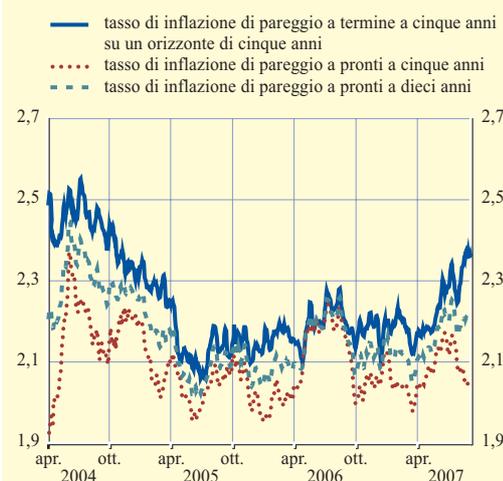


Fonti: Reuters e stime della BCE.

Note: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è stato descritto nel riquadro 4 del numero di gennaio 1999 di questo Bollettino. I dati usati nelle stime sono derivati da contratti *swap*.

**Figura 23 Inflazione di pareggio, a pronti e a termine, ricavata da rendimenti zero coupon nell'area dell'euro**

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

cati dell'area dell'euro e alimentando un contesto di accresciuta avversione al rischio e di maggiore preferenza per la liquidità che ha inciso considerevolmente su tutte le classi di attività dell'area, come avvenuto altrove. Per via del loro carattere di investimenti "sicuri", i titoli di Stato dell'area dell'euro hanno subito un forte calo dei rendimenti su tutte le scadenze. Ad esempio, fra metà luglio e inizio settembre i rendimenti nominali e reali a dieci anni sono diminuiti rispettivamente di 40 e 30 punti base.

Sull'insieme del periodo in esame, la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi *swap* si è spostata verso il basso sugli orizzonti a breve e medio termine, rispecchiando un lieve cambiamento delle attese degli investitori circa l'evoluzione futura dei tassi di riferimento della BCE (cfr. figura 22). Nel segmento a più lungo termine della curva, tuttavia, i tassi sono restati pressoché inalterati dalla recente turbolenza dei mercati finanziari.

I tassi di inflazione di pareggio nell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati durante il periodo in esame. Ad esempio, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale – che misura essenzialmente le attese di inflazione a lungo termine e i connessi premi al rischio ed è peraltro meno sensibile all'impatto degli andamenti stagionali dei prezzi al consumo rispetto ai tassi di inflazione di pareggio a pronti (cfr. riquadro 4) – è aumentato solo lievemente sul periodo, collocandosi al 2,35 per cento agli inizi di settembre (cfr. figura 23). La modesta dinamica dei tassi di inflazione di pareggio suggerisce pertanto che la recente turbolenza non ha essenzialmente alterato le attese di inflazione degli operatori in merito all'economia dell'area dell'euro.

## STAGIONALITÀ DEI TASSI DI INFLAZIONE DI PAREGGIO

I tassi di inflazione di pareggio derivati dai titoli di Stato indicizzati all'inflazione hanno raggiunto uno status di *benchmark* per misurare le attese di inflazione degli operatori di mercato nell'area dell'euro. Tuttavia, i tassi di inflazione di pareggio non sono una misura diretta delle attese di inflazione ma includono anche, tra l'altro, i premi per il rischio di inflazione. Questo riquadro esamina un'altra "distorsione" nell'utilizzo dei tassi di inflazione di pareggio quali indicatori delle attese degli operatori sulle future tendenze inflazionistiche, derivante dalla stagionalità dello IAPC (al netto dei tabacchi) dell'area dell'euro (l'indice di riferimento standard per i titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area)<sup>1)</sup>.

### Stagionalità dello IAPC (al netto dei tabacchi) dell'area dell'euro e tassi di inflazione di pareggio

Lo IAPC (al netto dei tabacchi) dell'area dell'euro mostra un pronunciato andamento stagionale<sup>2)</sup> (cfr. figura A). In particolare, rispetto alla tendenza del livello dei prezzi sull'intero anno, in gennaio i prezzi al consumo sono in genere più bassi, mentre in maggio tendono a essere elevati. Un'altra caratteristica di rilievo della stagionalità dello IAPC è il graduale incremento della sua importanza nel tempo<sup>3)</sup>.

L'influenza della stagionalità dello IAPC (al netto dei tabacchi) sui tassi di inflazione di pareggio deriva dal fatto che la vita residua dei titoli di Stato indicizzati negoziati si accorcia col tempo. Per lo più, quindi, la vita residua non corrisponde a un numero intero di anni, ma piuttosto a un numero di anni più una frazione di un anno. Il premio per l'inflazione corrispondente a questa frazione residua di un anno può presentare forti variazioni stagionali. Ciò implica altresì che quanto più breve è la scadenza dell'obbligazione, tanto più pronunciato è l'impatto della stagionalità. La relazione tra l'effetto della stagionalità e la scadenza è illustrata nella figura B utilizzando quale esempio il titolo di Stato indicizzato francese con scadenza nel 2012. La figura mostra le distorsioni derivanti dalla stagionalità espresse in punti base<sup>4)</sup>. Nei primi anni dopo l'emissione, la vita residua dell'obbligazione era lunga abbastanza da riuscire ad attenuare efficacemente l'impatto della stagionalità. Tuttavia, con la graduale riduzione della vita residua, l'impatto della stagionalità sui tassi di inflazione di pareggio di questa particolare obbligazione è diventato considerevolmente più forte e aumenterà ulteriormente in futuro. Ad esempio, nel maggio 2011 quando la vita residua dell'obbligazione sarà ridotta a 1,25 anni, a parità di tutte

1) La stagionalità incide in genere sulle obbligazioni legate a indici dei prezzi non destagionalizzati, inclusi tra l'altro i TIPS (*Treasury Inflation-Protected Securities*) statunitensi o i titoli di Stato britannici (*gilts*) indicizzati all'inflazione. Per una trattazione di altri motivi di cautela in relazione ai tassi di inflazione di pareggio, cfr. l'articolo *Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino. Inoltre, va notato che benché la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi utilizzata dalla BCE faccia riferimento allo IAPC complessivo, la necessità di ottemperare alla normativa francese in materia di emissione di strumenti indicizzati ha determinato la scelta dello IAPC dell'area dell'euro esclusi i prezzi dei tabacchi come indice di riferimento. Per il fine pratico di una valutazione delle attese di inflazione a lungo termine, la differenza tra lo IAPC (complessivo) e lo IAPC (al netto dei tabacchi) è trascurabile.

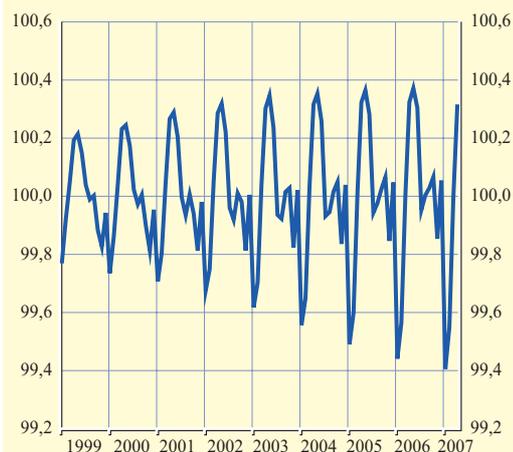
2) I fattori stagionali mostrati nella figura A sono calcolati come il rapporto tra lo IAPC (al netto dei tabacchi) compilato dall'Eurostat e il medesimo indice destagionalizzato compilato dalle BCE. Per maggiori dettagli sul sottostante metodo X-12 ARIMA, cfr. *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, BCE, agosto 2000.

3) Per maggiori dettagli circa gli andamenti stagionali dello IAPC dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 5 *Andamenti stagionali e variabilità dello IAPC dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2004 di questo Bollettino.

4) La figura utilizza l'assunto implicito che la stagionalità resta costante dopo il dicembre 2006.

**Figura A Stagionalità nello IAPC dell'area dell'euro (esclusi i tabacchi)**

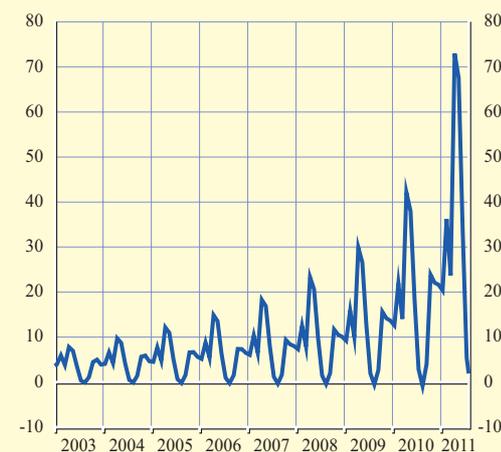
(rapporto indice; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Distorsioni dovute alla stagionalità nel tasso di inflazione di pareggio nel 2012**

(punti base; dati mensili)



Fonte: elaborazioni della BCE.

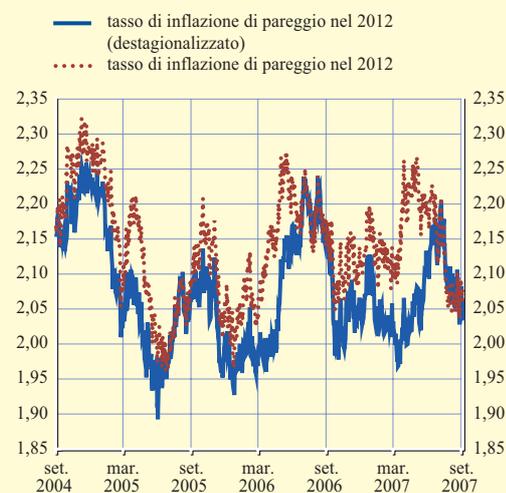
le altre condizioni i tassi di inflazione di pareggio mostreranno attese 70 punti base più elevate rispetto ai dati destagionalizzati.

**La stagionalità dei tassi di inflazione di pareggio può influire sull'interpretazione dell'evoluzione delle attese di inflazione**

La figura C mostra i tassi di inflazione di pareggio desunti dalle obbligazioni indicizzate con scadenza nel 2012 in termini sia destagionalizzati che non destagionalizzati. La figura dimostra che, in certi momenti, gli effetti stagionali tendono a diventare piuttosto importanti per un'adeguata interpretazione dei tassi di inflazione di pareggio quali indicatori delle attese di inflazione e dei premi per il rischio di inflazione. Ad esempio, i tassi di inflazione di pareggio derivati dai titoli con scadenza nel 2012 destagionalizzati e non destagionalizzati hanno evidenziato andamenti piuttosto diversi nei tre mesi tra aprile e luglio 2007. I tassi di inflazione di pareggio non destagionalizzati sono calati leggermente in tale periodo. Tuttavia, tale calo è stato principalmente sospinto dal venire meno del forte incremento stagionale registrato tra febbraio e aprile 2007. Di fatto, i tassi di inflazione di pareggio destagionalizzati sono aumentati gradualmente per tutto

**Figura C Tassi di inflazione di pareggio nel 2012 corretti e non corretti per la stagionalità**

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

l'intero periodo compreso tra febbraio e luglio. Un'altra caratteristica di rilievo che si evince da questa figura è che gli effetti distorsivi della stagionalità di questi particolari tassi di inflazione di pareggio tendono a essere più pronunciati nell'aprile e maggio di ogni anno.

Diversamente dalle destagionalizzazioni standard, la correzione per gli effetti stagionali nei tassi di inflazione di pareggio di norma non è simmetrica, nel senso che le correzioni cumulate non si annullano nell'arco di un anno<sup>5)</sup>. Il fattore di depurazione, che è applicato ai prezzi delle obbligazioni indicizzate al fine di correggere i tassi di inflazione di pareggio dalla stagionalità, è il rapporto tra due fattori stagionali. Il numeratore di tale rapporto cambia giornalmente, mentre il denominatore rispecchia il fattore stagionale corrispondente alla scadenza dell'obbligazione e rimane pertanto fisso<sup>6)</sup>. Ad esempio, nel caso delle obbligazioni francesi indicizzate all'inflazione con scadenza (e pagamento cedole) il 25 luglio, il fattore stagionale alla scadenza è quello corrispondente al 25 aprile per via dello scarto temporale di indicizzazione di tre mesi. Dato che il fattore stagionale di aprile per lo IAPC (al netto dei tabacchi) dell'area dell'euro è maggiore rispetto al fattore stagionale medio, i tassi di inflazione di pareggio destagionalizzati basati sulle obbligazioni francesi saranno inferiori ai tassi non destagionalizzati per la maggior parte dell'anno. L'inverso è invece vero per l'obbligazione tedesca indicizzata all'inflazione con scadenza nel 2016 che è indicizzata al livello dei prezzi di gennaio (stagionalmente basso).

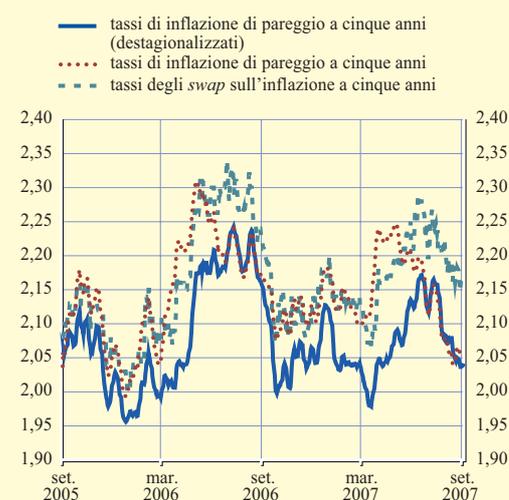
### La raffrontabilità dei tassi di inflazione di pareggio e dei tassi *swap* sull'inflazione

I tassi *swap* sull'inflazione – che in teoria forniscono informazioni simili a quelle dei tassi di inflazione di pareggio – sono quotati per scadenze intere, così che la componente indicizzata all'inflazione di tali contratti è collegata agli aumenti sui dodici mesi dello IAPC (al netto dei tabacchi). I tassi *swap* sull'inflazione sono pertanto generalmente molto meno influenzati dalle variazioni stagionali del livello dei prezzi al consumo. Di conseguenza, un raffronto fra i tassi *swap* sull'inflazione e i tassi di inflazione di pareggio non destagionalizzati desunti da obbligazioni indicizzate all'inflazione è soggetto a effetti di stagionalità.

La figura D illustra l'importanza di destagionalizzare i tassi di inflazione di pareggio a più breve termine in particolare, al fine di derivare messaggi coerenti sulle attese di inflazione (e i connessi premi al rischio) da entrambi i mercati indicizzati all'inflazione. La figura mostra

**Figura D Tassi di inflazione di pareggio basati su titoli a scadenza costante a cinque anni corretti e non corretti per la stagionalità e tassi degli *swap* sull'inflazione**

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

- 5) Ad esempio, si noti che un'obbligazione che paga cedole (e capitale) in un momento dell'anno in cui i prezzi sono stagionalmente alti conterrà attese di inflazione più elevate rispetto alla tendenza dell'inflazione sull'anno (a meno che la sua vita residua corrisponda a un numero di anni intero). Il tasso di inflazione di pareggio non destagionalizzato di tale obbligazione sarà pertanto, in media, più elevato rispetto al corrispondente tasso di inflazione di pareggio destagionalizzato.
- 6) I fattori stagionali giornalieri sono interpolati linearmente da fattori stagionali mensili stimati. Tale interpolazione è del tutto analoga a quella operata tra le pubblicazioni mensili dello IAPC ai fini del calcolo dei tassi giornalieri dell'inflazione maturata sulle obbligazioni indicizzate all'inflazione.

i tassi di inflazione di pareggio a scadenza costante a cinque anni destagionalizzati e non destagionalizzati insieme al tasso *swap* sull'inflazione a cinque anni <sup>7)</sup>. Il tasso di inflazione di pareggio destagionalizzato ha un andamento fortemente in linea con il tasso *swap* sull'inflazione e il differenziale tra i due mostra una sostanziale stabilità nel tempo. Per contro, la stagionalità spesso produce scarti relativamente ampi e volatili – talvolta di segno opposto – tra il tasso di inflazione di pareggio non destagionalizzato e il corrispondente tasso del mercato degli *swap* sull'inflazione.

La distorsione fra i tassi di inflazione di pareggio indotta dalla stagionalità degli indici dei prezzi al consumo implica che, per una valutazione delle attese di inflazione e dei connessi premi desunti dalle obbligazioni indicizzate, è preferibile incentrarsi sui tassi di inflazione di pareggio a termine a più lunga scadenza, che sono influenzati nettamente meno dalla stagionalità, oppure applicare un'opportuna destagionalizzazione. Pertanto, a partire da questo numero del Bollettino la BCE pubblicherà i tassi di inflazione di pareggio destagionalizzati per l'area dell'euro.

7) Per i dettagli sul calcolo dei tassi di inflazione di pareggio a scadenza costante, cfr. il riquadro 3 *Stima dei rendimenti di obbligazioni indicizzate con vita residua costante e dei corrispondenti tassi di inflazione di pareggio per l'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.

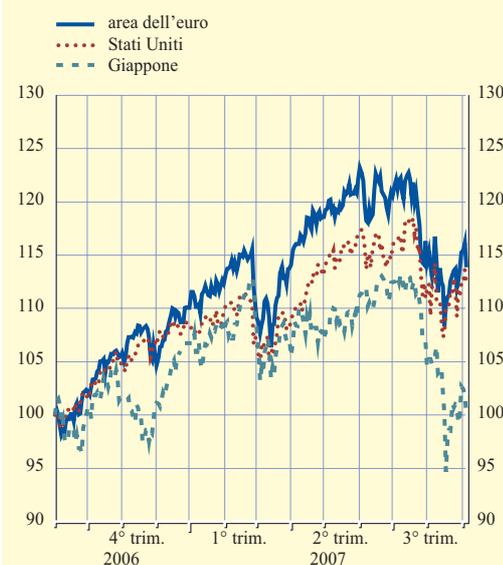
## 2.5 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di maggio e l'inizio di settembre i mercati azionari hanno subito una pronunciata correzione su scala globale poiché tra gli operatori sono aumentate le preoccupazioni in merito ai rischi finanziari associati all'indebitamento del mercato immobiliare statunitense, e ciò ha innescato una più ampia rivalutazione dei rischi creditizi e un incremento dell'avversione al rischio. Nell'area dell'euro gran parte della flessione delle quotazioni azionarie sembra riflettere i premi per il rischio azionario domandati dagli investitori per detenere tale tipologia di attività anziché una revisione delle prospettive di elevati utili attesi per le imprese dell'area. Nel periodo in esame la volatilità implicita è aumentata marcatamente nei principali mercati azionari.

La turbolenza dei mercati finanziari ha esercitato un forte impatto sulle quotazioni azionarie mondiali che sono nel complesso calate marcatamente nella maggior parte delle principali piazze azionarie negli ultimi tre mesi (cfr. figura 24). Nell'area dell'euro i corsi azionari, misurati dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono scesi del 7 per cento tra la fine di maggio e il 5 settembre. Quelli statunitensi, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, hanno altresì terminato il periodo in ribasso, cedendo il 4 per cento. Pertanto, agli inizi di settembre le quotazioni azionarie delle

Figura 24 Indici dei corsi azionari

(indice: 1° settembre 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.

due economie si sono collocate a livelli pressoché analoghi a quelli di inizio anno. In Giappone i corsi azionari, misurati dall'indice Nikkei 225, sono diminuiti di quasi il 10 per cento nel periodo in esame.

L'incertezza di breve periodo nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita ricavata dalle opzioni su azioni, è aumentata nettamente nelle principali piazze per via della turbolenza dei mercati finanziari (cfr. figura 25). Il più elevato grado di incertezza ha coinciso con un improvviso rialzo dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie, in particolare per le imprese a più basso merito di credito, dopo un prolungato periodo in cui i differenziali si erano situati a livelli storicamente bassi. Gli andamenti di questi due indicatori suggeriscono che l'atteggiamento degli investitori nei confronti del rischio è bruscamente mutato durante il periodo in esame. In tale contesto, i premi per il rischio azionario sono con molta probabilità aumentati sostanzialmente negli ultimi mesi, causando quindi in ampia misura i cali osservati nelle quotazioni azionarie.

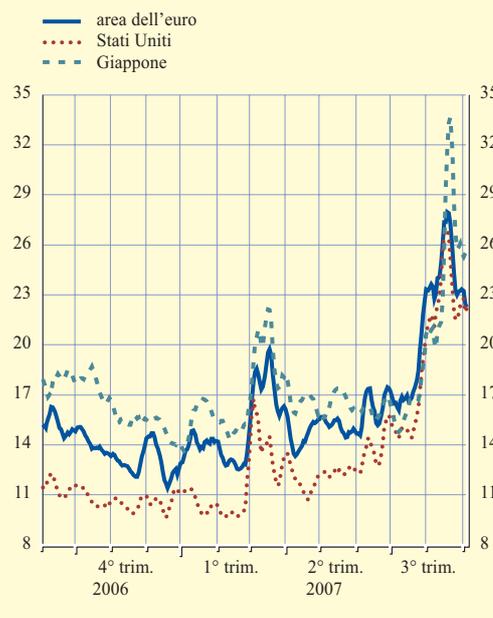
Negli Stati Uniti la recente flessione dei corsi azionari è stata più pronunciata rispetto alle due brevi ondate di vendite registratesi rispettivamente tra febbraio e marzo e a giugno di quest'anno.

Analogamente a quanto successo durante il primo di tali episodi, l'attuale turbolenza dei mercati finanziari è stata nuovamente causata da problemi nel comparto statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria (cfr. sezione 2.4). Questa volta, tuttavia, è divenuto chiaro che le esposizioni a tale segmento di mercato avrebbero fatto subire, alle istituzioni finanziarie in particolare, perdite maggiori di quanto originariamente anticipato, mentre è rimasto un notevole livello di incertezza in merito alla finale entità e distribuzione di tali perdite, in parte per via della natura poco trasparente dei veicoli di norma utilizzati per investire in titoli assistiti da garanzie ipotecarie di qualità non primaria. Il conseguente generale aumento dell'avversione al rischio e dei premi per il rischio azionario si è ripercosso su tutti i settori dei mercati azionari, nonché sulle piazze estere, e le quotazioni del settore finanziario statunitense hanno subito le flessioni più pronunciate (del 12 per cento tra la fine di maggio e il 5 settembre).

Nel contempo, le prospettive degli utili sia effettivi che attesi delle imprese statunitensi sono rimaste elevate e, insieme ai ridotti rendimenti obbligazionari, hanno probabilmente concorso ad attenuare il calo complessivo delle quotazioni azionarie statunitensi durante il periodo in esame. Gli utili per azione delle società comprese nell'indice Standard & Poor's 500 sono cresciuti dell'11 per cento nel periodo di dodici mesi fino ad agosto, con un ribasso del 2 per cento rispetto al tasso di crescita sui dodici mesi di maggio (cfr. figura 26). In agosto anche le attese degli analisti sulla crescita degli utili per azione nei dodici mesi successivi si sono collocate all'11 per cento, pari a quasi 2 punti percentuali in più rispetto a maggio, il che potrebbe indicare che al momento dell'indagine

**Figura 25 Volatilità implicita dei mercati azionari**

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



Fonte: Bloomberg.

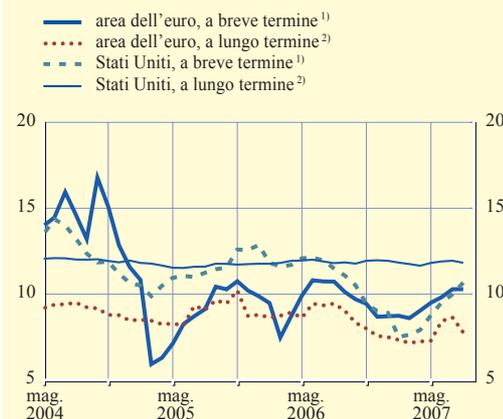
Nota: la serie della volatilità implicita riflette la deviazione standard attesa di variazioni percentuali dei prezzi delle azioni per un periodo fino a tre mesi, come implicito nei prezzi delle opzioni su indici azionari. Gli indici azionari a cui si riferiscono le volatilità implicite sono il Dow Jones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

gli analisti presumevano ancora che l'economia avrebbe nel complesso mostrato una buona tenuta alla turbolenza finanziaria<sup>3)</sup>.

Rispecchiando la tendenza dei mercati globali, le quotazioni azionarie sono calate marcatamente anche nell'area dell'euro negli ultimi tre mesi. I prezzi delle azioni dell'area hanno subito intense pressioni quando è divenuto chiaro che non solo gli investitori statunitensi, ma anche le istituzioni finanziarie dell'area avevano forti esposizioni a investimenti nel comparto dei mutui statunitensi di qualità non primaria. La conseguente generale incertezza e avversione al rischio ha indotto gli investitori a domandare premi per il rischio azionario più elevati per i titoli dell'area dell'euro. A metà agosto l'indice Dow Jones Euro Stoxx aveva perso circa l'8 per cento rispetto alla fine di maggio. Successivamente, l'indice è riuscito a recuperare parte delle perdite, malgrado il perdurante alto livello d'incertezza sui mercati azionari.

**Figura 26 Crescita attesa degli utili per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro**

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



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: per l'area dell'euro, indice Dow Jones Euro Stoxx; per gli Stati Uniti, indice Standard & Poor's 500.

1) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte di dodici mesi (variazioni sui dodici mesi).

2) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte da tre a cinque anni (variazioni sui dodici mesi).

Gli utili sia effettivi sia attesi delle società quotate nell'area dell'euro sono rimasti su livelli sostenuti, attenuando il calo dei corsi azionari. In agosto gli utili unitari effettivi delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx hanno continuato a salire a un tasso annuo piuttosto elevato del 16 per cento, solo lievemente inferiore a quello di maggio. Nello stesso mese, le attese degli analisti sulla crescita degli utili si sono situate a un tasso prossimo al 10 per cento per i successivi dodici mesi e dell'8 per cento circa per un orizzonte di tre-cinque anni. In entrambi i casi tali dati implicano una lieve revisione al rialzo della crescita degli utili attesa rispetto a tre mesi prima. Ciò indica a sua volta che, malgrado la turbolenza finanziaria, gli analisti prevedono ancora che, su base aggregata, le società quotate nell'area dell'euro registreranno tassi di crescita degli utili molto elevati nei prossimi anni, nettamente superiori al tasso di crescita nominale atteso dell'economia. Questa persistente differenziazione potrebbe essere in parte riconducibile alla perdurante vigorosa dinamica dell'economia mondiale, che tende a privilegiare le multinazionali (cfr. riquadro 5). In aggiunta, agendo come favorevole effetto di sconto, il calo dei rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro su tutte le scadenze ha probabilmente altresì concorso ad attenuare la complessiva flessione delle quotazioni azionarie.

Per quanto riguarda l'andamento degli indici settoriali nell'area dell'euro, la maggior parte dei settori economici ha registrato cali delle quotazioni relativamente pronunciati nel periodo in esame (cfr. tavola 3). Tra i settori che negli ultimi tre mesi hanno registrato risultati inferiori a quelli dell'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx figurano la finanza e la sanità, con cali intorno all'11 per cento in entrambi i casi tra la fine di maggio e inizio settembre. Come negli Stati Uniti, i bassi rendimenti del comparto finanziario rispecchiano il fatto che la turbolenza del mercato creditizio ha esercitato un impatto avverso sulle percezioni degli operatori circa la solidità delle istituzioni finan-

3) I dati sugli utili per azione effettivi e attesi sono forniti dall'Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S) di Thomson Financial.

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

(variazioni dei prezzi in percentuale di fine periodo)

	Materie prime	Servizi di con- sumo	Beni di con- sumo	Petrolio e gas naturale	Finan- ziari	Servizi sanitari	Indu- striali	Alta tecno- logia	Tele- comu- nicazioni	Servizi di pubblicità	Euro Stoxx
<b>Quota del settore nella capitalizzazione del mercato</b> (dati di fine periodo)	6,9	6,2	12,1	6,6	32,2	2,9	11,8	5,5	6,3	9,4	100,0
<b>Variazioni dei prezzi</b> (dati di fine periodo)											
2006 2° trimestre	-1,2	-3,0	-7,5	-3,9	-7,1	-2,1	-5,4	-9,7	-5,8	-2,4	-5,6
3° trimestre	8,7	7,8	8,8	0,6	10,5	-2,2	4,4	-0,4	6,0	11,9	7,4
4° trimestre	12,4	4,7	7,3	7,8	6,1	-0,2	11,7	3,3	11,8	9,4	7,5
2007 1° trimestre	10,1	7,5	9,5	-2,5	1,9	-3,1	7,7	-0,3	-2,4	2,1	3,4
2° trimestre	12,6	0,9	8,8	13,4	1,6	-1,5	12,1	13,7	2,4	9,4	6,3
luglio	-3,0	-3,0	-2,8	-3,2	-4,5	-1,0	-6,4	-1,5	-1,8	-4,5	-3,8
agosto	1,0	-0,5	-1,3	-3,7	-3,2	-1,0	-2,7	4,7	5,9	3,2	-0,9
31 maggio - 5 settembre	0,3	-8,1	-3,8	-2,8	-11,4	-11,7	-9,0	5,6	-1,4	-5,9	-6,8

Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

ziarie nell'area dell'euro, in molte delle quali si sono riscontrate esposizioni relativamente cospicue nei confronti di attività connesse ai rischiosi mutui statunitensi di qualità non primaria.

#### Riquadro 5

### LA RELAZIONE FRA LA CRESCITA DEGLI UTILI DELLE SOCIETÀ QUOTATE E L'ESPANSIONE DEL PRODOTTO NELL'INSIEME DELL'ECONOMIA

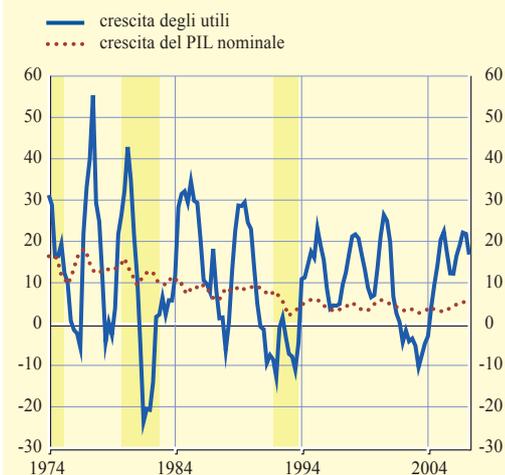
Fino alle recenti turbolenze, le quotazioni azionarie avevano seguito una generale tendenza al rialzo in gran parte dei mercati principali, dopo il minimo raggiunto nel 2003. In questo periodo, la determinante principale del clima positivo nei mercati azionari è stata la redditività molto elevata delle imprese di dimensioni maggiori tipicamente incluse negli indici azionari di riferimento. In effetti, dal 2003 gli utili realizzati dalle società quotate nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno superato di gran lunga i tassi di crescita dei rispettivi settori economici associati tra l'altro a una notevole progressione della quota dei profitti sul PIL. Considerato che su un orizzonte temporale più esteso gli utili societari e l'attività economica aggregata dovrebbero mostrare profili evolutivi sostanzialmente analoghi, alcuni analisti hanno richiamato l'attenzione sul fatto che la recente differenziazione delle loro dinamiche potrebbe non essere sostenibile. Questo riquadro esamina empiricamente la relazione fra la crescita nominale degli utili delle società quotate e quella, su intervalli temporali relativamente lunghi, dell'area dell'euro e degli Stati Uniti. Mostra inoltre che la diversità dei principi contabili adottati e le misure specifiche alle singole imprese possono determinare deviazioni di breve e di lungo periodo fra le due misure.

Le fonti dei proventi delle società quotate rispecchiano, in una certa misura, la composizione del PIL<sup>1)</sup>. In primo luogo, i consumi nazionali delle famiglie e del settore pubblico costituiscono la base del reddito di numerose aziende. In secondo luogo, alcuni utili societari derivano dalla pro-

1) Gli utili societari possono essere misurati direttamente dalla contabilità nazionale. Il margine operativo lordo è la *proxy* più corrente per misurare gli utili nell'economia in termini assoluti. Il margine operativo lordo è calcolato sottraendo al PIL i redditi da lavoro dipendente e le imposte sulla produzione (al netto dei contributi alla produzione). Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *La misurazione e l'analisi della dinamica dei profitti nell'area dell'euro* nel numero di gennaio 2004 di questo Bollettino.

**Figura A Crescita degli utili e del PIL  
nominale per l'area dell'euro**

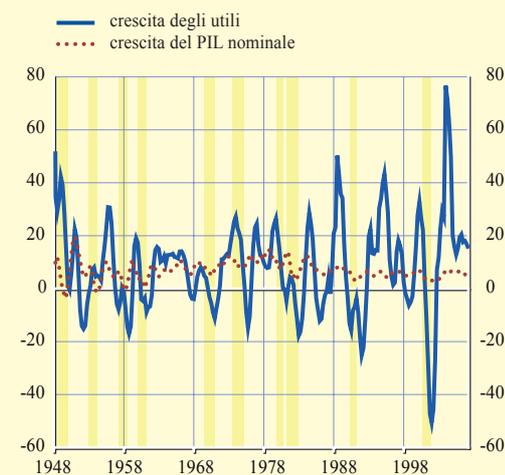
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le aree ombreggiate rappresentano i periodi di recessione come definiti dal Centre for Economic Policy Research.

**Figura B Crescita degli utili e del PIL  
nominale per gli Stati Uniti**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of St. Louis, *homepage* di Robert Shiller (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/>), Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: fino al quarto trimestre del 2006 si utilizzano gli utili contenuti nel *dataset* di Robert Shiller. Per il primo trimestre 2007 si utilizzano gli utili calcolati sull'indice per l'intero mercato di Thomson Financial Datastream. Le aree ombreggiate rappresentano i periodi di recessione come definiti dal National Bureau of Economic Research.

duzione e dalla vendita di beni di investimento<sup>2)</sup>. In terzo luogo, dati la crescente globalizzazione e il fatto che molte grandi imprese sono multinazionali, gli utili di queste ultime dipendono in misura notevole anche dal reddito generato all'estero. Questo, a sua volta, è in parte ricompreso nel PIL alla voce esportazioni nette. Considerate queste caratteristiche comuni, è possibile attendersi che gli utili societari e il PIL seguano andamenti di crescita analoghi nel lungo periodo. Per esaminare la portata di questa relazione, le figure A e B illustrano i tassi di crescita nominali annui degli utili e del PIL per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti su intervalli temporali estesi.

Le figure rivelano tre elementi interessanti. In primo luogo, nei periodi campione sia la crescita nominale degli utili che quella del PIL nelle due economie paiono oscillare intorno a un tasso tendenziale di lungo periodo<sup>3)</sup>. In secondo luogo, negli Stati Uniti come nell'area dell'euro, gli utili delle società quotate hanno segnato una brusca flessione durante le recessioni che hanno colpito le rispettive economie, anche se i profili di crescita degli utili mostrano una volatilità molto maggiore rispetto alle fluttuazioni dei tassi di variazione del PIL. In terzo luogo, l'entità dei differenziali positivi osservati negli ultimi anni fra la crescita degli utili e quella del PIL nelle due regioni non appare insolita rispetto ai valori storici.

Una serie di ragioni spiega perché le due misure possono crescere a tassi diversi per periodi prolungati. La prima è che nella maggior parte dei casi il gruppo di società compreso negli indici

2) Cfr. Lequiller F. e D. Blades (2006), *Understanding National Accounts*, OCSE.

3) Nel periodo campione 1974-2005, i tassi di crescita nominali medi per il PIL e per gli utili nell'area dell'euro sono pari all'8 e al 10 per cento, rispettivamente. Nel periodo campione 1948-2006 i corrispondenti tassi per gli Stati Uniti sono del 7 e dell'8,5 per cento rispettivamente.

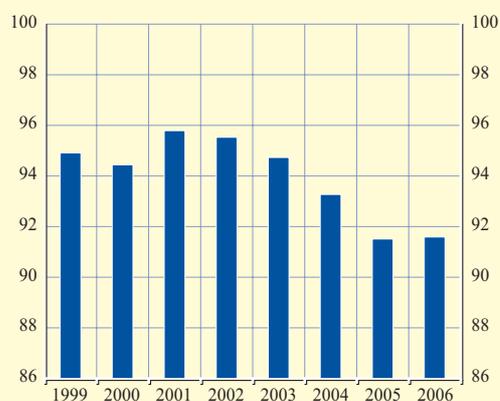
azionari non resta costante nel tempo. I requisiti fondamentali per l'inclusione di una società in un indice si basano solitamente sulla sua capitalizzazione di mercato (calcolata moltiplicando la quotazione del titolo per il numero di azioni in essere). Periodicamente, pertanto, gli indici azionari vengono aggiornati dai rispettivi gestori così da includere unicamente le società maggiori in termini di capitalizzazione di mercato. Ciò tuttavia determina una distorsione verso l'alto degli utili aggregati calcolati per gli indici, poiché questi includeranno soltanto le società abbastanza "forti" per sopravvivere. La misura del PIL, per contro, non risente di tale distorsione poiché rappresenta i risultati dell'insieme dell'economia.

La seconda ragione è legata ai processi di ristrutturazione societaria intrapresi nei primi anni del decennio, dopo il crollo che ha seguito la fortissima espansione del settore delle tecnologie dell'informazione. È infatti probabile che le misure di riduzione dei costi adottate, come la soppressione di posti di lavoro e gli sforzi tesi a ridurre l'eccesso di capacità produttiva e il livello delle scorte, abbiano svolto un ruolo importante nella differenziazione delle dinamiche di crescita degli utili delle società quotate e del PIL osservata di recente nelle due regioni in esame. Tuttavia, poiché per loro stessa natura queste misure *una tantum* hanno un effetto di stimolo temporaneo, il loro impatto sugli utili dovrebbe essere relativamente limitato nel tempo. A indicazione del miglioramento dell'efficienza di costo in quegli anni, il rapporto fra i costi operativi e le vendite delle imprese dell'area dell'euro è diminuito a un ritmo relativamente sostenuto fra il 2001 e il 2005 (cfr. figura C).

Una terza spiegazione sta nel fatto che nelle economie più mature le imprese hanno assunto una dimensione sempre più multinazionale e ciò potrebbe rendere meno distinguibile la relazione fra utili e PIL. A riguardo, importa rilevare che la misura del PIL segue il principio di contabilità nazionale: in essa viene incluso solo l'utile operativo delle imprese che svolgono la loro attività all'interno del proprio territorio nazionale e non anche il profitto delle filiazioni estere delle multinazionali. D'altra parte, i dati stimati sulla scomposizione geografica degli utili delle prin-

**Figura C Quota delle spese operative sulle vendite nette per le società quotate dell'area dell'euro**

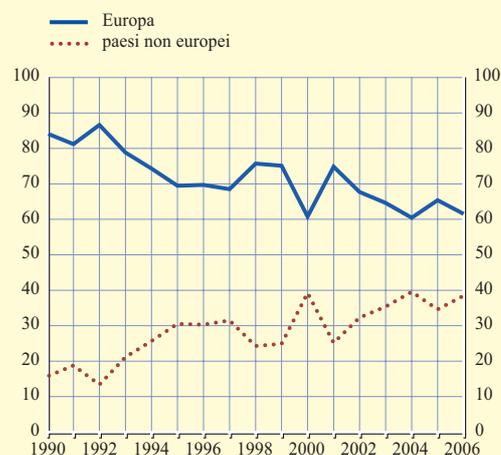
(dati annuali)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i calcoli sono basati su dati annuali aggregati di bilancio delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro.

**Figura D Reddito delle società dell'area dell'euro generato all'interno e all'esterno dell'Europa**

(in valori percentuali; dati annuali)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati per il reddito operativo per le società dell'indice Euro Stoxx 50 sono distinti in base alla segmentazione geografica fornita da Thomson Financial Datastream.

Le principali società quotate dell'area dell'euro mostrano che l'incidenza degli utili generati all'estero è aumentata negli ultimi quindici anni circa. A conferma di questa valutazione, nel 2006 la quota dell'utile operativo generato al di fuori dei paesi europei sui ricavi totali delle principali società quotate dell'area dell'euro ha approssimato il 40 per cento, contro il 15 per cento degli inizi degli anni novanta (cfr. figura D). È quindi probabile che la dinamica di crescita particolarmente vigorosa di alcune aree diverse dall'Europa (America e paesi asiatici escluso il Giappone, India e America latina) abbia contribuito al ritmo più elevato di espansione degli utili delle società quotate dell'area dell'euro rispetto a quello del PIL dell'area<sup>4)</sup>.

In conclusione, la crescita degli utili aggregati delle società quotate e quella del PIL tendono a mostrare profili analoghi se considerate su orizzonti temporali più estesi. Poiché i cicli di crescita degli utili mostrano regolarmente fluttuazioni molto più ampie rispetto a quelli del PIL, l'ampiezza dei notevoli differenziali a favore della crescita degli utili osservati di recente sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti non pare inusuale. Per quanto riguarda più specificamente l'area dell'euro, sebbene sia atteso un rallentamento degli utili rispetto agli elevati tassi di incremento a due cifre osservati negli ultimi anni, è anche probabile che la loro crescita continui a un ritmo più sostenuto rispetto a quella del PIL, almeno nel breve termine, in particolare di riflesso alla vigorosa dinamica dei ricavi esteri riconducibile al quadro di sostenuta espansione economica a livello internazionale.

4) Analogamente, le stime effettuate dal centro studi Bruegel indicano che, per le 100 principali società quotate in Europa, il mercato domestico è rappresentato sempre più dall'Europa nel suo complesso, anziché dai singoli paesi che la compongono. Sul totale dei ricavi delle società, la quota ascrivibile all'area in cui queste hanno la sede principale è diminuita da circa il 50 per cento nel 1997 a circa il 37 per cento nel 2005. Cfr. Verón Nicolas, *Farewell national champions*, Bruegel Policy Brief n. 2006/04.

## 2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

*Nel secondo trimestre del 2007 le condizioni di finanziamento del settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro sono rimaste favorevoli e la redditività si è mantenuta elevata. Nonostante gli aumenti del costo reale del finanziamento esterno, le società non finanziarie hanno continuato a fare ampio ricorso al finanziamento tramite debito, principalmente sotto forma di prestiti delle IFM. Di conseguenza, il rapporto fra indebitamento del settore e PIL si è ulteriormente innalzato nel periodo in rassegna. Resta da vedere in che misura i recenti andamenti dei mercati finanziari potranno avere in futuro un impatto durevole sulle condizioni di finanziamento del settore societario dell'area.*

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo di diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze in essere (corrette per gli effetti di valutazione), è gradualmente aumentato nel secondo trimestre (cfr. figura 27), pur rimanendo inferiore ai livelli raggiunti nella precedente fase di espansione<sup>4)</sup>. Il costo in termini reali dei prestiti bancari ha continuato ad aumentare, in linea con gli incrementi dei tassi di mercato e del costo del finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito sul mercato. Il costo in termini reali del capitale di rischio per le società non finanziarie quotate è aumentato nel secondo trimestre, in larga misura di riflesso al calo dei corsi azionari nello stesso periodo. Più di recente, in luglio e agosto, anche le oscillazioni dei mercati finanziari sono state associate a un in-

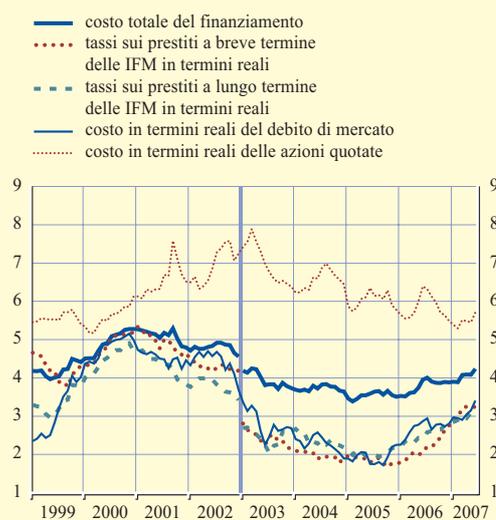
4) Per una descrizione dettagliata di come viene misurato il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 4 nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino.

cremento del costo del finanziamento tramite il mercato, nonostante la flessione dei tassi a lungo termine. Nel complesso, le recenti turbolenze nei mercati del credito hanno rafforzato finora la tendenza a un inasprimento delle condizioni di finanziamento iniziata nel dicembre 2005.

Il costo reale dei prestiti bancari è ulteriormente aumentato nel secondo trimestre, mantenendo l'andamento osservato nei trimestri precedenti. Gli incrementi osservati nei tassi di interesse bancari sono stati, nel complesso, lievemente inferiori alle variazioni osservate nei tassi di mercato per periodi corrispondenti di determinazione del tasso, rispecchiando le recenti evoluzioni dell'inclinazione della curva dei rendimenti (cfr. anche la sezione 2.4). In particolare, i tassi di interesse sui prestiti a breve termine delle IFM a società non finanziarie con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono aumentati di circa 20 punti base fra marzo e giugno, segnando un incremento lievemente inferiore a quello osservato nei tassi di mercato monetario nello stesso periodo (cfr. tavola 4). Dal settembre 2005, quando i tassi di interesse hanno cominciato a salire, i tassi sui

**Figura 27 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno)



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

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

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

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

							Variazione in punti base fino a luglio 2007 <sup>2)</sup>		
	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 giu.	2007 lug.	2007 gen.	2007 apr.	2007 giu.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,52	5,76	5,90	6,12	6,18	6,31	41	18	13
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,58	4,91	5,16	5,37	5,53	5,59	43	22	6
	4,45	4,60	4,65	4,86	5,00	5,08	44	23	9
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,85	4,23	4,46	4,70	4,88	4,90	44	20	2
	4,48	4,46	4,71	4,88	5,17	5,18	46	30	1
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	3,10	3,50	3,75	3,98	4,15	4,22	46	24	7
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	3,58	3,69	3,94	4,11	4,45	4,48	54	37	3
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,84	3,77	4,02	4,15	4,57	4,55	54	40	-2

Fonte: BCE.

1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati sono ottenuti usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro 3 *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

2) Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

prestiti a breve termine a società non finanziarie hanno registrato incrementi compresi fra i 170 e i 190 punti base, riflettendo quindi sostanzialmente l'aumento di circa 200 punti base del corrispondente tasso di mercato monetario a tre mesi. Al contrario, nel secondo trimestre i tassi su prestiti a lungo termine a società non finanziarie hanno registrato incrementi compresi solo fra i 15 e i 31 punti base circa, mentre i corrispondenti tassi di interesse di mercato a lungo termine sono aumentati di 63 punti base. Fra settembre 2005 e giugno 2007 i tassi di interesse sui prestiti delle IFM a società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni hanno registrato incrementi compresi fra i 90 e i 130 punti base circa, a fronte di un incremento di 150 punti base del rendimento dei titoli di Stato quinquennali.

Nel complesso, i differenziali sui prestiti a breve termine a società non finanziarie si sono dapprima ridotti per poi ampliarsi lievemente nel secondo trimestre, terminando il periodo all'incirca allo stesso livello di fine marzo, mentre i differenziali sui prestiti a lungo termine sono rimasti lievemente inferiori ai livelli toccati nel primo trimestre. Sebbene per le scadenze più lunghe vi siano segni di una trasmissione ritardata e forse incompleta dei tassi di interesse di mercato ai tassi sui prestiti, la trasmissione dei tassi di interesse bancari nell'attuale periodo di progressiva rimozione dell'orientamento accomodante di politica monetaria sembra essere sostanzialmente simile a quella osservata nei precedenti episodi.

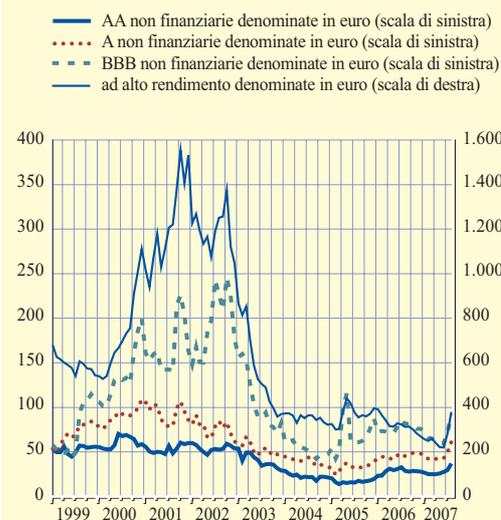
In considerazione dei recenti eventi nei mercati finanziari e di un generale riesame dei rischi, non si può escludere un impatto negativo sulle condizioni del credito bancario e sull'accesso al credito da parte del settore privato non finanziario nel breve e medio termine. Stando ai dati preliminari sul mercato pubblicati da Dealogic Loanware, i margini sui prestiti sindacati sono significativamente aumentati in luglio e agosto, per toccare il livello più alto degli ultimi due anni, mentre il numero delle transazioni completate relative a prestiti sindacati è significativamente diminuito in agosto, suggerendo che le banche potrebbero adottare criteri più restrittivi sia nel determinare il prezzo dei servizi offerti sia, soprattutto, nel concedere prestiti. Secondo i risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario, che copre il secondo trimestre ovvero un periodo precedente all'insorgere della turbolenza dei mercati finanziari, le banche hanno continuato a indicare un complessivo allentamento dei criteri di concessione del credito. Tuttavia, le attese riportate per il terzo trimestre già suggerivano che le banche avrebbero probabilmente inasprito tali criteri, di riflesso all'insorgere allora di timori circa le condizioni dei mercati mondiali del credito.

Quanto agli andamenti del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato, nel secondo trimestre il costo reale di questa forma di finanziamento delle società non finanziarie ha continuato a crescere, raggiungendo livelli osservati da ultimo agli inizi del 2003. Nel contempo i differenziali sulle obbligazioni societarie sono rimasti sostanzialmente invariati nell'insieme del secondo trimestre (cfr. figura 28). Con l'estendersi delle turbolenze finanziarie, i differenziali di credito si sono ampliati per una serie di strumenti finanziari, in luglio e agosto soprattutto per i titoli emessi da intermediari finanziari e per i prestiti a società con più basso merito di credito, seppur rimanendo ben al di sotto dei picchi osservati negli anni precedenti, in particolare nel 2002.

Il costo in termini reali del capitale di rischio per le società non finanziarie è sceso all'inizio del secondo trimestre, ma è aumentato in giugno e nuovamente in luglio e agosto, portandosi su un livello corrispondente a quello osservato alla fine del terzo trimestre del 2006. Tali andamenti rispecchiano in larga misura le oscillazioni delle quotazioni azionarie, accompagnate nel periodo da crescenti volatilità implicite nei prezzi. Di conseguenza, sebbene il costo reale del capitale di rischio sia rimasto significativamente superiore a quello del finanziamento tramite debito, il divario fra i due si è ristretto lievemente nel periodo in esame.

**Figura 28 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie delle società non finanziarie**

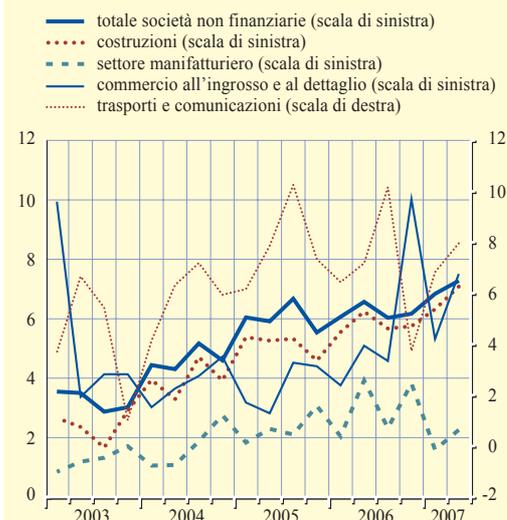
(punti base; medie mensili)



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

**Figura 29 Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro**

(rapporto fra reddito netto e vendite; dati trimestrali)



Fonti: Thomson Datastream ed elaborazioni della BCE.

## FLUSSI FINANZIARI

Sulla base dei dati di bilancio aggregati delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro, la redditività delle società non finanziarie dell'area, misurata dal reddito netto rapportato alle vendite nette, ha continuato ad aumentare nel secondo trimestre. Questo aumento complessivo rispecchia una forte redditività nel settore manifatturiero, nonché consistenti incrementi nei comparti dei trasporti e delle comunicazioni, mentre l'indice di profitto del settore delle costruzioni ha recuperato terreno dal decremento del primo trimestre. Gli indici di profitto dei comparti del commercio all'ingrosso e al dettaglio sono rimasti inferiori alla media del complesso del settore delle società non finanziarie (cfr. figura 29).

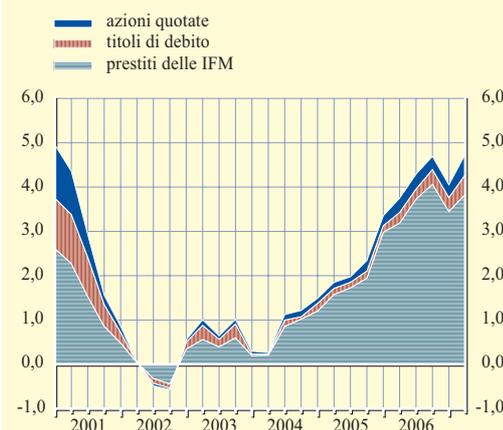
Le misure di redditività basate sui mercati azionari, quali la crescita effettiva e attesa degli utili per azione delle imprese, che comprendono dati fino ad agosto, indicano che la crescita della redditività delle grandi società quotate ha mostrato una relativa capacità di tenuta alle recenti turbolenze finanziarie (cfr. figura 26). Gli utili effettivi per azione sono rimasti sostanzialmente invariati su un livello elevato nel secondo trimestre e, dopo essere diminuiti in luglio, hanno nuovamente riguadagnato terreno alla fine di agosto. Nel più lungo termine si prevede una lieve flessione dell'incremento degli utili, il che potrebbe indicare un certo grado di normalizzazione dopo la dinamica particolarmente vigorosa degli ultimi anni.

Oltre al ricorso agli abbondanti fondi interni disponibili, le società non finanziarie hanno continuato a fare massiccio uso di finanziamento esterno nel secondo trimestre (cfr. figura 30). In termini reali il tasso di crescita sul periodo corrispondente del finanziamento esterno di tali società è aumentato dal 4,1 al 4,8 per cento nel periodo in esame, per effetto principalmente di un aumento dei prestiti delle IFM, mentre i contributi dei titoli di debito e delle azioni quotate emesse da società non finanziarie sono rimasti modesti, sebbene in lieve aumento.

Dopo essersi ridotto agli inizi del 2007, il tasso di crescita sul corrispondente periodo dei prestiti delle IFM a società non finanziarie è aumentato di nuovo, toccando il 13,3 per cento alla fine del secondo trimestre (cfr. tavola 5). In luglio ha continuato ad aumentare collocandosi al 13,6 per cento, il livello più elevato dal gennaio 2000. Ciò ha rispecchiato un incremento della variazione sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie sulle brevi e medie scadenze. In particolare, il tasso di incremento dei prestiti a breve termine è aumentato nel secondo trimestre (rispetto a quello precedente), per collocarsi all'11,3 per cento in giugno e toccare successivamente l'11,5 per cento in luglio, mentre quello dei prestiti delle IFM a lungo termine (con scadenza superiore a cinque anni) è rimasto invariato al 12,1 per cento nel secondo trimestre per poi aumentare in luglio al 12,8 per cento.

**Figura 30 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Nota: il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente è definito come la differenza fra il tasso di crescita sul periodo corrispondente del valore corrente e il tasso di crescita del deflatore del PIL.

Il tasso di espansione sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi da società non finanziarie, rimasto più modesto rispetto a quello dei prestiti, è salito nel secondo trimestre portandosi

**Tavola 5 Finanziamento delle società non finanziarie**

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 lug.
<b>Prestiti delle IFM</b>	<b>11,4</b>	<b>12,8</b>	<b>13,1</b>	<b>12,6</b>	<b>13,3</b>	<b>13,6</b>
fino a un anno	8,0	10,3	9,7	9,9	11,3	11,5
da uno a cinque anni	17,4	20,4	20,8	18,7	19,8	19,3
oltre cinque anni	11,4	11,6	12,5	12,1	12,1	12,8
<b>Emissioni di obbligazioni</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>8,8</b>	-
a breve termine	-4,5	-3,3	3,7	7,9	18,6	-
a lungo termine, di cui: <sup>1)</sup>	6,4	5,7	6,4	6,2	7,0	-
a tasso fisso	1,3	1,5	3,1	4,3	5,0	-
a tasso variabile	30,9	27,9	25,3	20,3	18,8	-
<b>Emissioni di azioni quotate</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	-
<b>Per memoria <sup>2)</sup></b>						
Finanziamento totale	6,4	6,1	6,4	5,1	3,2	-
Prestiti a società non finanziarie	10,2	10,7	10,9	8,3	4,8	-
Riserve tecniche di assicurazione <sup>3)</sup>	4,0	3,9	3,9	2,9	2,0	-

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

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

3) Includere le riserve dei fondi pensione.

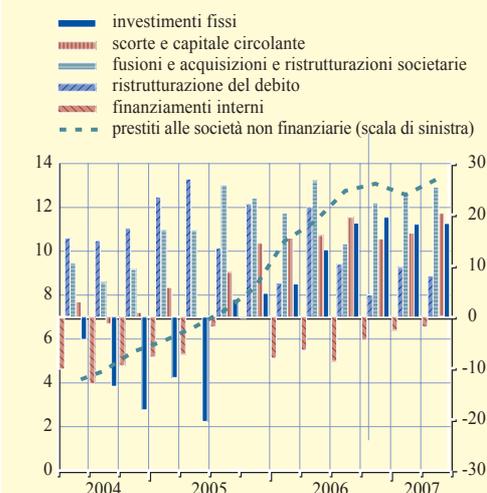
all'8,8 per cento in giugno, rispetto al 6,5 di marzo. Questo forte incremento è riconducibile principalmente all'emissione di titoli di debito a breve termine, il cui tasso di variazione è più che raddoppiato fra il primo e il secondo trimestre, e all'emissione di titoli di debito a lungo termine che è rimasta robusta, in particolare per quelli a tasso variabile. Nel secondo trimestre il tasso di incremento dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie, comprese le società veicolo (*special-purpose vehicles*), è rimasto vigoroso, toccando il 27,4 per cento circa in giugno, in calo dal 29,7 di marzo. Parte di questa attività di emissione può essere connessa a veicoli finanziari creati direttamente da più grandi società non finanziarie. La maggioranza, tuttavia, è probabilmente collegata sia alle attività di cartolarizzazione di banche e fondi di *private equity* sia ad attività fuori bilancio delle banche.

Il tasso di variazione delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è lievemente aumentato all'1,3 per cento alla fine del secondo trimestre, per effetto di una più sostenuta emissione lorda. Il protrarsi di una modesta crescita dell'emissione di titoli azionari è stato probabilmente connesso al costo ancora elevato dell'emissione di tali titoli nonché al livello elevato di attività di riacquisto di azioni proprie, al vigore della redditività delle imprese e al gran numero di imprese tolte dal listino, soprattutto tramite operazioni di *leveraged buyout*. Sulla base dei conti trimestrali di settore disponibili per l'area dell'euro, nel primo trimestre il tasso di crescita delle azioni non quotate (che rappresentano poco più del 60 per cento delle consistenze di capitale di rischio, a esclusione dei fondi comuni) è stato pari al 2,5 per cento.

La vigorosa dinamica degli utili e la forte crescita dei prestiti negli anni recenti hanno fornito alle società non finanziarie abbondante disponibilità di fondi da destinare ad attività sia finanziarie sia non finanziarie. Nell'indagine di luglio sul credito bancario le banche hanno segnalato che la domanda

**Figura 31 Crescita dei prestiti e fattori che hanno contribuito alla domanda di prestiti delle società non finanziarie**

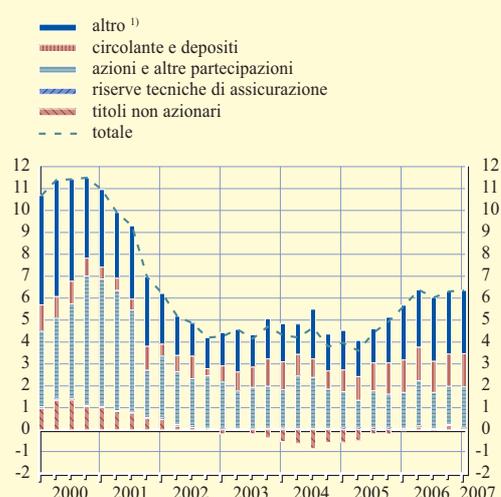
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e valori percentuali, rispettivamente)



Fonte: BCE.  
Nota: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inaspimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento; cfr. anche l'indagine sul credito bancario di giugno 2007.

**Figura 32 Investimenti finanziari delle società non finanziarie**

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



Fonte: BCE.  
1) Comprende prestiti, altri conti attivi e prodotti finanziari derivati.

percepita di prestiti alle imprese è stata di fatto sospinta sempre più da attività di fusione e acquisizione e di ristrutturazione aziendale, nonché dalla necessità di finanziarie investimenti fissi, scorte e capitale circolante (cfr. figura 31). Inoltre, secondo i nuovi conti integrati trimestrali di settore dell'area dell'euro il tasso di incremento sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali delle società non finanziarie nell'area è rimasto sostanzialmente invariato al 6,4 per cento nel primo trimestre (cfr. figura 32 e sezione 2.2), ma su livelli relativamente elevati. Nello stesso periodo le principali determinanti della dinamica complessiva degli investimenti finanziari del settore delle società non finanziarie sono state gli investimenti in azioni e altre partecipazioni, seguiti da quelli in prestiti (ivi compresi i prestiti intersocietari) e altri crediti a breve termine nonché quelli in circolante e depositi.

### POSIZIONE FINANZIARIA

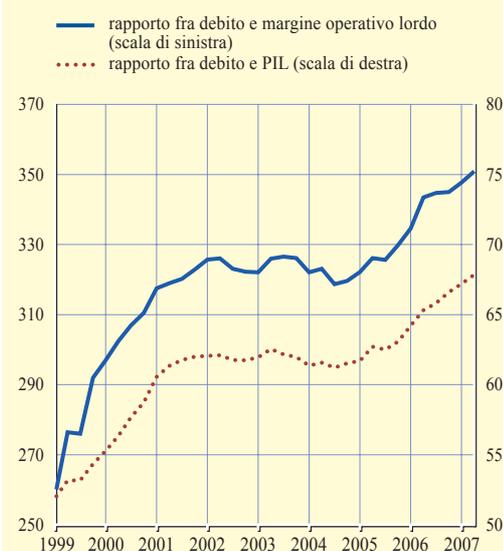
Il considerevole ricorso al finanziamento tramite debito da parte delle società non finanziarie nell'area dell'euro ha determinato un ulteriore incremento del rapporto fra debito complessivo del settore e PIL, salito al 68 per cento nel secondo trimestre (cfr. figura 33) in base ai conti trimestrali di settore disponibili per l'area dell'euro. Facendo seguito a un periodo di risanamento, dalla metà del 2005 l'indebitamento delle società non finanziarie si è situato su un livello superiore a quello registrato a metà 2003 in occasione del precedente massimo storico, raggiunto dopo un marcato incremento del debito nella seconda metà degli anni novanta. Nel secondo trimestre del 2007 il debito è cresciuto anche in percentuale del margine operativo lordo. Quest'aumento degli indici di indebitamento ha determinato significativi incrementi degli oneri per interessi delle società non finanziarie nel 2006 e agli inizi del 2007, riflettendo sia i rialzi dei tassi di interesse sia la forte crescita dei prestiti. Tuttavia, il *gap* di finanziamento delle società non finanziarie (sostanzialmente il saldo fra risparmio lordo e investimenti lordi) è rimasto relativamente contenuto nel primo trimestre del 2007.

Il rapporto fra debito e attività finanziarie ha registrato un andamento calante dal 2002, rispecchiando in larga misura un notevole accumulo di attività finanziarie da parte di società non finanziarie, ma anche un aumento del valore delle attività per effetto degli andamenti favorevoli dei mercati finanziari (cfr. anche il riquadro 6 *Andamenti recenti dei rapporti di indebitamento delle società non finanziarie*).

Nel complesso, l'elevato tasso di crescita dei debiti finanziari delle società non finanziarie, in particolare tramite prestiti delle IFM, indica che fino a tempi recenti le imprese dell'area dell'euro hanno continuato ad avere un accesso relativamente agevole al finanziamento. Nonostante il recente aumento dei rapporti di indebitamento e degli esborsi netti a titolo di interessi, l'impatto delle recenti turbolenze sulle condizioni di finanziamento del settore delle imprese dell'area dell'euro potrebbe rimanere limitato in un contesto di forte redditività e di condizioni di finanziamento ancora favorevoli. È tuttavia troppo presto per sapere se l'atteggiamento delle banche nella concessione dei prestiti può essere influenzato dai recenti andamenti.

Figura 33 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie

(valori percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sul debito sono tratti dalle statistiche sui conti finanziari. Fanno parte del debito: i prestiti, i titoli di debito e le riserve di fondi pensione. I dati disponibili relativi all'ultimo trimestre sono stimati.

## Riquadro 6

### ANDAMENTI RECENTI DEI RAPPORTI DI INDEBITAMENTO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

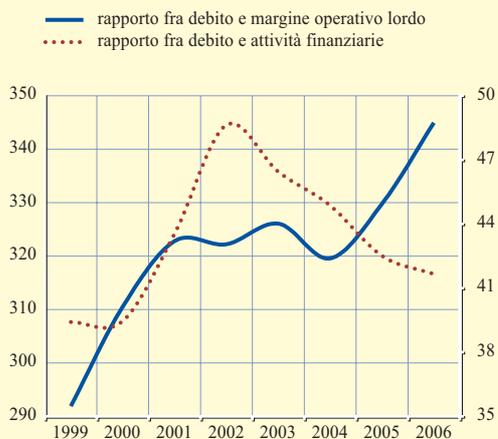
Negli ultimi anni le misure dell'indebitamento, quali il rapporto fra il debito e il PIL o fra il debito e il margine operativo lordo (cfr. figura 33 nel testo principale) delle società non finanziarie nell'area dell'euro, hanno mostrato una tendenza all'aumento, indicando un crescente indebitamento. Questo riquadro analizza se l'aumento di tali rapporti è stato accompagnato da un parallelo incremento delle attività delle società non finanziarie, il che potrebbe indicare che l'accumulo di debito è stato accompagnato da maggiori investimenti e/o da valutazioni più favorevoli dei bilanci aziendali.

Per l'intero settore delle società non finanziarie le sole informazioni disponibili sulle attività si riferiscono alle attività finanziarie contenute nei conti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Mentre il rapporto tra debito e margine operativo lordo è rimasto sostanzialmente stabile nel 2003 e 2004 ed è poi aumentato fortemente nei due anni seguenti, il rapporto tra debito e attività finanziarie ha evidenziato una tendenza al ribasso dal 2002 (cfr. figura A). Ciò si contrappone alle dinamiche osservate nella parte iniziale del decennio, quando l'evoluzione dei due rapporti era stata sostanzialmente parallela.

La dinamica differente dei due rapporti nel periodo più recente è stata chiaramente riconducibile ai diversi andamenti della crescita degli utili da un lato e delle attività finanziarie dall'altro. Dal 2003, le attività finanziarie sono cresciute a un tasso elevato, nettamente superiore a quello degli utili (cfr. figura B), con le maggiori differenze nel 2005 e 2006.

**Figura A Rapporti di indebitamento delle società non finanziarie**

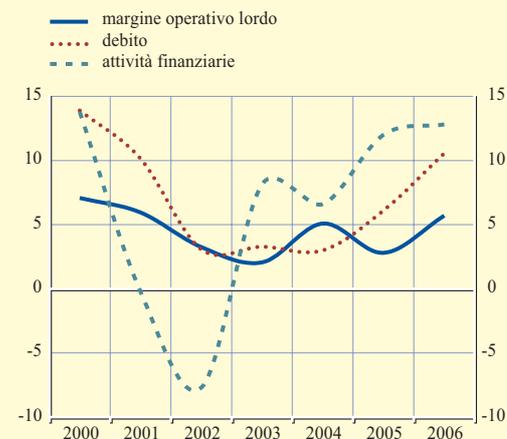
(valori percentuali)



Fonti: conti dell'area dell'euro ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Debito, attività finanziarie e margine operativo lordo: tassi di crescita sui dodici mesi**

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonti: conti dell'area dell'euro ed elaborazioni della BCE.

1) Per quanto riguarda la composizione delle attività finanziarie detenute dalle società non finanziarie, i prestiti hanno rappresentato il 35%, le azioni e altre partecipazioni il 24%, i titoli di debito il 22%, valute e depositi il 12% e le altre attività (principalmente altri conti attivi) il 7% del totale delle attività finanziarie nel primo trimestre del 2007.

Considerando la totalità delle attività delle società non finanziarie (ossia inclusi il capitale e le altre attività, quali l'avviamento), nel lungo periodo sono prevedibili movimenti paralleli della crescita del valore delle attività e degli utili, poiché il valore delle attività dovrebbe essere uguale al valore attualizzato degli utili futuri. Pertanto, nel lungo periodo ci si attenderebbero andamenti paralleli dei rapporti fra debito e attività e fra debito e utili. In aggiunta, assumendo una quota costante di attività finanziarie nei bilanci delle società non finanziarie nel lungo periodo, è possibile attendersi andamenti paralleli nel rapporto fra il debito e le attività finanziarie.

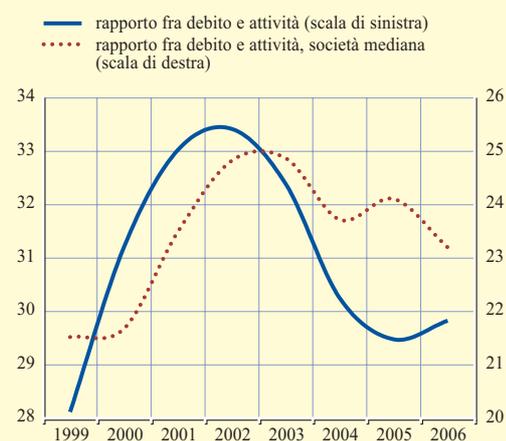
Nel breve periodo, diversi fattori possono determinare le tendenze divergenti tra i vari rapporti. In primo luogo, per quanto riguarda le attività finanziarie, il loro valore può aumentare più rapidamente degli utili per via degli effetti di valutazione, che sono stati di fatto pronunciati durante il periodo della ripresa del mercato azionario iniziata nel 2003. In secondo luogo, tale divergenza potrebbe segnalare che le imprese hanno investito più in attività finanziarie che in attività non finanziarie. In effetti, vi è stato un significativo accumulo di attività finanziarie nel periodo 2003-06. In particolare, l'elevato tasso di crescita delle attività finanziarie degli ultimi anni è in parte ascrivibile all'attività di fusione e acquisizione<sup>2)</sup>, che può incidere sul valore delle attività finanziarie delle società non finanziarie sia tramite un effettivo aumento dello stock di attività finanziarie sia tramite effetti di valutazione, poiché le quotazioni azionarie possono aver reagito positivamente a tali operazioni. Inoltre, si è avuto un incremento anche degli investimenti in altri strumenti finanziari meno influenzati da effetti di valutazione, quali circolante e depositi o prestiti erogati da società non finanziarie.

Per quanto attiene alle potenziali differenze negli andamenti del rapporto fra debito e attività finanziarie e del rapporto fra debito e attività totali, in assenza di dati armonizzati per l'insieme dell'area dell'euro alcune indicazioni sono derivabili dai bilanci annuali delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro. Questa ricca serie di dati, in cui le grandi società predominano, rende possibile la costruzione di rapporti di indebitamento rispetto alle attività totali. I dati mostrano che il rapporto tra debito e attività totali è diminuito nel periodo 2003-05 (cfr. figura C) e nel 2006 si è situato allo stesso livello del 2000. L'accumulo di attività sia finanziarie sia non finanziarie ha contribuito a tale evoluzione. Tuttavia, benché tra il 2001 e il 2004 il tasso di crescita delle attività totali sia stato strettamente legato alle attività materiali, nel 2005 e 2006 è stato più strettamente associato all'andamento delle attività finanziarie. Di

conseguenza, nel periodo 2003-06 il rapporto fra debito e attività finanziarie (non mostrato nella figura) ha evidenziato riduzioni più pronunciate rispetto al rapporto tra debito e attività totali. Ciò suggerisce che le tendenze divergenti osservate nei rapporti tra debito e margine operativo lordo e tra debito e attività finanziarie presentate nella figura A sono in parte dovute al forte accumulo di

**Figura C Rapporto fra debito e attività delle società non finanziarie quotate**

(valori percentuali)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

2) Per un'analisi più dettagliata dei recenti andamenti dell'attività di fusione e acquisizione nell'area dell'euro, cfr. il riquadro 4 *Evoluzione recente dell'attività di fusione e acquisizione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.

attività finanziarie durante tale periodo. Inoltre, la figura C suggerisce che il ruolo principale nella riduzione del rapporto fra debito e attività finanziarie osservato a livello aggregato è stato svolto da grandi società piuttosto che dall'impresa mediana<sup>3)</sup>.

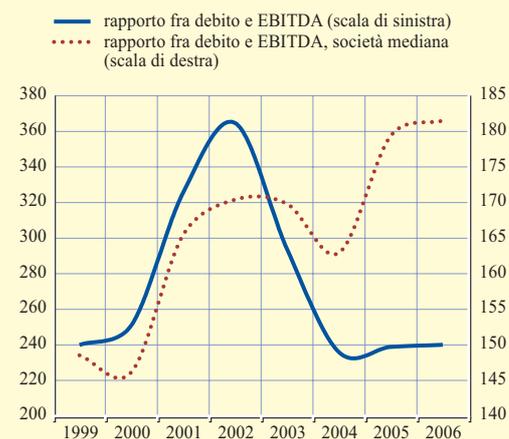
Gli andamenti del rapporto fra debito e utili delle società quotate, ove gli utili sono approssimati dall'utile al lordo di interessi passivi, imposte e ammortamento in rapporto alle vendite<sup>4)</sup>, sono stati molto simili a quelli del rapporto fra debito e attività nel periodo in esame (cfr. figura D). Nel 2005 e 2006 l'incremento del rapporto tra debito e utili di queste società è stato piuttosto esiguo rispetto all'incremento del rapporto tra debito e margine operativo lordo per l'intero settore delle società non finanziarie. Ciò è il risultato di un maggiore aumento degli utili delle grandi società (che, come già menzionato, predominano in questa serie di dati) in tali anni rispetto all'insieme del settore delle società non finanziarie. Di fatto, l'incremento del rapporto è molto più pronunciato per l'impresa mediana rispetto a quello dell'aggregato complessivo. Ciò suggerisce che l'aumento osservato negli ultimi anni nel rapporto fra debito e utili nei conti dell'area dell'euro rispecchia anche gli andamenti delle piccole imprese, che rispetto alle grandi imprese hanno registrato minori tassi di crescita del debito, ma anche più bassi tassi di crescita degli utili<sup>5)</sup>.

In sintesi, vi sono indicazioni che l'incremento nell'ultimo paio d'anni del rapporto fra il debito e gli utili delle società non finanziarie è stato molto modesto per le grandi società quotate, mentre per l'insieme del settore delle società non finanziarie tale rapporto è aumentato in misura maggiore. Nel contempo, il rapporto fra il debito e le attività finanziarie è diminuito nel caso delle società non finanziarie nell'area dell'euro, il che ha probabilmente favorito la capacità di tali società di ricevere credito in un contesto di andamenti favorevoli dei prezzi delle attività. Parte della riduzione osservata in tale rapporto è dovuta all'accumulo di attività finanziarie da parte delle società non finanziarie, ma anche all'aumento del valore delle attività per via delle favorevoli evoluzioni del mercato finanziario nell'ultimo paio d'anni.

- 3) Il valore mediano è quello che, ordinando le rilevazioni sui rapporti di indebitamento dal valore minore al maggiore, segue immediatamente il primo 50% delle rilevazioni.
- 4) L'utile al lordo di interessi passivi, imposte e ammortamenti in rapporto alle vendite è la misura che corrisponde più da vicino nei bilanci aziendali al margine operativo lordo a livello macroeconomico.
- 5) Per un riscontro in merito ai migliori andamenti degli utili delle grandi società quotate rispetto all'insieme delle società, cfr. anche il riquadro 5 *Le relazioni fra la crescita degli utili delle società quotate e l'espansione del prodotto nell'insieme dell'economia* in questo numero del Bollettino.

**Figura D Rapporto fra debito e margine operativo lordo delle società non finanziarie quotate**

(valori percentuali)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

## 2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

*La crescita dell'indebitamento delle famiglie si è ulteriormente attenuata nel secondo trimestre, di riflesso al protrarsi della flessione della crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Ciò è a*

sua volta imputabile a una più moderata dinamica del mercato degli immobili residenziali e alla crescita dei tassi sui mutui ipotecari nell'area dell'euro, che hanno più che compensato gli effetti di stimolo del miglioramento della situazione del mercato del lavoro e del clima di fiducia dei consumatori. Nonostante il protratto contenimento nella crescita dell'accensione di nuovi debiti, lo stock di indebitamento del settore delle famiglie è ulteriormente aumentato.

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nonostante l'ulteriore aumento dei costi dell'indebitamento delle famiglie, riconducibile al rialzo dei tassi di riferimento della BCE, i dati ricavabili dalle statistiche sui tassi di interesse delle IFM e dall'indagine di luglio sul credito bancario<sup>5)</sup> suggeriscono che le condizioni di finanziamento per il settore delle famiglie dell'area dell'euro sono rimaste favorevoli nel secondo trimestre in termini storici.

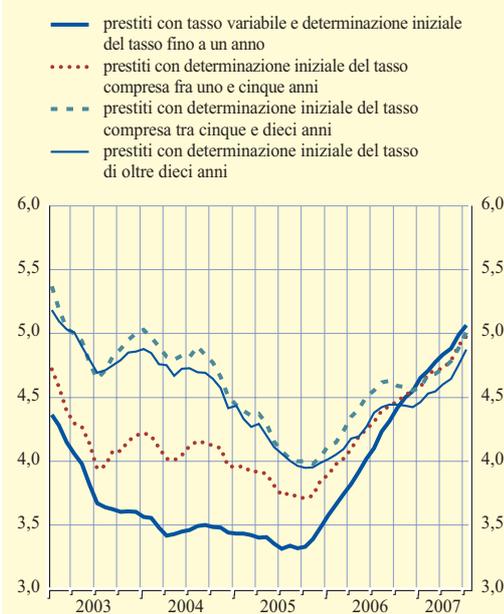
I tassi sui prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni sono ulteriormente aumentati nel secondo trimestre (cfr. figura 34). Aumenti di analoga entità sono stati riscontrati per i prestiti con ogni periodo di determinazione iniziale del tasso e sono stati compresi in un intervallo fra i 15 e i 19 punti base in termini di media trimestrale rispetto al trimestre precedente. Di conseguenza, i tassi sui prestiti hanno mantenuto una lieve pendenza negativa della struttura per scadenza, con quelli sui prestiti con un periodo di determinazione superiore a dieci anni che sono rimasti i più bassi fra tutti i tipi di mutui per l'acquisto di abitazioni. In effetti, la differenza fra il tasso sui prestiti con un periodo di determinazione fino a un anno e quello sui prestiti con un periodo di determinazione superiore a dieci anni è ancora lievemente aumentato.

Il tasso medio sui prestiti delle IFM per il credito al consumo è lievemente aumentato nel secondo trimestre rispetto a quello precedente, rispecchiando in larga misura l'incremento di oltre 20 punti base del tasso sui prestiti con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno. Al contrario, il tasso sui prestiti con un periodo di determinazione superiore a cinque anni è diminuito leggermente. Di conseguenza, il differenziale fra il tasso sui prestiti con un periodo di determinazione superiore a cinque anni e quello sui prestiti con un periodo di determinazione fino a un anno si è ulteriormente ristretto, toccando in giugno i 23 punti base.

I differenziali fra i tassi sui prestiti delle IFM e i tassi di mercato per scadenze comparabili si sono ristretti nel secondo trimestre (rispetto a quello precedente), in quanto l'incremento dei tassi di mercato è stato superiore a quello dei tassi sui prestiti. Ad esempio, il differenziale fra il tasso medio sui mutui per l'acquisto di abi-

**Figura 34 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**

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



Fonte: BCE.

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

5) Cfr. il riquadro 1 *Risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2007 di questo Bollettino.

tazioni e i rendimenti sui titoli di Stato a due anni è lievemente diminuito, toccando in giugno il minimo storico con un valore inferiore a 50 punti base. Nel secondo trimestre è diminuito anche il differenziale fra il tasso medio sui prestiti per il credito al consumo e il tasso di mercato a dodici mesi, dopo l'incremento del trimestre precedente.

Nell'indagine di luglio sul credito bancario, le banche hanno segnalato che, nel complesso, i criteri applicati per l'approvazione dei prestiti alle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati nel secondo trimestre, sia per il credito al consumo sia per i mutui per l'acquisto di abitazioni, dopo un allentamento netto degli stessi nei trimestri precedenti. Secondo le banche interpellate, questi criteri sostanzialmente invariati hanno rispecchiato influenze diverse. Le pressioni della concorrenza da parte di altre banche hanno continuato a contribuire all'allentamento dei criteri mentre, nel caso dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, le prospettive del mercato degli immobili residenziali e le attese relative all'attività economica generale ne hanno determinato un inasprimento. Nel caso del credito al consumo, l'impatto dell'inasprimento è derivato dalla valutazione delle banche del merito di credito dei consumatori e dal rischio percepito sulle garanzie reali richieste.

## FLUSSI FINANZIARI

Nel primo trimestre del 2007 (il periodo più recente per cui sono disponibili i dati dei conti trimestrali di settore dell'area dell'euro) il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi al settore delle famiglie da tutti i settori istituzionali è ulteriormente diminuito all'8,3 per cento, dall'8,7 del trimestre precedente (cfr. figura 35). Ciò ha riflesso un rallentamento dei prestiti concessi sia dalle IFM sia dalle istituzioni diverse da queste ultime. Nel contempo, sempre nello stesso trimestre, il tasso di espansione dei prestiti erogati alle famiglie da istituzioni diverse dalle IFM ha continuato a essere superiore a quello dei prestiti erogati dalle IFM. I dati disponibili fino a luglio sui prestiti delle IFM suggeriscono che il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali alle famiglie è ulteriormente diminuito nel secondo trimestre.

Il tasso di incremento dei prestiti delle IFM alle famiglie ha continuato a diminuire in luglio, toccando il 7,0 per cento nel mese, dopo essersi collocato al 7,5 e all'8,1 per cento nel secondo e nel primo trimestre. Ciò riflette contributi minori dei prestiti sia per l'acquisto di abitazioni sia per il credito al consumo. La graduale flessione osservata nei trimestri recenti nel tasso di incremento dei mutui per l'acquisto di abitazioni (collocatosi all'8,1 per cento in luglio) è connessa al rallentamento della dinamica del mercato degli immobili residenziali in numerosi paesi dell'area dell'euro nonché all'impatto di più elevati tassi sui mutui ipotecari in tutta l'area nel contesto del rialzo dei tassi di interesse di riferimento della BCE. Nell'indagine di luglio sul credito bancario le banche hanno continuato a segnalare che le prospettive meno favorevoli per il mercato degli immobili resi-

**Figura 35 Prestiti totali concessi alle famiglie**

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



Fonte: BCE.

Nota: i prestiti totali includono i prestiti concessi alle famiglie da tutti gli altri settori istituzionali, compreso il resto del mondo. Per il primo trimestre 2007, i prestiti concessi alle famiglie sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie. Per ulteriori informazioni sulle differenze tra i prestiti delle IFM e i prestiti totali con riferimento al calcolo dei tassi di crescita, cfr. le relative Note tecniche.

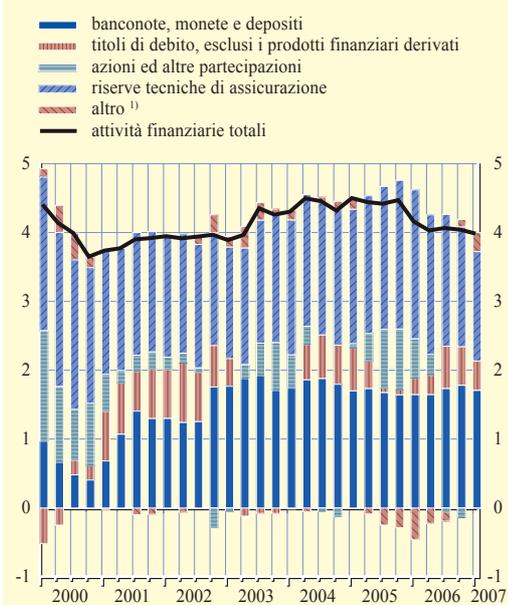
denziali sono il principale fattore che frena la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie.

In luglio il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito al consumo è sceso al 5,8 per cento, dopo essersi collocato al 6,5 per cento nel secondo trimestre e al 7,1 nel primo. Nello stesso mese il tasso di espansione di altre tipologie di prestiti alle famiglie è stato pari al 3,2 per cento, facendo seguito al 3,7 per cento del secondo trimestre. Nell'indagine di luglio sul credito bancario, le banche hanno indicato, nel complesso, il protrarsi di una domanda positiva di credito al consumo e altre tipologie di prestito nel secondo trimestre, sebbene la percentuale dei partecipanti all'indagine che condividevano questa valutazione fosse inferiore a quella del trimestre precedente. In particolare, la spesa per beni di consumo durevoli e il clima di fiducia dei consumatori avrebbero un'influenza meno positiva rispetto al trimestre precedente.

Dal lato delle attività nel bilancio del settore delle famiglie dell'area dell'euro, nel primo trimestre gli investimenti finanziari totali sono aumentati sul periodo corrispondente a un tasso del 4,0 per cento, rimasto invariato rispetto al periodo precedente (cfr. figura 36). Questo tasso di espansione stabile cela andamenti divergenti dei contributi dei singoli strumenti. In particolare, i contributi inferiori degli investimenti in titoli di debito, prodotti assicurativi e pensionistici nonché, in qualche misura, depositi sono stati compensati da un maggior contributo degli investimenti in azioni e

**Figura 36 Investimenti finanziari delle famiglie**

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

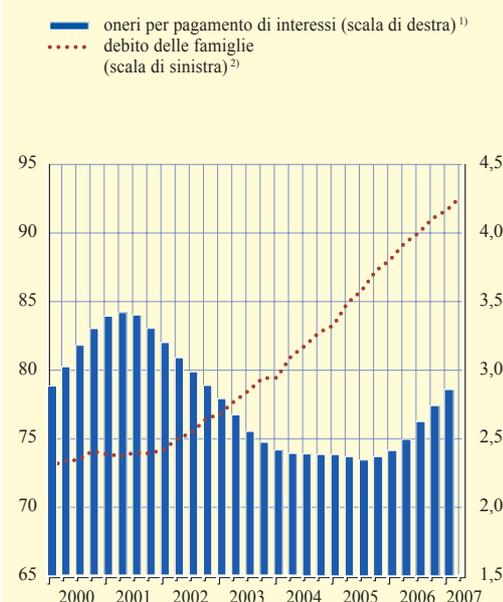


Fonte: BCE.

1) Comprende prestiti, altri conti attivi e prodotti finanziari derivati.

**Figura 37 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi**

(in percentuale del reddito lordo disponibile)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: il debito delle famiglie comprende i prestiti totali alle famiglie da tutti i settori istituzionali, incluso il resto del mondo. I pagamenti per interessi non includono i costi complessivi di finanziamento pagati dalle famiglie, in quanto escludono le commissioni per i servizi finanziari.

1) I dati relativi al secondo trimestre 2007 non sono disponibili.

2) I dati relativi all'ultimo trimestre riportato sono in parte stimati.

altre attività. Ancorché in misura inferiore rispetto al trimestre precedente, ai contributi degli investimenti in circolante e depositi e a quelli in prodotti assicurativi e pensionistici, due categorie di attività agli estremi opposti della gamma di scadenze, ha continuato a essere ascrivibile la maggior parte della crescita complessiva degli investimenti finanziari del settore delle famiglie.

#### **POSIZIONE FINANZIARIA**

Data la perdurante forte attività di accensione di nuovi debiti da parte del settore delle famiglie rispetto all'andamento dei redditi, nel secondo trimestre l'indebitamento di questo comparto, misurato dal rapporto fra debito e PIL, è ulteriormente aumentato al 60,2 per cento, mentre il debito rapportato ai redditi è salito al 92,7 per cento (cfr. figura 37). Nonostante la crescita protratta, l'indebitamento del settore delle famiglie si è mantenuto su un livello moderato su scala internazionale, soprattutto se raffrontato agli Stati Uniti o al Regno Unito. L'onere complessivo per il servizio del debito delle famiglie (ovvero pagamenti per interessi e rimborso del capitale in percentuale del reddito disponibile) è ancora lievemente aumentato. Dalla fine del 2005, quando i tassi di interesse sui prestiti bancari hanno iniziato a salire, l'andamento dei pagamenti di interessi ha cessato di controbilanciare l'impatto dei continui aumenti del rimborso del capitale su questo indice.

## 3 PREZZI E COSTI

Si stima che in agosto l'inflazione misurata sullo IAPC sia rimasta all'1,8 per cento, invariata da luglio e prossima ai livelli osservati nei mesi scorsi. Nei prossimi mesi i tassi di inflazione dovrebbero salire al di sopra del 2%. Il profilo a breve termine dell'inflazione dovrebbe continuare a essere fortemente influenzato dai passati andamenti dei prezzi dei beni energetici, giacché nei prossimi mesi vigorosi effetti base avranno un impatto al rialzo sulla crescita dell'inflazione complessiva. Inoltre, potrebbero aumentare le pressioni derivanti dai prezzi dei generi alimentari, in seguito ai recenti rincari di alcune materie prime agricole nei mercati mondiali. Secondo le ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE, l'inflazione media annua dovrebbe collocarsi tra l'1,9 e il 2,1 per cento nel 2007 e tra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2008. Tali proiezioni sono soggette a rischi al rialzo, connessi ad aumenti delle imposte indirette maggiori di quanto anticipato finora, a ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli e, in maniera più rilevante, a dinamiche salariali più vigorose del previsto e ad un aumento del potere di fissazione dei prezzi nei segmenti di mercato a bassa concorrenza.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER AGOSTO 2007

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in agosto l'inflazione armonizzata si è collocata all'1,8 per cento, invariata rispetto al mese precedente (cfr. tavola 6). Tuttavia, considerando la natura preliminare dei dati, la stima rimane caratterizzata da incertezza. I dati disaggregati per le componenti dell'indice saranno disponibili a metà settembre.

#### INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A LUGLIO 2007

Dal novembre 2006 l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo ha oscillato tra l'1,8 e l'1,9 per cento nell'area dell'euro. Nella prima metà del 2007 effetti base favorevoli derivanti dai forti rincari dei beni energetici osservati un anno prima hanno avuto un effetto frenante sull'inflazione armonizzata<sup>1)</sup>. In luglio l'inflazione complessiva è calata lievemente all'1,8 per cento,

**Tavola 6 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

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

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

1) Tuttavia, gli effetti base connessi ai beni energetici dovrebbero esercitare una forte spinta al rialzo sull'inflazione complessiva verso la fine del 2007. Per maggiori informazioni cfr., ad esempio, il riquadro *Il ruolo degli effetti base nel determinare gli andamenti recenti e futuri dell'inflazione* nel numero di gennaio 2007 di questo Bollettino.

dall'1,9 di giugno (cfr. figura 38). Questa flessione è stata determinata principalmente da un rallentamento sui dodici mesi della componente energetica dell'indice riconducibile a un effetto base, mentre i prezzi dei beni energetici sono aumentati sul mese precedente, rispecchiando i recenti lievi rincari del petrolio.

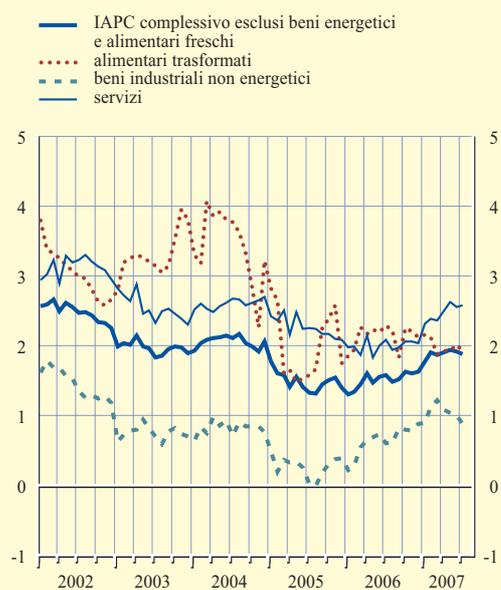
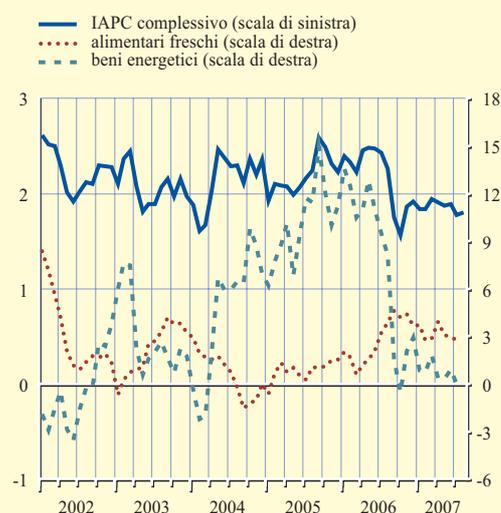
In luglio la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è calata ancora lievemente al 2,8 per cento, confermando la tendenza verso un moderato rallentamento dopo il massimo raggiunto nel settembre 2006, nonostante una certa variabilità nella primavera di quest'anno dovuta alle insolite condizioni climatiche.

Passando alle componenti meno variabili dello IAPC, in luglio la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati è calata leggermente, nonostante un lieve incremento della componente "latte, uova e formaggio". I riscontri aneddotici hanno segnalato forti rincari di prodotti caseari e cereali in diversi paesi dell'area, forse connessi ai recenti rincari di alcune materie prime agricole nei mercati mondiali. Tuttavia, finora non sembra che tale andamento abbia avuto effetti significativi sui prezzi alimentari al consumo nell'area dell'euro (cfr. riquadro 7).

Anche se le pressioni sulla capacità produttiva nel settore manifatturiero sono attualmente su livelli storicamente elevati, da marzo si è osservato un lieve calo nella componente dello IAPC dei beni industriali non energetici, ascrivibile ai forti ribassi stagionali nell'abbigliamento e nelle calzature, nonché all'attenuazione delle pressioni sui prezzi all'importazione, molto probabilmente a causa degli andamenti del tasso di cambio. In luglio la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici è calata ulteriormente allo 0,9 per cento. Per contro, sempre in luglio l'incremento dei prezzi nei servizi si è collocato al 2,6 per cento per il terzo mese consecutivo, a dimostrazione che i tassi di variazione rimangono elevati dopo il graduale aumento dell'inflazione nel settore dall'inizio del 2007. Questa accelerazione riflette in parte le conseguenze dell'aumento dell'IVA in Germania, ma è connessa anche alle pressioni sulla domanda, come indicano le indagini sulle imprese, da cui risulta che le imprese di servizi riescono a trasferire più agevolmente i rincari ai clienti.

**Figura 38 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Riquadro 7

**RECENTI ANDAMENTI DEI PREZZI DEGLI ALIMENTARI NEI MERCATI MONDIALI E NELL'AREA DELL'EURO**

Negli ultimi mesi il sensibile aumento dei prezzi dei prodotti agricoli e alimentari nei mercati mondiali ha suscitato particolare interesse. In tale contesto, questo riquadro esamina i recenti andamenti dei prezzi degli alimentari, sia nei mercati mondiali sia in riferimento alle componenti degli alimentari freschi e trasformati dello IAPC.

**Recenti andamenti dei prezzi degli alimentari nel mondo**

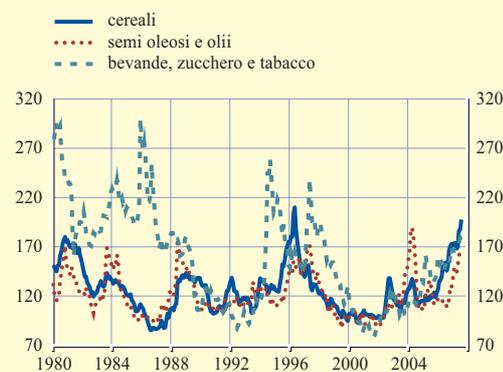
Dal 2001 i prezzi degli alimentari sono sensibilmente aumentati nei mercati mondiali, sebbene in misura minore rispetto ai prezzi di altre materie prime. Negli ultimi mesi, tuttavia, la dinamica dei prezzi degli alimentari è aumentata, con un incremento in agosto del 30 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Tale incremento ha interessato tutte e tre le componenti principali (cfr. figura A).

I recenti rincari degli alimentari sono stati determinati in larga misura dall'aumento dei prezzi di beni energetici e fertilizzanti, dai bassi livelli delle scorte, dalla scarsità di alcuni raccolti – soprattutto a causa di fattori legati alle condizioni climatiche, come la siccità in Australia – e dal forte aumento della domanda di raccolti. Quest'ultimo elemento rispecchia principalmente due fattori. In primo luogo, le crescenti disponibilità finanziarie in gran parte delle economie emergenti, in particolare la Cina, hanno modificato notevolmente i modelli alimentari in questi paesi, elevando i consumi di alimenti ad alto contenuto proteico, come carne e prodotti caseari, e quindi aumentando la domanda di prodotti agricoli non alimentari destinati all'alimentazione del bestiame. In secondo luogo, i prezzi elevati dei beni energetici e i crescenti incentivi statali per lo sviluppo di carburanti alternativi stanno sostenendo un sensibile aumento della domanda di input agricoli per la produzione di carburanti biologici, soprattutto etanolo e biodiesel. All'inizio dell'anno il prezzo del granturco, la principale materia prima per la produzione di etanolo negli Stati Uniti, ha raggiunto il livello massimo da dieci anni. Ciò ha indotto gli agricoltori statunitensi ad aumentare la produzione di granturco, riducendo l'offerta di altri prodotti agricoli, con conseguenti spinte al rialzo sui prezzi di questi prodotti nei mercati mondiali

Nonostante i recenti rincari, i prezzi degli alimentari rimangono ancora al di sotto dei massimi storici. Guardando al futuro, è difficile al momento valutare se le recenti dinamiche indicano una variazione dell'andamento di fondo dei prezzi agricoli a livello mondiale. Anche se la domanda mondiale dovrebbe rimanere vivace, l'offerta di prodotti agricoli tende a rispondere all'aumento di domanda e prezzi più rapidamente rispetto ad altri mercati delle materie prime, come petrolio e metalli. Quindi la

**Figura A Andamenti dei prezzi degli alimentari e delle bevande tropicali**

(indice: 2000=100; in termini di dollari USA)



Fonti: HWWI ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2007.

portata dei rincari osservati in questi mercati potrebbe essere limitata. Tuttavia, il rischio che si protraggano le pressioni al rialzo sui prezzi degli alimentari rimane il fattore determinante.

### Gli andamenti dei prezzi degli alimentari nell'area dell'euro e il loro contributo all'inflazione armonizzata nell'area

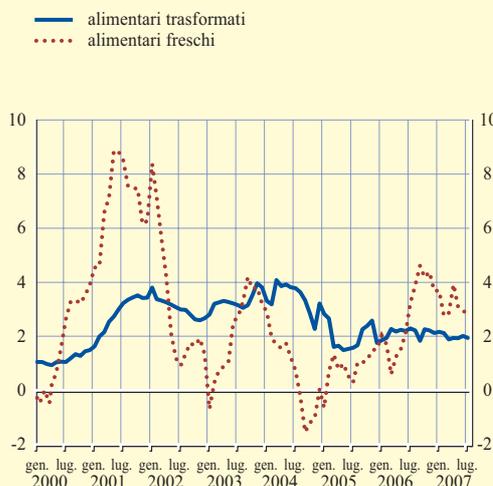
Le variazioni dei prezzi internazionali delle materie prime possono avere effetti diretti e indiretti sull'inflazione complessiva nell'area dell'euro. Gli effetti diretti derivano dall'importazione di alimentari freschi e trasformati pronti al consumo, mentre quelli indiretti sono riconducibili all'utilizzo di materie prime importate come input per la produzione interna e le catene di approvvigionamento. La parte restante di questa sezione esamina la dinamica dei prezzi di alimentari freschi e trasformati nell'area dell'euro e il loro contributo all'inflazione complessiva, incentrandosi sugli effetti diretti dei prezzi alimentari mondiali sugli andamenti nell'area.

Dopo il picco raggiunto nel 2001 dai prezzi degli alimentari freschi, causato in larga misura dagli effetti negativi della diffusione dell'encefalopatia spongiforme bovina e dell'fta epizootica, dal 2002 i prezzi sono stati influenzati occasionalmente da condizioni climatiche insolite in determinati periodi, ma senza che sia riconoscibile un andamento generale (cfr. figura B). La graduale accelerazione dei prezzi degli alimentari freschi osservata per gran parte del 2006 sembra sia terminata verso la fine dello scorso anno e la dinamica di questi prezzi si sarebbe normalizzata nella prima metà del 2007. L'accelerazione registrata nel 2006, per quanto significativa, è stata tutt'altro che inconsueta rispetto ai parametri storici, in termini sia di crescita sul periodo corrispondente sia del relativo contributo all'inflazione complessiva (cfr. figura C).

Per quanto concerne i prezzi degli alimentari trasformati, dopo una graduale accelerazione dal 2000 al 2004, la crescita sul periodo corrispondente è tornata su livelli prossimi alla media storica. La maggiore stabilità di tale componente è dovuta principalmente al fatto che shock come le

**Figura B Crescita delle componenti relative agli alimentari freschi e trasformati dello IAPC dell'area dell'euro**

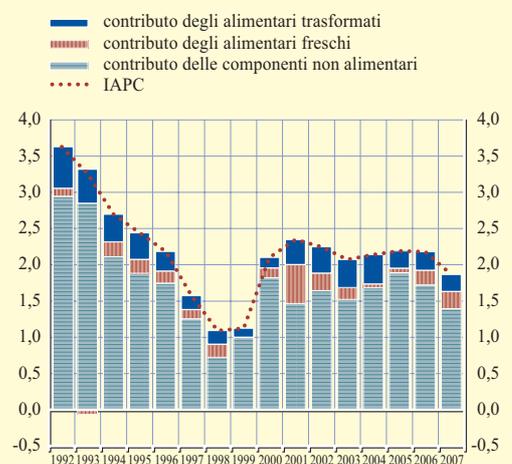
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.  
Nota: i dati per il 2007 sono disponibili fino a luglio.

**Figura C Contributi all'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC**

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati per il 2007 sono disponibili fino a luglio.

**Andamenti delle componenti relative agli alimentari freschi e trasformati dello IAPC dell'area dell'euro e delle loro principali sottocomponenti**

(variazioni percentuali sui dodici mesi, salvo diversa indicazione)

	Pesi sullo IAPC (perc.)	Crescita media sui dodici mesi						Contributo medio all'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC (punti percentuali)			
		2007	2005	2006	2007	2007 mag.	2007 giu.	2007 lug.	2005	2006	2007
<b>Alimentari freschi</b>	<b>7,6</b>	<b>0,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Carne	3,8	1,3	2,4	2,8	2,9	2,5	2,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pesce	1,2	1,6	3,7	3,2	3,0	2,4	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Frutta	1,2	-0,5	1,0	2,5	2,2	5,6	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Verdura	1,5	0,1	4,3	4,3	4,0	2,2	3,9	0,0	0,1	0,1	0,1
<b>Alimentari trasformati</b>	<b>11,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Pane e cereali	2,5	0,8	1,4	2,3	2,4	2,4	2,5	0,0	0,0	0,1	0,1
Latte, formaggio e uova	2,1	-0,1	0,6	0,8	0,7	1,1	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zucchero, confetture, miele, cioccolato, dolci	1,0	0,0	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Tabacco	2,5	7,8	3,9	5,0	4,9	4,8	4,3	0,2	0,1	0,1	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le medie per il 2007 sono basate sui dati fino a luglio.

condizioni climatiche estreme incidono in misura minore sui prezzi degli alimentari trasformati rispetto a quelli degli alimentari freschi. Tuttavia, negli ultimi anni determinati shock hanno influenzato anche i prezzi degli alimentari trasformati, in particolare gli aumenti occasionali delle imposte sui tabacchi in alcuni paesi. Al di là di questi fattori specifici, non è possibile riscontrare alcun andamento significativo nella crescita dei prezzi degli alimentari trasformati dal 2005.

Sebbene i prezzi alimentari appaiano tra i fattori che incidono maggiormente sull'inflazione percepita nell'area dell'euro <sup>1)</sup>, il loro contributo generale all'inflazione misurata è limitato dal loro peso nell'indice complessivo, pari circa all'11,9 per cento per gli alimentari trasformati e al 7,6 per quelli freschi (nel 2007). Il contributo diretto dei prezzi degli alimentari freschi e trasformati all'inflazione complessiva quindi è rimasto contenuto sia in termini storici sia negli ultimi trimestri. Anche i tassi di incremento di queste componenti sembrano sostanzialmente in linea con le medie storiche nel 2007, fino a luglio (cfr. tavola). Inoltre, nel periodo fino a luglio 2007 non sono stati osservati segni di accelerazione persistente nelle principali componenti dei prezzi degli alimentari trasformati e freschi.

Nel complesso, anche se di recente i prezzi delle materie prime alimentari sono fortemente aumentati a livello internazionale, finora nell'area dell'euro non si sono osservati rincari comparabili degli alimentari al consumo. Ciò può essere dovuto a vari fattori, come la quota relativamente modesta di prodotti agricoli nelle importazioni dell'area, le disposizioni della Politica agricola comune dell'Unione europea, che in qualche misura isolano i mercati agricoli dell'area dagli andamenti esterni, e il graduale apprezzamento dell'euro osservato dal 2001. Tuttavia, recenti riscontri aneddotici e notizie di stampa hanno suggerito la possibilità che in agosto i prezzi degli alimentari siano aumentati. Questi rincari sarebbe connessi in particolare ai sensibili aumenti di prodotti caseari e cereali registrati nelle ultime settimane in vari paesi dell'area, riconducibili in certa misura alle condizioni di domanda e offerta e agli andamenti dei prezzi delle materie prime

1) Cfr., ad esempio, l'articolo *Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro* nel numero di maggio 2007 di questo Bollettino.

alimentari a livello internazionale. Ciò suggerisce l'esistenza di alcuni rischi al rialzo dei prezzi degli alimentari nell'area per il futuro. Tuttavia, le prospettive per i prezzi degli alimentari sia mondiali sia interni rimangono caratterizzate da una elevata incertezza. I prezzi degli alimentari dipendono da diversi fattori, come i progressi tecnologici e le evoluzioni della politica energetica, che sono molto difficili da prevedere. Inoltre, non è ancora chiaro in che misura le variazioni climatiche potranno contribuire all'andamento dei prezzi degli alimentari.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

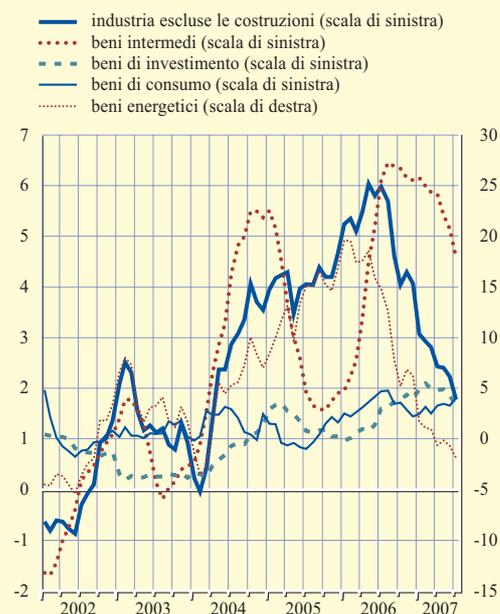
In luglio l'incremento sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è sceso ulteriormente all'1,8 per cento, dal 2,2 di giugno (cfr. figura 39), continuando l'andamento flettente osservato dopo il massimo del 6 per cento nel luglio 2006. La flessione dalla metà del 2006 è stata determinata in larga misura dal mercato rallentamento nello stesso periodo dei prezzi alla produzione dei beni industriali energetici, che a sua volta ha rispecchiato principalmente effetti base.

Anche l'inflazione alla produzione, al netto di energia e costruzioni, è calata nello stesso periodo, sebbene in maniera meno pronunciata (dal 3,6 per cento nell'agosto 2006 al 2,9 nel luglio di quest'anno), rimanendo su un livello relativamente elevato. Questo andamento è stato determinato principalmente da una riduzione del tasso di crescita dei prezzi alla produzione dei beni intermedi, che tuttavia rimane anch'esso elevato, risentendo della trasmissione dei rincari delle materie prime industriali (in particolare i metalli) nei primi cinque mesi del 2007. Per quanto riguarda gli altri settori produttivi non energetici, in luglio hanno rallentato anche i prezzi alla produzione dei beni di investimento. Agli stadi successivi della catena produttiva, il tasso di crescita dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è aumentato in luglio all'1,8 per cento a causa di un'accelerazione dei prezzi dei beni non durevoli, molto probabilmente connessa alle pressioni mondiali sui prezzi alimentari, che finora hanno determinato soprattutto un rincaro dei prodotti caseari. Al netto delle componenti variabili di alimentari e tabacchi, l'incremento dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è rimasto in luglio sostanzialmente stabile, avendo oscillato intorno all'1,3 per cento dall'inizio del 2007. Nel complesso, anche se le pressioni sui prezzi lungo la catena produttiva sembrano essersi attenuate, sono considerate ancora piuttosto elevate e potrebbero rafforzarsi alla luce delle oscillazioni di breve periodo dei prezzi alla produzione dei generi alimentari.

Questa valutazione è confortata dalle più recenti informazioni sul processo di fissazione dei

**Figura 39 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

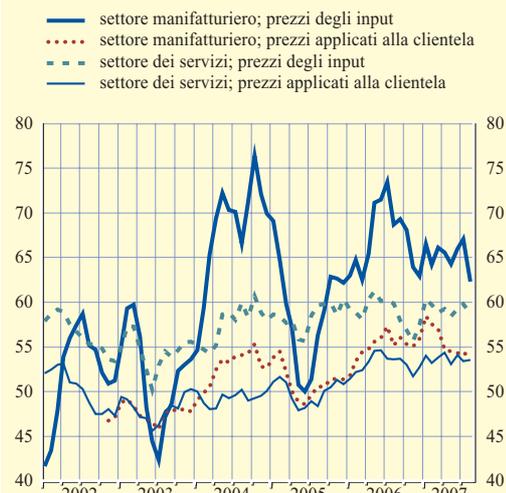


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

prezzi desunte dall'indagine presso i responsabili degli acquisti condotta da NTC Economics (cfr. figura 40). Di fatto, nonostante una lieve attenuazione, tutti gli indicatori di prezzo delle indagini congiunturali continuano a rimanere su livelli storicamente elevati. Gli ultimi dati segnalano una recente flessione delle pressioni sui prezzi nel settore manifatturiero, riconducibile in larga misura ad una riduzione dei costi degli input. In agosto l'indice dei prezzi degli input ha segnalato un sensibile rallentamento dei costi degli input non salariali nel settore manifatturiero, toccando il valore minimo dal dicembre 2005. I prezzi degli input hanno rallentato solo lievemente nel settore dei servizi, in quanto i rincari petroliferi e l'aumento dei tassi salariali, a giudizio degli intervistati, hanno sostenuto le pressioni sui prezzi degli input. In agosto l'indicatore dei prezzi dell'output è calato solo leggermente nel settore manifatturiero ed è aumentato lievemente in quello dei servizi.

**Figura 40 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

In base ai dati disponibili fino al secondo trimestre del 2007, il quadro che emerge dagli indicatori del costo del lavoro suggerisce il protrarsi di una moderata dinamica salariale, nonostante una lieve variabilità temporanea dovuta a fattori specifici (cfr. tavola 7).

Tra il primo e il secondo trimestre del 2007 la crescita delle retribuzioni contrattuali nell'area è aumentata dal 2,0 al 2,3 per cento sul periodo corrispondente (cfr. figura 41). Questa accelerazione è stata determinata in larga misura da un consistente pagamento *una tantum* nel comparto metalmeccanico tedesco in maggio. Tuttavia, tale valutazione deve essere integrata da altri indicatori del costo del lavoro, non ancora pubblicati per il secondo trimestre del 2007.

**Tavola 7 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

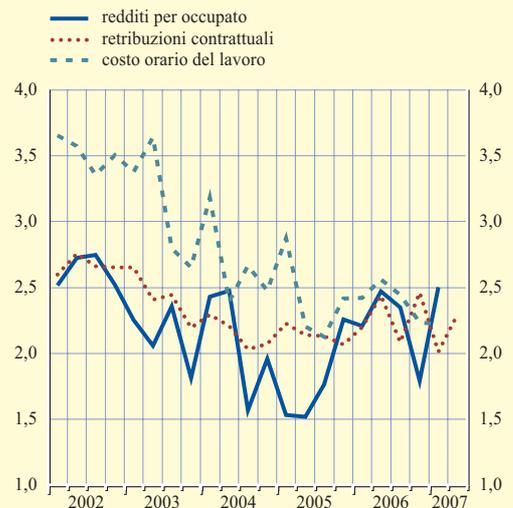
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nel primo trimestre del 2007 l'incremento sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro è rimasto invariato al 2,2 per cento nell'area, riflettendo principalmente un significativo calo in Germania a fronte di un aumento in altri paesi. Tra l'ultimo trimestre del 2006 e il primo del 2007 la crescita dei redditi per occupato è aumentata dall'1,8 al 2,5 per cento, prevalentemente a causa di specifici andamenti temporanei nel settore pubblico italiano e del perdurare degli incrementi salariali nelle imprese italiane e francesi. Tale andamento, associato alla sostanziale stabilità della crescita della produttività del lavoro, ha determinato nel primo trimestre una accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto allo 0,7 per cento.

Secondo i dati disponibili a livello settoriale, nel primo trimestre del 2007 i redditi per occupato hanno registrato una lieve accelerazione in tutti i principali settori (cfr. figura 42), in particolare nelle costruzioni e nei servizi di mercato, dove nello stesso periodo è aumentata anche la crescita della produttività del lavoro. Per contro, nel primo trimestre la crescita del costo orario del lavoro nell'industria è rimasta invariata, mentre è calata nelle costruzioni e, in misura minore, nei servizi di mercato. Ciò potrebbe indicare un aumento delle ore lavorate, in particolare nel settore delle costruzioni.

**Figura 41 Indicatori del costo del lavoro**

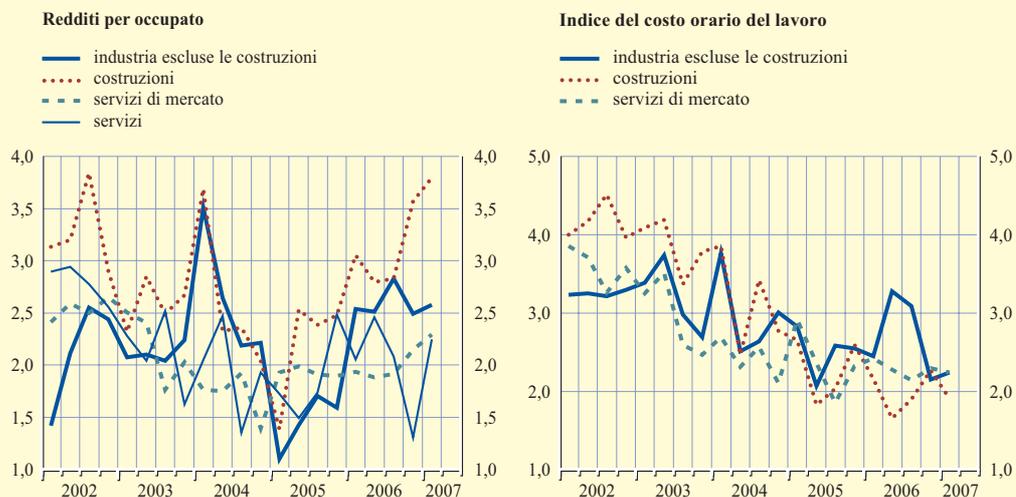
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 42 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

### 3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Il profilo a breve termine dell'inflazione armonizzata dovrebbe continuare a essere fortemente influenzato dalla volatilità dei prezzi dei beni energetici nello scorso anno. Anche se nella prima metà del 2007 gli effetti base derivanti dalla componente energetica hanno avuto un effetto frenante sull'inflazione complessiva, nei prossimi mesi essi dovrebbero esercitare un impatto al rialzo sull'inflazione. Inoltre, i riscontri aneddotici segnalano per i prossimi mesi possibili pressioni verso l'alto sui prezzi alimentari.

Secondo le ultime proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, l'inflazione media annua dovrebbe collocarsi tra l'1,9 e il 2,1 per cento nel 2007 e tra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2008 (cfr. il riquadro *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*). Questa prospettiva rimane soggetta a diversi rischi al rialzo. Sul lato interno, tali rischi sono connessi in particolare all'aumento delle imposte indirette, ma anche a una dinamica salariale più vigorosa del previsto, in un contesto caratterizzato da condizioni tese sul mercato del lavoro. Di fatto, la carenza di manodopera, indicata sempre più spesso nelle indagini quale fonte di preoccupazione sia per il settore industriale sia per quello dei servizi, segnala che la moderazione della dinamica salariale osservata in passato nei vari indicatori del costo del lavoro potrebbe non durare. Inoltre, se i consumi e il grado di utilizzo della capacità produttiva rimarranno su livelli elevati, le pressioni sulla domanda potrebbero accrescere il potere delle imprese nel determinare i prezzi, in particolare nei segmenti di mercato a bassa concorrenza, e far sì che le forti pressioni sui prezzi nella catena produttiva si trasferiscano ai prezzi al consumo in misura superiore alle attese. Sul lato esterno, l'inflazione armonizzata potrebbe risentire di possibili ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli.

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

Nonostante la moderazione della crescita del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2007 (0,3 per cento sul trimestre precedente secondo la più recente stima dell'Eurostat), l'espansione dell'economia nella prima metà dell'anno è stata sostanzialmente in linea con quella potenziale. Gli ultimi indicatori disponibili confermano il protrarsi della normalizzazione dell'attività economica nell'area dell'euro rispetto ai tassi di crescita superiori al potenziale osservati lo scorso anno. A tale riguardo, le informazioni più recenti dal lato dell'offerta indicano un rallentamento della produzione nei settori dell'industria e delle costruzioni ma una solida espansione nel comparto dei servizi e andamenti tendenziali favorevoli nel mercato del lavoro. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE prevedono un tasso di crescita medio annuo del prodotto in termini reali compreso tra il 2,2 e il 2,8 per cento nel 2007 e tra l'1,8 e il 2,8 per cento nel 2008. Le prospettive per l'economia sono soggette a rischi verso il basso connessi principalmente a possibili più estese ricadute della rivalutazione dei rischi in corso nei mercati finanziari, agli squilibri internazionali e alle pressioni protezionistiche, nonché a ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

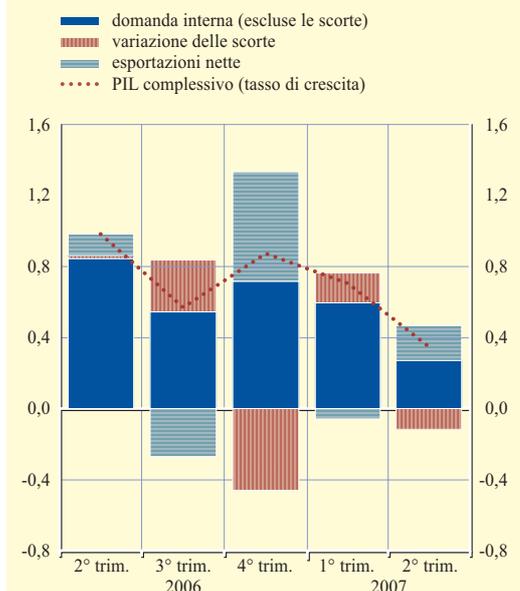
#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

Dopo la vigorosa attività economica del 2006, la crescita è tornata su livelli in linea con il potenziale nella prima metà di quest'anno. Nell'attuale fase di espansione, l'incremento degli investimenti ha finora continuato a fornire il contributo principale alla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro. Con l'avvicinarsi dell'espansione economica a una posizione più matura nel ciclo, l'incremento dei consumi dovrebbe rafforzarsi ulteriormente nel tempo.

La normalizzazione dei tassi di crescita è stata confermata dall'ultima pubblicazione da parte dell'Eurostat dei dati di contabilità nazionale per l'area dell'euro. La moderazione osservata nel tasso di incremento trimestrale del PIL dell'area, pari allo 0,3 per cento nel secondo trimestre, andrebbe considerata sullo sfondo della vigorosa espansione, dello 0,7 per cento, registrata nel primo trimestre (cfr. figura 43). I consumi privati, rimasti stabili nel primo trimestre del 2007 a causa di effetti significativi derivanti dall'innalzamento dell'IVA in Germania, sono aumentati dello 0,5 per cento nel secondo trimestre. Gli investimenti sono diminuiti dello 0,2 per cento, dopo un sostanziale incremento pari al 2,0 per cento nel primo trimestre. Sebbene la disaggregazione degli investimenti per il secondo trimestre non sia stata ancora diffusa, le informazioni disponibili suggeriscono che il calo è riconducibile principalmente a una flessione degli investimenti residenziali. Sia le esportazioni nette che le scorte hanno fornito un apporto positivo, pari a 0,1 e 0,2 punti percentuali rispettivamente, alla crescita del PIL nel secondo

Figura 43 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

trimestre. Nel complesso, le ultime stime dei conti nazionali indicano che l'espansione economica nell'area dell'euro è rimasta forte nella prima metà dell'anno, benché lievemente inferiore a quella dell'anno precedente.

### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

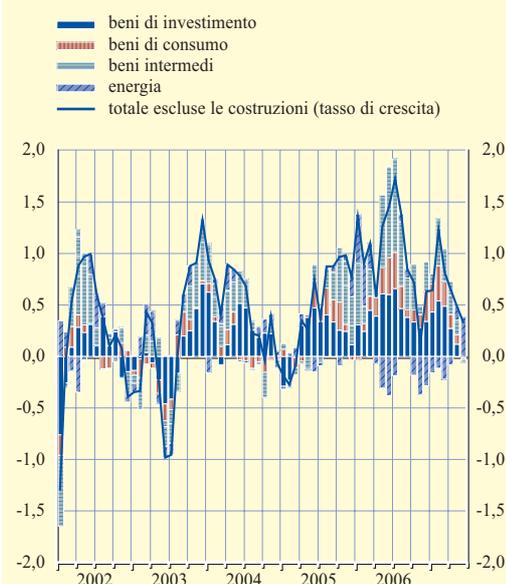
Sebbene l'aumento della crescita nel settore industriale sia stato la determinante principale dell'accelerazione del PIL nel 2006, nel corso di quest'anno il settore dei servizi sta progressivamente divenendo preponderante.

La crescita del valore aggiunto nel comparto industriale, di riflesso in parte all'accelerazione degli investimenti nel corso del 2005, è aumentata a un tasso superiore rispetto a quello osservato nel settore dei servizi dall'inizio del 2006. In linea con la normalizzazione dell'attività economica dell'area dell'euro e con la graduale ripresa dei consumi privati, l'espansione del valore aggiunto rimane sostenuta nel comparto dei servizi, mentre evidenzia un calo nel settore industriale. Secondo la prima stima dei conti nazionali diffusa dall'Eurostat, il contributo del comparto dei servizi al valore aggiunto complessivo dell'area dell'euro è stato pari a 0,5 punti percentuali nel secondo trimestre del 2007, rispetto a 0,4 punti percentuali nel trimestre precedente. La crescita nel settore industriale, che ha fornito un apporto notevole (0,4 punti percentuali) all'incremento complessivo del valore aggiunto dell'area nel primo trimestre del 2007, nel secondo si è ridotta e non ha dato un contributo significativo in tal senso.

Questo scenario è confermato dai dati sulla produzione industriale. La crescita della produzione industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita nel secondo trimestre del 2007 allo 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,8 per cento del primo trimestre. Tale diminuzione ha riguardato tutti i principali comparti ad eccezione di quello dell'energia, che ha segnato un forte recupero rispetto ai trimestri precedenti (cfr. figura 44). I nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante), rispetto al periodo precedente, sono saliti dell'1,9 per cento nel secondo trimestre del 2007, dopo un incremento del 2,2 per cento nel primo. Considerando un orizzonte temporale più lungo, la crescita della produzione industriale, che era aumentata costantemente dall'inizio del 2005 fino a toccare il massimo nell'estate del 2006, è andata calando da allora, pur mostrando una notevole tenuta. La produzione nel comparto delle costruzioni si è accresciuta vigorosamente dall'inizio del 2006. Tuttavia, a causa delle condizioni meteorologiche, il cui effetto non è adeguatamente corretto dalla destagionalizzazione, essa ha recentemente mostrato una certa volatilità, riducendosi dello 0,3 per cento nel secondo trimestre del 2007 dopo un aumento dell'1,5 per cento nel primo. Inoltre, l'anticipo al 2006 delle attività per edilizia residenziale in Germania al fine evitare l'incremento dell'IVA

**Figura 44 Crescita della produzione industriale e contributi**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate a tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti.

da gennaio 2007 ha avuto ricadute sui recenti andamenti nel comparto delle costruzioni, che nella prima metà del 2007 ha evidenziato un calo della produzione anche in alcuni altri paesi quali Belgio, Spagna e Francia.

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

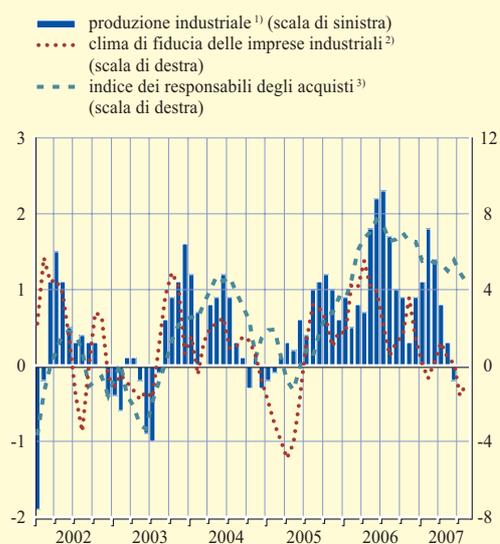
Fin dall'estate del 2006 gli indicatori delle indagini hanno dato segnali di una normalizzazione dell'attività economica dell'area dell'euro rispetto ai tassi di crescita superiori al potenziale precedentemente osservati.

Nel corso degli ultimi quindici mesi i dati delle indagini hanno costantemente indicato un certo calo nel settore industriale ma una robusta crescita in quello dei servizi. Comunque i risultati disponibili fino ad agosto 2007 rimangono su un livello elevato, dando indicazioni che tale forte espansione si protrarrà nel terzo trimestre.

Secondo le indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, il clima di fiducia nell'industria è rimasto stabile in agosto, mentre l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero ha segnato un ulteriore lieve calo (cfr. figura 45). Per quanto concerne il comparto dei servizi, sia l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea sia l'indice di attività delle imprese del PMI sono diminuiti leggermente in agosto. Nel complesso, dall'inizio del 2007 le indagini hanno fornito talune indicazioni che l'impulso della crescita si sarebbe moderato nel settore industriale, mentre la fiducia in quello dei servizi non avrebbe subito sostanziali variazioni.

**Figura 45 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.

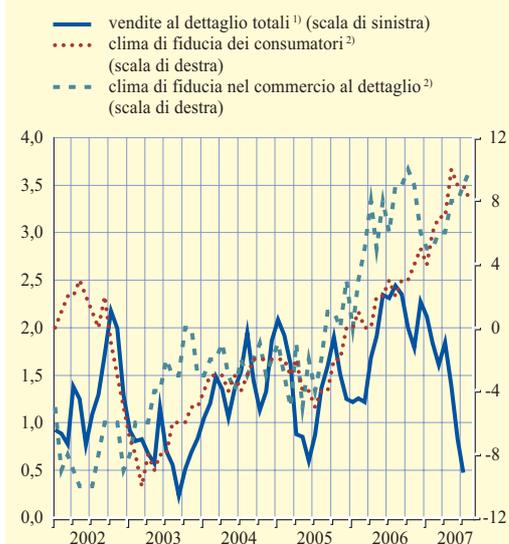
1) Variazioni percentuali della media mobile a tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi.

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

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

**Figura 46 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

L'espansione dei consumi privati nell'area dell'euro dovrebbe rafforzarsi ulteriormente nel tempo, in linea con l'evoluzione del reddito reale disponibile contestuale al protratto miglioramento delle condizioni dell'occupazione.

Le ultime informazioni disponibili sulla spesa delle famiglie confermano la graduale ripresa dell'espansione dei consumi privati, dopo la debolezza osservata nel primo trimestre del 2007 di riflesso all'incremento dell'IVA in Germania. Dopo essersi stabilizzati nel primo trimestre dell'anno, nel secondo i consumi privati dell'area dell'euro sono aumentati dello 0,5 per cento sul periodo precedente. Secondo i dati disponibili, la crescita dei consumi privati nel secondo trimestre è stata connessa principalmente al settore del commercio non al dettaglio, mentre le vendite al dettaglio sono rimaste praticamente invariate per il secondo trimestre consecutivo. Anche le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate lievemente nel secondo trimestre, evidenziando un leggero recupero rispetto al calo del 3,5 per cento nel trimestre precedente.

Le prospettive positive per i consumi privati sono sostenute dall'andamento della fiducia dei consumatori (cfr. figura 46). Nell'area dell'euro questa, secondo l'indagine della Commissione europea, ha cominciato ad aumentare a metà del 2005 ed è rimasta al di sopra della sua media di lungo periodo dalla metà del 2006. Nonostante un lieve calo negli ultimi quattro mesi, la fiducia dei consumatori in agosto si è mantenuta prossima ai massimi registrati nel 2000. Anche l'indicatore per il commercio al dettaglio, che segnala gli andamenti della fiducia tra i dettaglianti, è salito ulteriormente in agosto e oscilla attualmente intorno a un livello storicamente elevato.

## 4.2 MERCATO DEL LAVORO

La situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro ha mostrato un chiaro miglioramento negli ultimi anni e tale tendenza favorevole è confermata dagli ultimi dati disponibili. Le attese di occupazione si mantengono su livelli elevati, indicando prospettive favorevoli per il mercato del lavoro. Gli indicatori delle indagini continuano a rilevare una certa tensione nelle condizioni del mercato del lavoro.

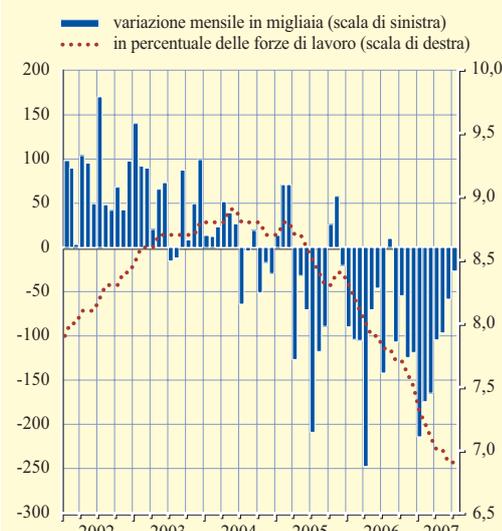
### DISOCCUPAZIONE

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro ha seguito una tendenza discendente dalla metà del 2004. In luglio 2007 esso è rimasto stabile al 6,9 per cento (cfr. figura 47), livello non osservato nell'insieme dell'area dall'inizio degli anni ottanta. Nello stesso mese il numero di disoccupati è sceso di circa 27.000 unità, cifra significativamente inferiore alla media mensile di 184.000 unità dei primi tre mesi dell'anno.

I dati delle indagini relative ai vincoli di produzione nel settore industriale suggeriscono

**Figura 47 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

**Tavola 8 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.

che la carenza di offerta di lavoro si è acuita all'inizio del terzo trimestre del 2007, pur non raggiungendo i livelli estremi riportati alla fine del 2000. Benché i dati storici siano più limitati per il settore dei servizi, dalla metà del 2006 i partecipanti all'indagine della Commissione europea hanno indicato in misura sempre crescente la scarsità di offerta di lavoro quale fattore che limita la produzione.

**OCCUPAZIONE**

L'occupazione nell'area dell'euro è aumentata nettamente nel 2006 rispetto al 2005 (cfr. tavola 8) e le informazioni disponibili segnalano una evoluzione favorevole dall'inizio del 2007.

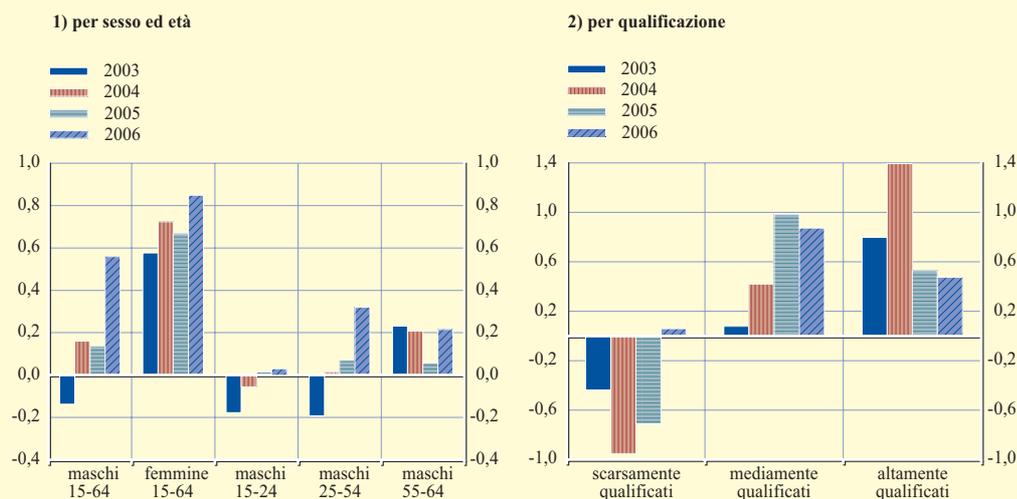
Durante lo scorso anno l'andamento dell'occupazione ha dato conto della combinazione di due fattori. In primo luogo, ha riflesso in parte la composizione settoriale dell'espansione del valore aggiunto, poiché l'aumento della crescita dell'occupazione è stato più consistente nel settore industriale che in quello dei servizi. In secondo luogo, ha rispecchiato differenze nella crescita della produttività del lavoro, in quanto l'incremento dell'occupazione è stato maggiore nel settore dei servizi, che mostra una crescita della produttività inferiore rispetto a quella del comparto industriale. Nel complesso, la situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro ha mostrato palesi segnali di miglioramento negli ultimi anni (cfr. riquadro 8).

**Riquadro 8****OCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO NEL 2006: UNA CRESCITA PIÙ EQUILIBRATA**

La situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro ha mostrato un chiaro miglioramento negli ultimi anni. Nel 2006, in particolare, dopo anni di crescita moderata, l'occupazione ha evidenziato un tasso di incremento dell'1,4 per cento, il più elevato dal 2001. Tale evoluzione positiva si è tradotta in una considerevole riduzione del tasso di disoccupazione, che alla fine del 2006 si collocava al 7,5 per cento – livello mai più registrato dall'inizio degli anni ottanta – nonostante l'effetto simultaneo della tendenza al rialzo del tasso di partecipazione.

Figura A Andamenti dell'occupazione per categorie fra il 2003 e il 2006

(contributi alla crescita dell'occupazione in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Questo riquadro fornisce una sintesi delle caratteristiche della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro nel 2006, avvalendosi della disaggregazione per età, sesso, livello di qualificazione, tipo di contratto e settore, utilizzata nella più recente indagine sulle forze di lavoro dell'UE<sup>1)</sup>. L'analisi evidenzia che, rispetto agli anni precedenti, gli andamenti dell'occupazione nell'area nel 2006, complessivamente considerati, (a) sono stati più equamente distribuiti nelle diverse classi di età, sesso e qualificazione, (b) sono stati trainati da un impulso significativo registrato nelle posizioni sia permanenti sia a tempo pieno e (c) non hanno mostrato ulteriori diminuzioni nell'impiego dei lavoratori meno qualificati. Tali andamenti suggeriscono che, oltre all'impatto positivo delle riforme strutturali attuate nei mercati del lavoro – già visibile per alcune classi negli anni precedenti – il miglioramento del clima di fiducia delle imprese, in termini di sostenibilità dell'attività economica, ha contribuito alla creazione di posti di lavoro nel 2006.

### Andamenti dell'occupazione per classi di sesso, età e qualificazione

Sebbene la crescita dell'occupazione femminile sia proseguita nello scorso anno, rappresentando sempre la quota più consistente dell'espansione complessiva dell'occupazione, anche il contributo della componente maschile ha segnato un forte incremento nel 2006 (cfr. figura A1). Nel periodo 2003-2005, le donne hanno fornito alla crescita complessiva dell'occupazione un apporto medio di 0,6 punti percentuali, a fronte di quello di appena 0,05 punti percentuali degli uomini. Nel 2006, tuttavia, il contributo della componente maschile è salito a 0,6 punti percentuali, prossimo allo 0,8 della componente femminile. L'aumento dell'apporto maschile è stato registrato per la maggior parte nel gruppo dei lavoratori di età compresa fra i 25 e i 54 anni (cosiddetta *prime age*), ma la ripresa dell'occupazione sembra generalizzata in tutte le classi di età per gli uomini.

1) Poiché si ritiene che i dati di contabilità nazionale forniscano informazioni più affidabili sugli andamenti dell'occupazione allo stato attuale, a causa di cambiamenti metodologici nell'indagine sulle forze di lavoro in alcuni paesi dell'area dell'euro, la composizione dell'occupazione utilizzata in questo riquadro è ottenuta sulla base dell'indagine sulle forze di lavoro dell'UE. Le quote dei diversi gruppi sono quindi applicate ai dati di contabilità nazionale.

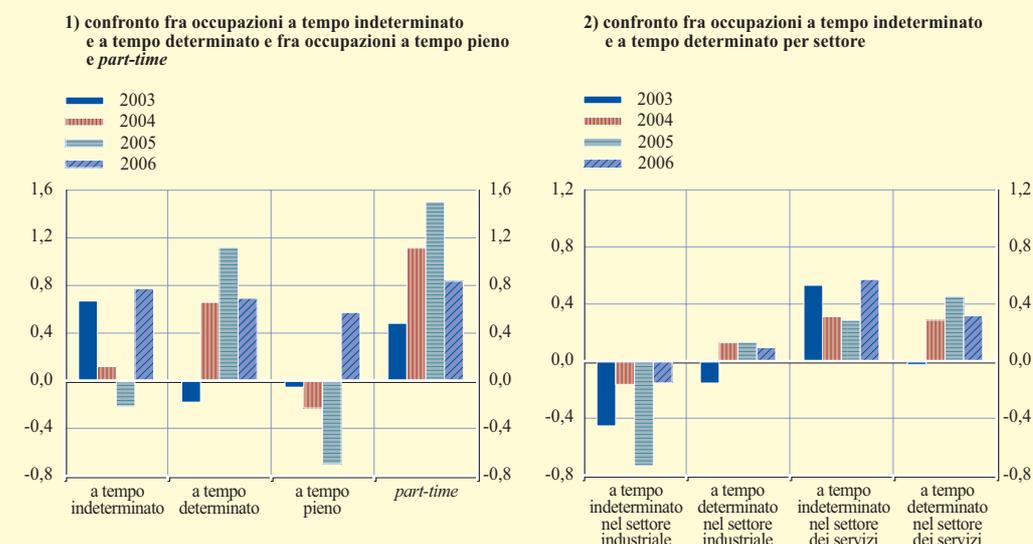
Quanto all'occupazione per classe di qualificazione (utilizzando come *proxy* il livello massimo di istruzione conseguito), pare che anche in questo caso gli andamenti del 2006 siano più equilibrati nelle diverse categorie rispetto ai due anni precedenti (cfr. figura A2); in particolare, tutte le classi di qualificazione hanno contribuito positivamente alla crescita dell'occupazione. L'apporto dei lavoratori mediamente o altamente qualificati è stato positivo per l'intero periodo 2003-2005 e ha seguito a rappresentare la quota più consistente della crescita nel 2006. Tuttavia, è stata osservata una dinamica favorevole nel gruppo dei lavoratori meno qualificati che, dopo essere stato l'unico a evidenziare una crescita negativa negli anni precedenti, ha segnato un valore lievemente positivo. Nel complesso, la crescita dell'occupazione nel 2006 sembra essere ben più equilibrata nelle diverse classi di sesso, età e qualificazione rispetto agli anni passati, mostrando un contributo positivo da parte della maggioranza dei gruppi alla crescita per l'anno.

### Andamenti dell'occupazione per tipo di contratto

In relazione alla composizione della crescita dell'occupazione in termini dei differenti tipi di contratto, la figura B1 presenta un raffronto tra i contributi delle posizioni permanenti e temporanee e tra quelli delle posizioni a tempo pieno e a tempo parziale. Anche sotto questo profilo, nel 2006 l'espansione dell'occupazione è divenuta più equilibrata per i vari tipi di contratto. Dopo avere mostrato una diminuzione per alcuni anni, l'occupazione è aumentata per gli impieghi permanenti e a tempo pieno, mentre il continuo incremento del numero dei lavoratori temporanei e a tempo parziale si è ridotto. Per quanto riguarda i contratti temporanei, cui era ascrivibile quasi l'intera crescita dell'occupazione nel periodo 2004-2005, il loro contributo nel 2006 è stato simile a quello dei contratti permanenti (0,7 e 0,8 punti percentuali rispettivamente). Un quadro analogo emerge dal raffronto tra le posizioni a tempo parziale e a tempo pieno. Il crescente contributo dei contratti permanenti e a tempo pieno potrebbe fornire un'ulteriore conferma del fatto che le variazioni degli andamenti della crescita dell'occupazione nel 2006 interessano tutte le diverse categorie di impiego.

**Figura B Andamenti dell'occupazione per tipo di contratto e settore fra il 2003 e il 2006**

(contributi alla crescita dell'occupazione in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

In un'ottica settoriale, dinamiche positive sono state registrate generalmente in tutti i comparti. Quelle di maggiore rilevanza nel 2006 sono state rappresentate dal sostanziale incremento delle posizioni permanenti nel settore dei servizi e dall'interruzione del forte calo delle stesse nell'industria (cfr. figura B2). L'aumento del numero di contratti temporanei si è protratto nel 2006 in tutti i settori dell'economia.

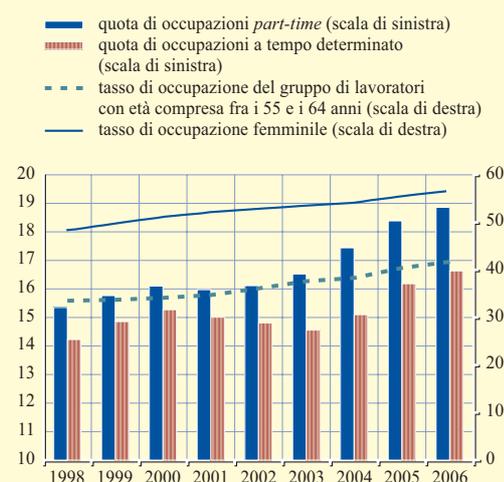
### Tendenze e prospettive a lungo termine

Nel complesso, tuttavia, la ripresa di alcuni settori del mercato del lavoro nel 2006 non ha arrestato il protrarsi degli incrementi tendenziali del tasso di occupazione delle donne e dei lavoratori più anziani, nonché dei tassi relativi alle posizioni temporanee e a tempo parziale (cfr. figura C). Le tendenze positive in questi segmenti possono essere fatte risalire, in parte, a passate riforme del mercato del lavoro<sup>2)</sup> e costituiscono pertanto una dimostrazione evidente dei benefici di futuri ulteriori passi avanti in tal senso.

2) Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro dell'area dell'euro nell'ultimo decennio* nel numero di gennaio 2007 di questo Bollettino.

**Figura C Tassi di occupazione femminile e dei lavoratori di età più elevata e quote delle occupazioni a tempo determinato e *part-time***

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: il tasso di occupazione è il rapporto fra l'occupazione e la popolazione di una determinata categoria.  
La quota di occupazioni a tempo determinato (*part-time*) equivale al numero di occupazioni a tempo determinato (*part-time*) sul totale dell'occupazione.

Le aspettative di occupazione hanno mostrato una tendenza al rialzo dalla metà del 2005 (cfr. figura 48). Sia le indagini della Commissione europea sulle attese di occupazione sia l'indice PMI relativo all'occupazione sono disponibili fino ad agosto e confermano le prospettive favorevoli prevalenti nel mercato del lavoro, indicando ulteriori miglioramenti per l'occupazione nell'area dell'euro all'inizio del terzo trimestre del 2007.

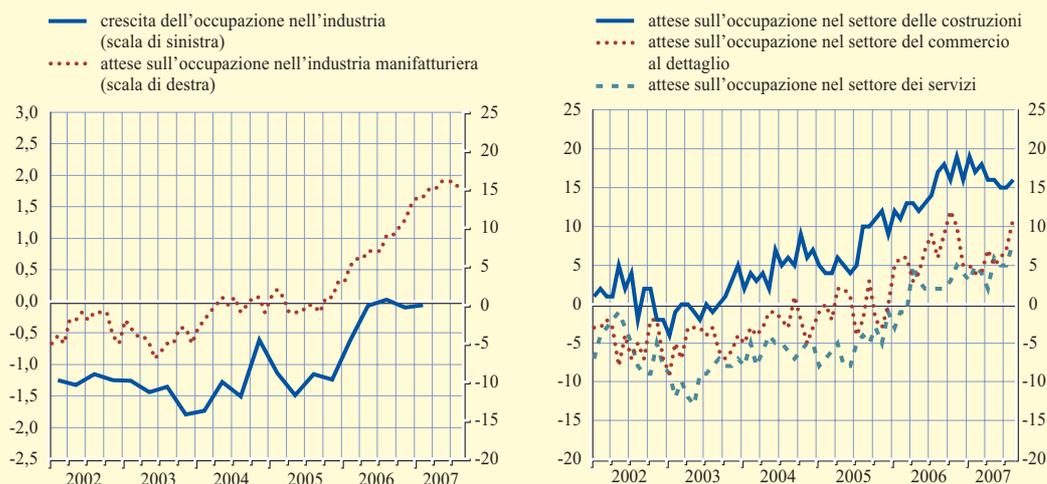
### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Complessivamente, i dati disponibili suggeriscono che l'attività economica nell'area dell'euro sta continuando a espandersi a ritmi sostenuti. I solidi fondamentali dell'economia dell'area, in particolare la positiva situazione finanziaria del settore delle imprese e il vigore del mercato del lavoro, forniscono indicazioni confortanti per ordinato riassorbimento delle turbolenze dei mercati finanziari. Ci si attende che l'attività economica mondiale rimanga robusta e fornisca sostegno alle esportazioni e agli investimenti dell'area dell'euro. La crescita dei consumi nell'area dovrebbe rafforzarsi ulteriormente nel tempo, in linea con l'evoluzione del reddito reale disponibile contestuale al protratto miglioramento delle condizioni dell'occupazione.

Coerentemente con tale valutazione le ultime proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE prevedono una crescita del PIL in termini reali compresa tra il 2,2 e il 2,8 per cento nel 2007 e tra l'1,8 e il 2,8 per cento nel 2008 (cfr. riquadro 9).

**Figura 48 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione**

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



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

Tuttavia, questo scenario favorevole è soggetto a rischi verso il basso connessi principalmente a possibili più estese ricadute della rivalutazione dei rischi in corso nei mercati finanziari, agli squilibri internazionali e alle pressioni protezionistiche, nonché a ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime.

**Riquadro 9**

**PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE**

Sulla base delle informazioni disponibili al 24 agosto 2007, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro <sup>1)</sup>. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso fra il 2,2 e il 2,8 per cento nel 2007 e fra l'1,8 e il 2,8 per cento nel 2008. Il tasso di incremento dello IAPC complessivo si porterebbe in media all'1,9-2,1 per cento nel 2007 e all'1,5-2,5 per cento l'anno seguente.

**Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi del petrolio e le politiche di bilancio**

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni del petrolio e delle materie prime non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato al 14 agosto 2007. Per quanto riguarda i

1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema, svolto congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro due volte l'anno. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle utilizzate nelle proiezioni dell'Eurosistema, che sono descritte in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. Tuttavia, allo stadio attuale l'incertezza che circonda le proiezioni è presumibilmente maggiore della norma a causa degli andamenti dei mercati finanziari.

tassi di interesse a breve termine, misurati dall'Euribor a tre mesi, le attese sono rilevate sui tassi a termine, che riflettono la curva dei rendimenti alla data di chiusura delle ipotesi, e implicano un livello medio complessivo del 4,3 per cento nel 2007 e del 4,5 l'anno seguente. Le aspettative sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano un profilo piatto intorno al 4,5 per cento registrato a metà di agosto. Lo scenario di riferimento tiene conto anche dell'ipotesi di un lieve ampliamento dei differenziali sui tassi bancari attivi nell'orizzonte di proiezione, di riflesso alla maggiore consapevolezza del rischio osservata di recente nei mercati finanziari. In base all'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 14 agosto, si assume che i corsi del petrolio siano pari in media a 68,1 dollari al barile nel 2007 e a 71,9 nel 2008. Le quotazioni delle materie prime non energetiche, espresse in dollari, dovrebbero mediamente aumentare del 20,0 per cento nel 2007 e del 5,7 l'anno seguente.

Viene formulata l'ipotesi tecnica secondo cui i tassi di cambio bilaterali si manterrebbero invariati nell'orizzonte considerato sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 agosto. Tale ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,37 e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti nel 2007 mediamente superiore del 3,1 per cento rispetto alla media del 2006 e nel 2008 più elevato dello 0,5 per cento rispetto alla media del 2007.

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

### **Ipotesi relative al contesto internazionale**

Lo scenario di base delineato dalle proiezioni indica che il contesto esterno all'area dell'euro resterà favorevole nell'orizzonte considerato. Negli Stati Uniti e in Giappone la crescita del PIL in termini reali dovrebbe risultare in certa misura inferiore rispetto agli ultimi anni, mentre nei paesi emergenti dell'Asia si manterrebbe ben al di sopra della media mondiale e anche nella maggior parte delle altre grandi economie continuerebbe a essere vivace.

Nel complesso, si prevede che il tasso di incremento del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro si collochi, in media d'anno, intorno al 5,6 per cento nel 2007 e al 5,3 nel 2008. La crescita dei mercati di esportazione esterni dell'area dovrebbe portarsi a circa il 5,5 per cento nel 2007 e il 6,9 l'anno seguente.

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

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

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

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti tengono conto dei dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

2) I dati includono la Slovenia già nel 2006, ad eccezione di quelli sullo IAPC che comprendono il paese soltanto dal 2007. Questo esercizio previsionale include per la prima volta Cipro e Malta, quale parte integrante dell'area dell'euro, relativamente alle proiezioni per il 2008. Le variazioni percentuali annue per il 2008 sono calcolate sulla base di una composizione dell'area comprendente Cipro e Malta sia nel 2007 sia nel 2008. Le quote di Cipro, Malta e Slovenia nel PIL dell'area sono pari a circa 0,2, 0,1 e 0,3 per cento rispettivamente.

### Proiezioni sulla crescita del PIL

Per quanto riguarda il PIL in termini reali dell'area dell'euro, la stima preliminare dell'Eurostat indica per il secondo trimestre del 2007 un tasso di crescita pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,7 del primo trimestre. Il tasso di incremento trimestrale del prodotto dovrebbe situarsi a circa 0,5-0,6 per cento nell'orizzonte di riferimento. In tale contesto, l'espansione del PIL si collocherebbe, in media d'anno, tra il 2,2 e il 2,8 per cento nel 2007 e tra l'1,8 e il 2,8 per cento nel 2008. Tra le determinanti di tale andamento, la crescita delle esportazioni continuerebbe a sostenere l'attività economica, poiché si ipotizza che la domanda esterna seguiti ad aumentare a un ritmo notevole. Secondo le attese, il forte incremento delle esportazioni e il rialzo dei profitti sosterranno l'espansione degli investimenti, che dovrebbero rallentare nella fase di maturazione del ciclo e con il deteriorarsi delle condizioni di finanziamento. La crescita dei consumi privati dovrebbe beneficiare delle tendenze favorevoli del mercato del lavoro.

### Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Per quanto riguarda lo IAPC complessivo, si prevede un tasso medio di incremento compreso in un intervallo dell'1,9-2,1 per cento nel 2007 e dell'1,5-2,5 per cento l'anno seguente. In linea con le ipotesi sulle quotazioni del petrolio, desunte dai prezzi correnti dei *future*, ci si attende che il contributo positivo dei corsi dei beni energetici e delle materie prime non petrolifere all'andamento dei prezzi al consumo si riduca considerevolmente rispetto agli ultimi anni. Inoltre, si ipotizza attualmente che il contributo delle imposte indirette finora anticipate sia pari a zero nel 2008, a fronte di 0,5 punti percentuali nel 2007. Nel contempo, le proiezioni si basano sull'aspettativa che la dinamica salariale risulti lievemente più elevata nell'orizzonte considerato rispetto al 2006. Poiché l'espansione della produttività del lavoro dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile, ciò implica un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto. Nondimeno, nello scenario di base delineato dalle proiezioni gli effetti al rialzo del più elevato costo unitario del lavoro sono attenuati dall'attesa di un lieve calo della crescita dei margini di profitto.

### Confronto con le proiezioni pubblicate nel giugno 2007

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel numero di giugno 2007 del Bollettino mensile, l'intervallo di valori del tasso di crescita del PIL in termini reali per il 2007 ha subito una leggera correzione verso il basso, per effetto dei prezzi del petrolio in certa misura più elevati e del lieve deterioramento delle condizioni di finanziamento, mentre per il 2008 esso rimane invariato.

Per quanto riguarda il tasso di incremento dello IAPC complessivo sui dodici mesi, i nuovi intervalli previsti per il 2007 e il 2008 si situano in quelli indicati nelle proiezioni di giugno.

#### Tavola B Confronto con le proiezioni di giugno 2007

(variazioni percentuali; medie annue)	2006	2007	2008
PIL in termini reali - giugno 2007	2,9	2,3-2,9	1,8-2,8
PIL in termini reali - settembre 2007	2,9	2,2-2,8	1,8-2,8
IAPC - giugno 2007	2,2	1,8-2,2	1,4-2,6
IAPC - settembre 2007	2,2	1,9-2,1	1,5-2,5

## 5 LA FINANZA PUBBLICA

Le prospettive di bilancio per l'area dell'euro restano in linea con le precedenti aspettative di un progressivo riassorbimento degli squilibri dei conti pubblici, nel quadro di una favorevole congiuntura macroeconomica. Gli ultimi dati tuttavia segnalano rischi di un allentamento prociclico delle politiche fiscali in alcuni paesi, per effetto di aumenti della spesa pubblica e/o di riduzioni delle entrate tributarie. Alla luce degli insegnamenti del passato, i governi dei paesi dell'area dell'euro dovrebbero adottare strategie di bilancio improntate alla prudenza, nonché sfruttare l'attuale contesto economico positivo per progredire nel risanamento dei conti pubblici e realizzare gli obiettivi di bilancio di medio periodo quanto prima, e comunque non oltre il 2010. Ciò permetterebbe di creare un importante margine di sicurezza sia per far fronte all'eventuale venire meno di entrate superiori alle attese, sia per tenere conto dell'incertezza insita nella valutazione in tempo reale della situazione ciclica nella quale si trova l'economia.

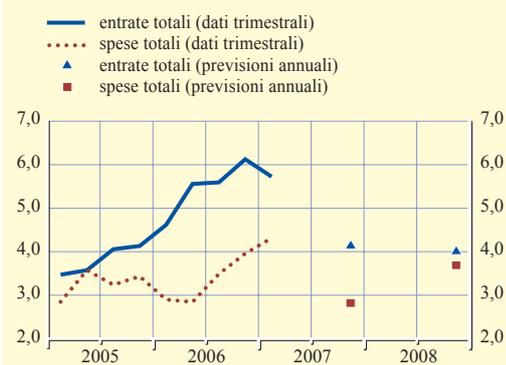
### ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI E PROSPETTIVE PER IL 2007

Gli ultimi dati trimestrali sulla finanza pubblica sono ampiamente coerenti con l'ulteriore diminuzione, nel 2007, del disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro prevista nella primavera di quest'anno dalla Commissione europea e da altre istituzioni internazionali. Sebbene dai dati del primo trimestre sembrano emergere indicazioni preliminari di un rallentamento delle entrate, nel complesso queste ultime hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto, superiore a quello della spesa pubblica (cfr. figura 49). Gli ultimi dati sulle erogazioni includono gli effetti legati a significative spese transitorie della fine del 2006.

Nonostante alcuni sconfinamenti di spesa e l'introduzione di sgravi fiscali, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro pare ormai in grado di raggiungere gli obiettivi di bilancio (in alcuni casi non sufficientemente ambiziosi) definiti negli aggiornamenti dei programmi di stabilità predisposti tra la fine del 2006 e gli inizi del 2007. L'evoluzione positiva dei conti pubblici dovrebbe essere sostenuta principalmente dall'attuale quadro macroeconomico, che continua a favorire consistenti flussi di entrate e una crescita contenuta della spesa. Si prevede che l'orientamento delle politiche di bilancio dell'area, in termini di variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, diventi leggermente restrittivo. Tuttavia, al netto degli effetti temporanei, esso dovrebbe mantenersi sostanzialmente neutrale. Per effetto dell'aumento degli avanzi primari, anche la diminuzione del rapporto debito pubblico/PIL per l'area dell'euro dovrebbe continuare. Per quanto concerne i paesi dell'area dell'euro ancora sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi, nel 2007 il disavanzo pubblico dovrebbe scendere al di sotto del 3 per cento del PIL in Italia, mentre dovrebbe restare sopra tale soglia in Portogallo.

**Figura 49** Statistiche trimestrali sui conti pubblici e previsioni

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali, Commissione europea.

Nota: la figura mostra l'andamento delle entrate e delle spese totali in termini di somme mobili di quattro trimestri per il periodo che va dal primo trimestre del 2005 al primo trimestre del 2007, più le previsioni per il 2007 e il 2008 desunte dall'esercizio previsionale della primavera 2007 della Commissione europea.

### PROGRAMMI PER LA POLITICA DI BILANCIO PER IL 2008 E OLTRE

La maggior parte dei paesi dell'area dell'euro sta attualmente predisponendo le linee guida per la politica di bilancio per il 2008 e aggiornando i programmi di medio periodo. Poiché le informazioni

sugli interventi da attuare non sono ancora complete, a questo stadio è possibile formulare una valutazione solo indicativa delle prospettive dei conti pubblici nell'area dell'euro. La seguente analisi della politica di bilancio per il 2008 si limita ai maggiori paesi dell'area.

In Germania il ministero delle finanze ha diffuso, in luglio, il disegno di legge finanziaria e il programma di bilancio di medio periodo relativi al governo federale e le previsioni per il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche. Il disavanzo delle amministrazioni pubbliche atteso per il 2007 è stato rivisto al ribasso, dall'1,2 per cento del PIL a circa lo 0,5 per cento. Secondo le proiezioni del ministero delle finanze, tale disavanzo resterà allo 0,5 per cento del PIL nel 2008, scenderà lievemente nel 2009 per raggiungere l'obiettivo di medio periodo di un bilancio in pareggio nel 2010 e diventare un avanzo nel 2011. In base al disegno di legge, le entrate del governo federale dovrebbero risultare notevolmente superiori a quanto previsto nella legge finanziaria per il 2007, sia nel 2007 sia nel periodo 2008-2010; è stato programmato di spendere circa la metà di queste entrate federali maggiori delle attese, anziché destinarle a una più rapida riduzione del disavanzo e del debito. Le ultime informazioni sembrerebbero indicare migliori risultati di bilancio per il 2007 e il 2008.

In Francia in giugno il nuovo governo ha annunciato interventi volti a ridurre la tassazione. Secondo le stime ufficiali, le minori entrate derivanti dalla riforma saranno pari allo 0,1 per cento del PIL nel 2007, allo 0,6 nel 2008 e allo 0,8 nel 2009. Sono in programma ulteriori modifiche del sistema tributario, ma non se ne conoscono ancora chiaramente né i tempi, né i contenuti. Il governo francese prevede che il rapporto disavanzo pubblico/PIL si collochi intorno al 2,4 per cento nel 2007, per poi scendere al 2,3 per cento nel 2008. L'obiettivo di medio periodo di un bilancio in pareggio non dovrebbe essere conseguito prima del 2012, anche se la Francia si adopererà per raggiungere prima tale traguardo, forse entro il 2010, se la crescita economica dovesse risultare superiore alle attese.

In Italia il governo ha presentato il Documento di programmazione economico-finanziaria (DPEF) per gli anni 2008-2011. Il DPEF integra gli effetti di un provvedimento teso a erogare nel 2007 maggiori spese, per un ammontare pari a circa lo 0,4 per cento del PIL, a favore sia di destinatari di pensioni basse e sia di famiglie e giovani. Alcune di queste spese saranno di natura strutturale. Queste spese aggiuntive dovrebbe essere finanziate solo in parte dalle entrate maggiori del previsto. Nel complesso, il governo si pone ora come obiettivo un disavanzo pari al 2,5 per cento del PIL nel 2007, al 2,2 nel 2008 e all'1,5 nel 2009. Sulla base di questi presupposti, l'Italia non raggiungerebbe il proprio obiettivo di medio periodo di un bilancio in pareggio fino al 2011.

#### **EVITARE GLI ERRORI DEL PASSATO**

L'attuale situazione di bilancio ha alcune caratteristiche in comune con quella del precedente periodo di ripresa economica (1999-2000): i programmi e gli obiettivi di bilancio sembrano nuovamente presupporre che l'andamento favorevole delle entrate fino ad ora osservato abbia natura permanente. Anche nel periodo 1999-2000 era atteso il perdurare delle favorevoli prospettive economiche e di bilancio; ciò ha spinto i governi a ridurre l'imposizione tributaria e ad aumentare la spesa in modo permanente, senza predisporre interventi compensativi di natura strutturale dal lato della spesa. Di fatto poi, dopo il 2000, il contesto congiunturale è significativamente peggiorato comportando minori entrate e maggiori spese e quindi un notevole deterioramento dei conti pubblici dell'area dell'euro che ancora oggi non è stato completamente risanato (cfr. tavola 9).

Alla luce dell'attuale positivo quadro economico, è fondamentale che gli errori del passato non vengano ripetuti e che tutti i governi dei paesi dell'area dell'euro mettano in pratica gli insegnamenti tratti dall'episodio del 1999-2000. In primo luogo, essi dovrebbero sfruttare le attuali opportunità per correggere rapidamente gli squilibri dei conti pubblici, così da conseguire solide posizioni di

**Tavola 9 Saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche e crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro nel periodo 2000-02**

Anno	Previsioni (autunno 2000)			Dati effettivi/risultati (primavera 2007)		
	Saldo di bilancio	Saldo primario corretto per il ciclo	PIL in termini reali	Saldo di bilancio	Saldo primario corretto per il ciclo	PIL in termini reali
2000	-0,7	3,4	3,5	-1,0	2,9	3,9
2001	-0,5	3,1	3,1	-1,9	1,2	1,9
2002	-0,4	3,2	3,0	-2,6	0,7	0,9

Fonte: Commissione europea, autunno 2000 e primavera 2007.

Nota: i dati non includono i proventi della vendita delle licenze UMTS.

bilancio nel medio periodo. Ciò permetterà loro, da un lato, di lasciare operare gli stabilizzatori automatici al sopraggiungere della prossima fase congiunturale sfavorevole e, dall'altro, di prepararsi ad affrontare le conseguenze dell'invecchiamento della popolazione sui conti pubblici, riducendo il rapporto debito pubblico/PIL a un ritmo adeguato. In secondo luogo, i governi dovrebbero evitare interventi fiscali discrezionali di carattere espansivo, siano essi sotto forma di maggiori spese e/o di minore tassazione di natura permanente. Per evitare gli errori del passato, occorre realizzare almeno gli obiettivi di bilancio per il 2007 (peraltro non ambiziosi in taluni paesi) e utilizzare interamente le entrate maggiori delle attese per accelerare la riduzione del disavanzo e del debito. I programmi di bilancio per il 2008 dovrebbero tenere conto della necessità, presente ancora in diversi paesi, di compiere ulteriori progressi nel risanamento dei conti pubblici, includendo misure concrete di riduzione dei disavanzi, preferibilmente dal lato della spesa. I paesi che decidono di ridimensionare i propri piani di risanamento in vista di una dinamica delle entrate inaspettatamente positiva rischiano di ripetere l'esperienza del biennio 1999-2000, quando la mancanza di prudenza ha in breve tempo condotto a situazioni di disavanzo eccessivo.

Soprattutto i paesi che presentano ancora un disavanzo eccessivo dovrebbero impegnarsi al massimo per riportare il proprio disavanzo al disotto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL, al più tardi entro i termini fissati dal Consiglio Ecofin. Per quanto riguarda i paesi che non si trovano in una situazione di disavanzo eccessivo ma che non hanno ancora raggiunto i propri obiettivi di bilancio di medio periodo, i programmi dovrebbero garantire sufficienti progressi nell'attuale contesto economico favorevole, ossia un miglioramento annuo del saldo di bilancio strutturale pari ad almeno il valore di riferimento dello 0,5 per cento del PIL. I paesi dell'area dell'euro che hanno già realizzato i loro obiettivi di medio periodo dovrebbero evitare politiche di bilancio espansive, che potrebbero mettere a repentaglio i risultati ottenuti e dare un orientamento prociclico alla politica di bilancio.

Durante la riunione informale dell'Eurogruppo del 20 aprile 2007 a Berlino, i ministri delle finanze dell'area dell'euro hanno raggiunto un accordo sulle suddette linee guida per le politiche di bilancio, riconoscendone l'adeguatezza. Riveste ora importanza cruciale che questo accordo venga attuato pienamente e che tutti i paesi conseguano quanto prima, e comunque non oltre il 2010, i propri obiettivi di medio periodo, conseguendo posizioni di bilancio solide.

Anche considerazioni di medio-lungo periodo richiedono un significativo risanamento per far fronte al livello elevato dei rapporti debito pubblico/PIL, ai bassi tassi di crescita potenziale e alle ingenti passività implicite derivanti dall'invecchiamento della popolazione. La politica di bilancio per il 2008 e per gli anni successivi dovrebbe pertanto continuare a considerare il risanamento come parte integrante di una più ampia strategia di medio termine che migliori la sostenibilità e la

qualità delle finanze pubbliche. Il contenimento della spesa e la riforma dei sistemi di previdenza sociale dovrebbero non soltanto favorire il conseguimento degli obiettivi fissati per il disavanzo e per il debito, ma anche permettere una diminuzione della pressione fiscale al fine di migliorare gli incentivi all'occupazione, all'investimento e all'innovazione e di promuovere un'allocatione efficiente dei fattori di produzione. Un'ulteriore sfida a questo riguardo è la ricerca del modo migliore di rafforzare l'efficienza e la trasparenza dei sistemi tributari dei paesi dell'area dell'euro, anche alla luce dell'esperienza di alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale con i cosiddetti sistemi "flat tax" (cfr. riquadro 10).

#### Riquadro 10

### FLAT TAXES NELL'EUROPA CENTRALE E ORIENTALE

Più di venti paesi al mondo, inclusi cinque Stati membri dell'Europa centrale e orientale e sette paesi limitrofi all'UE, hanno introdotto una cosiddetta *flat tax* (inizialmente i tre paesi baltici nel 1994-95, seguiti dal 2001 da una seconda ondata di paesi tra cui la Russia, la Serbia, l'Ucraina, la Slovacchia, la Georgia, la Romania, l'ex Repubblica Iugoslava di Macedonia, il Montenegro e l'Albania – cfr. tavola). Il concetto di *flat tax* è solitamente associato ai lavori

#### Flat taxes in alcuni Stati membri dell'UE e paesi confinanti

Paese	Anno introduzione flat taxes	Aliquota sul reddito delle persone fisiche (in perc.)			Aliquota sul reddito delle imprese (in perc.)		
		Prima della riforma	Dopo la riforma	2007	Prima della riforma	Dopo la riforma	2007
Estonia	1994	16-33	26	22 <sup>1)</sup>	35	26	22 <sup>1)</sup>
Lituania	1994	18-33	33	27 <sup>2)</sup>	29	29	15
Lettonia	1995	25-10 <sup>3)</sup>	25	25	25	25	15
Russia	2001	12-30	13	13	15	35 <sup>4)</sup>	24
Serbia	2003	10-20	14	14	20	14	14
Ucraina	2004	10-40	13	15	30	25	25
Slovacchia	2004	10-38	19	19	25	19	19
Georgia	2005	12-20	12	12	20	20	20
Romania	2005	18-40	16	16	25	16	16
Macedonia (ex Jugoslavia)	2007	15-24	12	12 <sup>5)</sup>	15	12	12 <sup>5)</sup>
Montenegro	2007	16-24	15	15 <sup>6)</sup>	15-20	9	9
Albania	2007	5-30	10	10 <sup>7)</sup>	20	10	10

#### Confronto con i tre principali paesi dell'area dell'euro

	Aliquota sul reddito delle persone fisiche (in perc.)	Aliquota sul reddito delle imprese (in perc.)
Germania	15-42	38,70 <sup>8)</sup>
Francia	5,5-40	33,33
Italia	23-43	33

Fonti: Keen, M., Y. Kim e R. Varsano. (2006), *The "Flat Tax(es)": Principles and Evidence*, Working Paper dell'FMI WP/06/218; Nicodème, G. (2007), "Flat tax: Does one rate fit all?", *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 42(3), 138-142; European Commission's "Taxes in Europe" database; World Bank; national finance ministries; Federation of International Trade Associations.

Nota: in corsivo sono indicati i paesi che non appartengono alla UE.

1) Da ridurre gradualmente al 20 per cento entro il 2009.

2) Da ridurre al 24 per cento nel 2008.

3) Struttura regressiva.

4) Inclusa l'aliquota del 5 per cento relativa a imposte comunali.

5) Da ridurre al 10 per cento nel 2008.

6) Da ridurre al 9 per cento entro il 2010.

7) Al primo luglio 2007.

8) Tasso complessivo ottenuto aggiungendo all'aliquota del 25 per cento le aliquote dell'imposta locale sui profitti e delle addizionali; da ridurre al 29,83 per cento nel 2008.

accademici di Hall e Rabushka<sup>1)</sup>, che considerano l'applicazione di un'aliquota di imposta unica sia ai redditi personali sia a quelli delle imprese al di sopra di una determinata soglia o "quota minima esente". Nella pratica, tuttavia, nessuno dei paesi citati ha adottato un sistema ad aliquota unica puro. Le effettive riforme dell'imposizione si sono allontanate dal principio dell'"aliquota unica" dando luogo a diverse strutture di imposta. In particolare, le differenze riguardano il livello di reddito minimo esente da imposizione, il livello delle aliquote legali per i redditi personali e societari e la definizione delle basi imponibili, ad esempio per quanto riguarda il trattamento dei dividendi.

In questo riquadro si esaminano più in dettaglio le principali argomentazioni teoriche relative all'introduzione di *flat taxes* e si descrivono le recenti esperienze di attuazione di tale tipo di sistema tributario dei paesi sopra menzionati.

Secondo la letteratura accademica, una motivazione fondamentale a favore dell'introduzione della *flat tax* risiede nella sua semplicità, caratteristica che dovrebbe accrescere la trasparenza, abbassare i costi amministrativi e ridurre i fenomeni di elusione/evasione fiscale. Ci si attende che tale risultato positivo riguardi soprattutto i paesi precedentemente interessati da significativi fenomeni di elusione/evasione. Inoltre, l'applicazione di un sistema di *flat taxes* è talvolta tesa a ridurre le distorsioni dovute alla tassazione e pertanto a migliorare l'efficienza economica. In particolare, l'introduzione di un sistema di *flat taxes* sui redditi societari e personali può rafforzare gli incentivi al lavoro, all'investimento e all'innovazione se essa riduce la pressione fiscale. È stato inoltre affermato che tali riforme possano autofinanziarsi, qualora contribuiscano effettivamente a un aumento degli investimenti, dell'occupazione e della crescita del prodotto.

Poiché i sistemi con aliquote uniche sono più trasparenti rispetto a sistemi con struttura progressiva delle aliquote, essi rendono più semplici anche i confronti tra paesi. Nel contesto di una maggiore integrazione economica a livello internazionale e di una maggiore mobilità dei capitali e del lavoro, specie all'interno dell'UE, tale caratteristica potrebbe indurre i paesi a fissare aliquote uniche basse al fine di attirare fattori di produzione e basi imponibili mobili. Ciò pone un vincolo ai paesi con un'elevata pressione fiscale. A tale riguardo, la letteratura accademica indica una potenziale "gara al ribasso" delle aliquote che potrebbe erodere le entrate fiscali e tradursi in una fornitura insufficiente di alcuni beni pubblici, come un'amministrazione pubblica efficace, valide infrastrutture e sistemi di istruzione di alta qualità, elementi cruciali per attrarre fattori di produzione mobili.

Inoltre, sistemi con *flat taxes* pongono problemi di equità in quanto influiscono sulla distribuzione dei redditi personali. Diversi recenti studi accademici<sup>2)</sup> che simulano l'adozione di sistemi con *flat taxes* nei paesi europei concludono che, sebbene i sistemi con *flat taxes* possano migliorare in alcuni casi l'efficienza economica, ciò si realizzerebbe penalizzando l'equità verticale. Tuttavia, una controargomentazione a tale risultato evidenzia che gli obiettivi di redistribuzione potrebbero essere meglio conseguiti mediante la realizzazione di sistemi di sussidi pubblici adeguatamente concepiti.

1) Hall, R. E. e A. Rabushka (1983), "Low Tax, Simple Tax, Flat Tax" (New York: Mc Graw Hill); 1985, *The Flat Tax* (Stanford: Hoover Institution Press).

2) Ad esempio, Fuest, C., A. Peichl e T. Schaefer (2007), *Is a flat tax politically feasible in a grown-up welfare state?*, FIFO-CPE Discussion Paper, 07-6, e diversi altri studi pubblicati nella *IB Review*, Institute of Macroeconomic Analysis and Development, 40(1-2): 69-153.

Gli studi empirici forniscono risultati contrastanti sull'impatto dei sistemi con *flat taxes*. Le aspettative di una maggiore semplicità non sono state sempre soddisfatte. Alcuni studi su singoli paesi<sup>3)</sup> riscontrano effetti positivi in termini di semplicità e di riduzione dei fenomeni di elusione/evasione. Altri<sup>4)</sup> mostrano che la semplicità dei sistemi tributari è cresciuta solo in misura marginale, mentre resta la complessità associata alle molteplici esenzioni e al trattamento fiscale differenziato per certe categorie di reddito. Tali risultati suggeriscono che la complessità non deriva necessariamente dalla struttura progressiva delle aliquote quanto dalla definizione della base imponibile e delle opzioni di esenzione.

Per quanto concerne gli incentivi al lavoro, all'investimento e all'innovazione, le analisi empiriche su paesi baltici, Georgia, Romania, Russia, Slovacchia e Ucraina non trovano un chiaro riscontro dei benefici attesi. Le nuove aliquote legali uniche per i redditi personali e societari non sono sempre basse. Nella maggior parte dei paesi che hanno partecipato alla seconda fase di riforme tributarie, l'aliquota unica sui redditi personali è stata fissata a un livello uguale o appena inferiore a quello dell'aliquota marginale più bassa vigente prima delle riforme; in Lituania e Lettonia essa è stata fissata al livello di quella più alta (cfr. tavola). Anche nel caso della Russia l'analisi empirica non ha riscontrato evidenza di maggiori incentivi al lavoro<sup>5)</sup>. Le aliquote legali delle *flat taxes* sui redditi delle imprese sono nella maggior parte dei casi inferiori a quelle applicate nei più grandi paesi dell'area dell'euro; tuttavia, tale raffronto è offuscato da differenze significative nella definizione delle basi imponibili.

Inoltre, non vi sono chiare indicazioni del fatto che l'introduzione di *flat taxes* si sia autofinanziata, benché le analisi non segnalino nemmeno drastiche riduzioni delle entrate tributarie. In Slovacchia, le entrate rivenienti dalle imposte sui redditi personali e societari sono calate nel primo anno di applicazione della riforma (rispettivamente dello 0,8 e dello 0,2 per cento del PIL), ma sono aumentate successivamente.

Quanto alla crescita economica, sebbene i paesi dell'Europa centrale e orientale abbiano registrato elevati tassi di incremento del PIL in termini reali, questo risultato favorevole potrebbe essere indipendente dall'introduzione di *flat taxes*. Le analisi empiriche mantengono un atteggiamento cauto nella definizione di un rapporto di causalità, poiché le riforme tributarie erano generalmente parte di un vasto insieme di interventi di bilancio e strutturali di grande portata che potrebbero avere svolto un ruolo più importante rispetto a quello delle *flat taxes*.

Per quanto concerne gli effetti distributivi, le indagini empiriche non rilevano sempre segnali chiari di una riduzione del grado di progressività della tassazione, specie quando le *flat taxes* riguardano solo una parte dell'intero sistema tributario e non interessano i contributi previdenziali. Da un lato, nei paesi in cui l'aliquota unica sui redditi personali è superiore all'aliquota marginale più bassa precedente alla riforma, la quota minima esente da imposte non è stata sempre accresciuta ed è stata in certi casi ridotta (Lettonia), implicando un aumento delle imposte pagate dai contribuenti più poveri e una riduzione della progressività. Dall'altro, l'adozione di

3) Vanasaun, I. (2006), "Experience of flat income tax: The Estonian case", *IB Review*, 40(1-2): 101-106; Saavedra, P., A. Marcincin e J. Valachy (2007), "Flat income tax reforms", in Grey, C., T. Lane e A. Varoudakis (2007), *Fiscal Policy and Economic Growth. Lessons for Eastern Europe and Central Asia*, World Bank.

4) Keen, M., Y. Kim e R. Varsano (2006), *The "Flat Tax(es)": Principles and Evidence*, Working Papers dell'FMI WP/06/218.

5) Gaddy, C.G. e W.G. Gale (2005), "Demythologizing the Russian flat tax", *Tax Notes International*, 983-988; Ivanova, A., M. Keen e A. Klemm (a cura di) (2005), *The Russian flat tax reform*, Working Paper dell'FMI WP/05/16.

una *flat tax* in Slovacchia pare avere rafforzato la progressività della tassazione, mediante il crescente ruolo svolto dai crediti di imposta e dalle deduzioni fiscali <sup>6)</sup>.

Questa sintesi delle argomentazioni teoriche e dell'evidenza empirica relativa ai paesi dell'Europa centrale e orientale consente di trarre le seguenti conclusioni. In primo luogo, l'introduzione di *flat taxes* non è di per sé sufficiente a semplificare i sistemi tributari, giacché la complessità è principalmente ascrivibile alla definizione delle basi imponibili e, in particolare, a quella delle esenzioni e delle caratteristiche che possono essere sfruttate a fini di elusione/evasione fiscale. L'adozione di prassi migliori, nonché la lotta alla frode fiscale, la modernizzazione e il rafforzamento dell'amministrazione del sistema tributario contribuirebbero ad accrescere la trasparenza e a limitare i fenomeni di elusione/evasione. In secondo luogo, il fatto che nella maggior parte dei paesi l'introduzione di *flat taxes* sia stata accompagnata da importanti interventi strutturali rende difficile isolare l'impatto di queste ultime sui risultati macroeconomici e sulle entrate tributarie. Inoltre, le aliquote uniche sui redditi personali tendono a essere inferiori alle aliquote marginali più elevate vigenti nel sistema precedente e le aliquote legali sui redditi delle imprese nei paesi che hanno adottato il modello *flat rate* sono solitamente più basse rispetto a quelle applicate nell'area dell'euro. Benché i confronti tra paesi risentano delle differenze nella definizione delle basi imponibili, essi indicano una maggiore pressione al ribasso sulle aliquote tributarie, particolarmente per quanto riguarda gli individui con redditi elevati e le società. Questo contesto maggiormente concorrenziale rappresenta una sfida per i paesi dell'area dell'euro ed evidenzia l'importanza di un'attenta valutazione dell'efficienza e della qualità dell'imposizione e della spesa pubblica.

6) World Bank (2005), *The Quest for Equitable Growth in the Slovak Republic. Earning Your Way Out of Poverty: Assessing the Distributional Effects of Recent Slovak Reforms of the Tax and Benefit Systems*, World Bank Living Standards Assessment: Policy Note 2, Report No. 32433-SK.

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

### 6.1 TASSI DI CAMBIO

Dopo essere rimasto sostanzialmente stabile nella parte centrale del 2006, l'euro si è generalmente apprezzato tra la fine dello scorso anno e aprile 2007. Da allora i suoi movimenti non hanno evidenziato una tendenza chiara, nonostante la notevole volatilità di breve periodo. In termini effettivi, il 5 settembre la moneta unica europea risultava superiore del 3,1 per cento alla propria media del 2006.

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

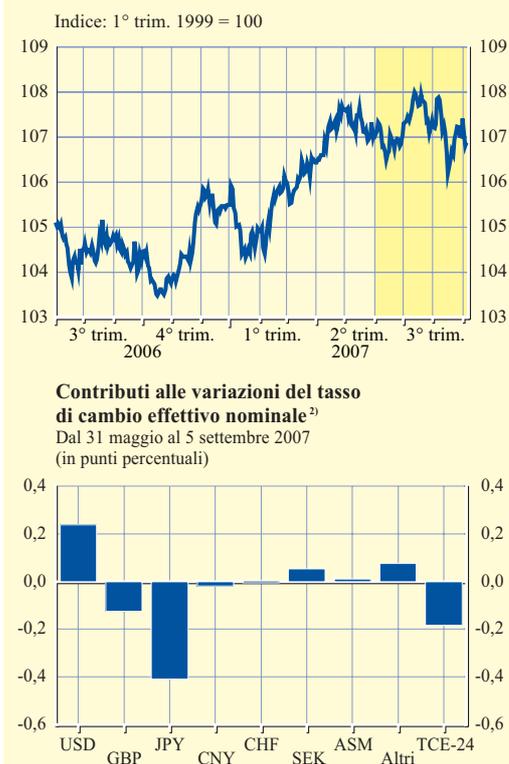
Tra la fine del 2006 e l'ultima parte di aprile 2007 l'euro ha registrato un rafforzamento relativamente generalizzato, sorretto in qualche misura dalle variazioni nella valutazione degli operatori circa la posizione ciclica relativa dell'area dell'euro rispetto ai suoi principali partner commerciali. Da maggio la fase di apprezzamento sembra essersi conclusa e la moneta unica non ha in generale evidenziato alcuna tendenza significativa, in presenza di una notevole volatilità di breve periodo. Il 5 settembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 24 importanti partner commerciali dell'area – era sostanzialmente invariato rispetto al livello di fine maggio e superiore del 3,1 per cento alla propria media del 2006 (cfr. figura 50). La generale stabilità in termini effettivi negli ultimi tre mesi occulta alcuni movimenti più pronunciati dei tassi bilaterali: l'euro ha registrato un forte apprezzamento sul fiorino ungherese, il won coreano e il dollaro australiano, mentre si è deprezzato in particolare sullo yen giapponese e – in misura inferiore – sulla corona norvegese e su quella ceca. In termini degli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro basati sull'andamento dei prezzi al consumo e di quelli alla produzione, in agosto i tassi di cambio effettivi reali dell'euro erano superiori di circa il 3 per cento alle rispettive medie del 2006 (cfr. figura 51).

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Il dollaro statunitense ha sostanzialmente rispecchiato gli andamenti dei tassi effettivi nominali dell'euro negli ultimi mesi. Dopo essersi apprezzato sul dollaro tra l'ultima parte del 2006 e la fine di aprile 2007, la moneta unica non ha in generale evidenziato alcuna tendenza significativa in presenza di alcune notevoli oscillazioni di breve periodo. Negli ultimi tre mesi l'euro è inizialmente tornato a rafforzarsi,

Figura 50 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Note: l'area ombreggiata si riferisce al periodo 31 maggio - 5 settembre 2007.

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.

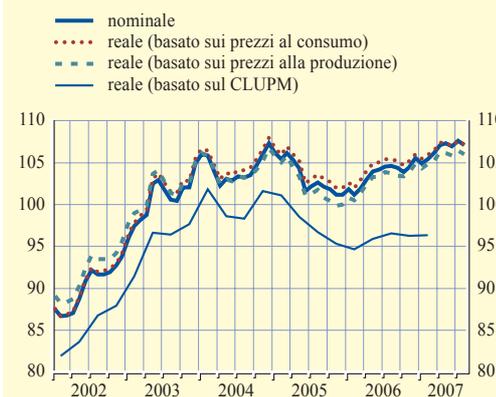
fino a raggiungere un massimo storico di 1,383 dollari il 24 luglio, per poi perdere parte del terreno guadagnato ed evidenziare un calo particolarmente forte nella prima metà di agosto. Negli ultimi mesi il tasso di cambio dell'euro con il dollaro ha risentito dei periodici cambiamenti di valutazione degli operatori circa le prospettive cicliche relative delle due aree economiche. Il ruolo di tali considerazioni è diminuito nel periodo più recente, quando hanno acquisito rilievo i timori per le condizioni di liquidità sui mercati monetari e del credito a livello mondiale. In particolare, tali timori hanno determinato un generale aumento sia dell'avversione al rischio da parte degli investitori sia della volatilità complessiva, in un contesto in cui la volatilità implicita nel cambio dollaro/euro è aumentata rispetto ai precedenti minimi storici. Di conseguenza, il dollaro statunitense potrebbe aver tratto beneficio dalle considerazioni degli investitori internazionali connesse alla ricerca di approdi sicuri. Anche i timori per l'esposizione delle banche europee al settore statunitense dei mutui di qualità non primaria avrebbero pesato sulla moneta unica. L'indebolimento dell'euro rispetto al dollaro osservato nella prima metà di agosto si è invertito nella seconda parte del mese, quando i mercati hanno evidenziato alcuni segnali di stabilizzazione. Il 5 settembre l'euro era scambiato a 1,36 dollari, un livello superiore dell'1,0 per cento a quello di fine maggio e dell'8,2 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 52).

#### YEN GIAPPONESE/EURO

Negli ultimi mesi l'euro ha inizialmente continuato a rafforzarsi sullo yen giapponese, proseguendo una tendenza in atto dalla metà del 2005, e il 13 luglio ha raggiunto un massimo storico di 168,68 yen. Da allora si è fortemente deprezzato, perdendo quasi il 7 per cento nel contesto di un generale rafforzamento dello yen. I movimenti del tasso di cambio della moneta nipponica negli ultimi mesi sono in larga misura riconducibili all'evolversi dell'atteggiamento degli investitori internazionali nei confronti dei *carry trade*. Il rafforzamento dell'euro sullo yen fino a metà luglio sarebbe in particolare da ricondurre all'attrattiva di quest'ultimo come moneta di finanziamento dei *carry trade*, per l'effetto congiunto del basso livello dei tassi di interesse giapponesi, della ridotta volatilità implicita e della scarsa avversione al rischio da parte degli investitori. La turbolenza sui mercati agli inizi di marzo ha determinato una correzione solo temporanea della corrispondente tendenza al deprezzamento dello yen e i guadagni iniziali sono stati rapidamente riassorbiti. Le più recenti tensioni sui mercati finanziari mondiali in agosto avrebbero avuto un impatto maggiormente significativo sullo yen, come indica l'ampiezza dei movimenti dei cambi. Ciò potrebbe essere connesso all'aumento più sensibile della rischiosità dei *carry trade* – misurata dalla volatilità implicita dei tassi di cambio dello yen – nell'episodio recente, in cui la volatilità implicita del cambio yen/euro è salita ben al di sopra delle medie storiche. Nel contempo i *risk reversal* calcolati a partire dai prezzi delle opzioni indicano un sensibile spostamento delle attese dei mercati a favore di un rafforzamento della moneta nipponica. Il 5 settembre l'euro era quotato a 157,11 yen, un livello inferiore del 3,9 per cento a quello di fine maggio e superiore del 7,6 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 52).

**Figura 51 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale <sup>1)</sup>**

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

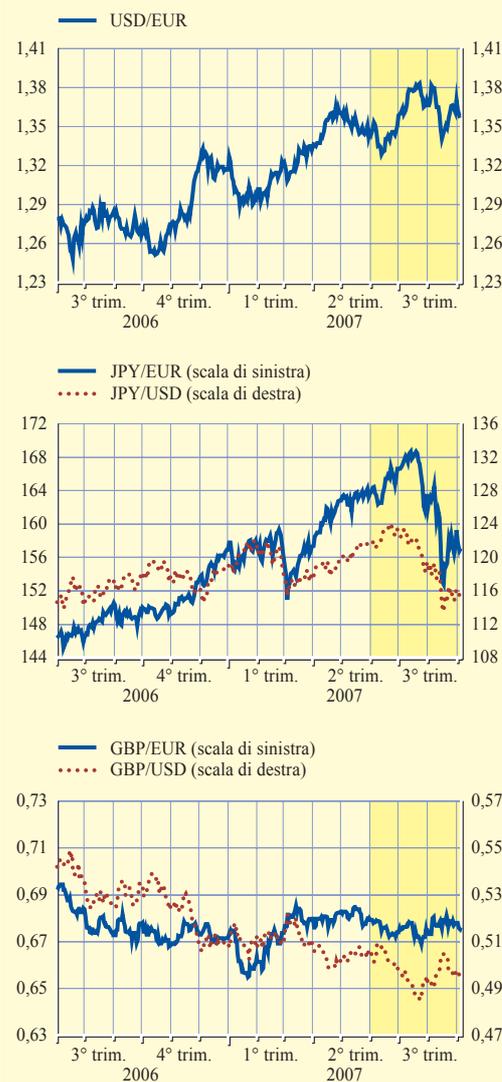


Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-24 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono ad agosto 2007 (al 1° trimestre 2007 per il TCE-24 reale basato sul CLUPM; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime).

**Figura 52 Tassi di cambio**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: L'area ombreggiata si riferisce al periodo 31 maggio - 5 settembre 2007.

**Figura 53 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.

1) La linea verticale indica la data del 19 marzo 2007 allorché la parità centrale della corona slovacca nei confronti dell'euro è stata rivalutata da SKK 38,4550 a SKK 35,4424.

## VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Come nel 2006, durante i primi otto mesi del 2007 gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 53). La corona slovacca, il cui tasso centrale era stato rivalutata in marzo, si è mantenuta nella fascia superiore della sua nuova parità centrale. Un lieve indebolimento dell'euro rispetto alla moneta slovacca nel corso di giugno e luglio è stato parzialmente riassorbito in agosto e il 5 settembre la quotazione di quest'ultima era di 33,78 corone per euro, superiore del 4,7 per cento alla parità centrale e leggermente superiore a quelle di fine maggio. Il lat lettone è rimasto prossi-

mo all'estremità superiore della banda di intervento dell'1 per cento fissata unilateralmente dalla Latvijas Banka, nonostante un lieve incremento della volatilità in agosto. Il 5 settembre il lat era superiore dello 0,6 per cento alla sua parità centrale all'interno degli AEC II, sostanzialmente invariato rispetto a fine maggio.

Per quanto riguarda le valute degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di maggio e il 5 settembre l'euro si è leggermente deprezzato sulla sterlina britannica. La moneta unica, che agli inizi del 2007 aveva subito alcune oscillazioni più pronunciate, è entrata in una fase di generale stabilità rispetto alla sterlina a partire da marzo. Un moderato indebolimento tra maggio e luglio è stato seguito da un nuovo apprezzamento e il 5 settembre l'euro veniva scambiato a 0,68 sterline, un livello inferiore dello 0,6 per cento a quello di fine maggio. Allo stesso tempo, tra la fine di maggio e il 5 settembre l'euro si è apprezzato sul fiorino ungherese e la corona svedese (rispettivamente del 2,2 e 1,1 per cento) e si è deprezzato nei confronti della corona ceca (2,4 per cento).

#### ALTRE VALUTE

Negli ultimi mesi l'euro ha in un primo momento continuato ad apprezzarsi sul franco svizzero, proseguendo una tendenza in atto dalla metà del 2006. Verso la fine di luglio ha iniziato a perdere parte di questi guadagni nel contesto di un più generale rafforzamento della valuta elvetica. Quest'ultimo sarebbe da ricondurre sia all'aumento dell'avversione al rischio e della volatilità sia alla connessa e più generalizzata liquidazione dei carry trade, che in alcuni casi avevano il franco come moneta di finanziamento. Tra la fine di maggio e il 5 settembre l'euro è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al franco svizzero, mentre si è deprezzato del 2,6 per cento sulla corona norvegese. Nel contempo ha registrato un rafforzamento sulle divise di alcuni tra i principali partner commerciali in Asia (guadagnando il 2,1 per cento sul won coreano e lo 0,8 per cento sul dollaro di Hong Kong e su quello di Singapore) e si è inoltre apprezzato sul dollaro australiano (+1,7 per cento).

## 6.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

*Nel secondo trimestre gli scambi commerciali con l'esterno dell'area hanno continuato a crescere moderatamente in entrambe le direzioni. Ciò nonostante, nei dodici mesi fino a giugno l'avanzo dei beni ha continuato ad aumentare, determinando anche un avanzo del conto corrente dell'area nello stesso periodo. Per quanto riguarda il conto finanziario, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme cospicui afflussi netti in questo periodo, contro deflussi netti nel periodo corrispondente dodici mesi prima.*

#### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Nella prima metà del 2007 l'interscambio di beni e servizi con l'esterno dell'area è aumentato moderatamente in entrambe le direzioni dopo i tassi straordinariamente elevati di fine 2006. Più nel dettaglio, il valore delle esportazioni verso l'esterno dell'area è salito dello 0,9 per cento (sul trimestre precedente, in termini stagionalizzati) sia nel primo sia nel secondo trimestre di quest'anno, contro il 3,8 per cento dell'ultimo trimestre del 2006. Tale decelerazione nella prima metà del 2007 ha riflesso principalmente un andamento analogo delle esportazioni di beni e può essere interpretata soprattutto come una normalizzazione della dinamica dell'interscambio. Le importazioni di beni e servizi hanno evidenziato movimenti per lo più in linea con quelli delle esportazioni, mettendo a segno tassi di crescita moderati e rispettivamente pari allo 0,4 e 1,1 per cento nel primo e nel secondo trimestre di quest'anno (cfr. tavola 10).

**Tavola 10 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	
	mag.	giu.	2006 set.	2006 dic.	2007 mar.	2007 giu.	2006 giu.	2007 giu.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	-7,8	5,9	-1,5	2,2	1,5	-1,2	-24,1	3,2
Beni (saldo)	4,1	7,0	1,4	5,2	5,1	5,3	18,7	50,9
Esportazioni	120,9	126,0	116,8	121,9	121,9	123,2	1.306,1	1.451,5
Importazioni	116,9	119,0	115,4	116,7	116,8	117,9	1.287,4	1.400,6
Servizi (saldo)	2,7	3,9	2,9	2,7	3,6	3,3	37,5	37,2
Esportazioni	37,5	38,9	35,7	36,3	37,8	38,0	421,3	443,4
Importazioni	34,7	35,1	32,8	33,6	34,2	34,8	383,8	406,2
Redditi (saldo)	-10,3	-0,1	0,7	0,8	-0,9	-3,7	-11,1	-9,4
Trasferimenti correnti (saldo)	-4,4	-4,9	-6,4	-6,4	-6,3	-6,0	-69,2	-75,5
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	1,1	-40,5	17,0	-15,3	-4,0	-7,2	102,2	-28,4
Investimenti diretti e di portafoglio	-8,5	25,4	-7,2	20,3	32,7	2,7	-46,1	145,3
Investimenti diretti	-13,4	-44,8	-14,6	-19,8	-8,1	-27,6	-202,2	-210,3
Investimenti di portafoglio	5,0	70,2	7,4	40,1	40,7	30,3	156,1	355,7
Azioni	10,8	80,7	8,4	18,3	29,0	26,9	191,9	247,8
Strumenti di debito	-5,8	-10,5	-0,9	21,8	11,7	3,4	-35,8	107,9
Obbligazioni e notes	-11,5	3,4	4,3	32,4	16,2	1,7	-19,9	163,6
Strumenti del mercato monetario	5,7	-13,9	-5,2	-10,6	-4,4	1,6	-15,9	-55,6
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	-1,2	4,1	2,2	3,8	0,9	0,9	12,4	9,7
Importazioni	-0,5	1,6	2,4	1,5	0,4	1,1	16,7	8,1
<b>Beni</b>								
Esportazioni	-1,3	4,2	3,0	4,4	0,0	1,0	12,8	11,1
Importazioni	-0,9	1,8	3,1	1,1	0,1	0,9	18,6	8,8
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	-0,7	3,9	-0,3	1,9	4,0	0,7	11,3	5,3
Importazioni	0,6	0,9	0,2	2,7	1,7	1,6	11,1	5,8

Fonte: BCE.

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

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

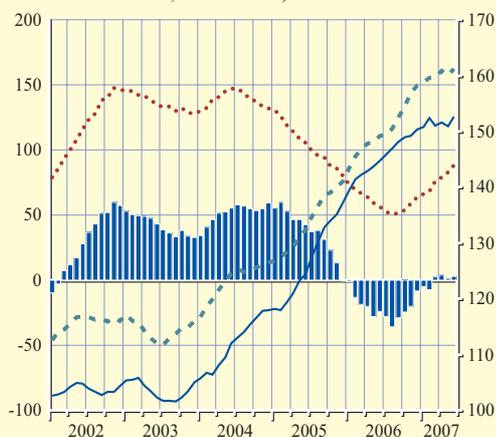
La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile soltanto fino a maggio, indica che la minore crescita delle esportazioni di beni in termini di valore nel 2007 è ascrivibile all'analogo andamento dei volumi. Le esportazioni in termini di volume hanno subito un pronunciato rallentamento agli inizi di quest'anno ed è probabile che siano rimaste praticamente invariate nel secondo trimestre, il che può essere in una certa misura considerato una normalizzazione dopo la fase di forte crescita di fine 2006. Una domanda lievemente più debole nei primi due trimestri del 2007, assieme all'apprezzamento dell'euro, ha concorso alla decelerazione delle esportazioni verso l'esterno dell'area. Nel contempo le esportazioni di beni hanno continuato ad aumentare moderatamente nel secondo trimestre, dopo essere salite dello 0,7 per cento nel primo.

Per quanto riguarda le importazioni, dalla scomposizione in volumi e prezzi si evince che il loro ritmo moderato di espansione in termini di valore riflette la decelerazione in atto in termini di volumi. Tali andamenti rispecchiano il rallentamento dell'attività manifatturiera negli ultimi mesi. Allo stesso tempo è probabile che i prezzi delle importazioni di beni registrino aumenti lievemente superiori nel secondo trimestre (dopo essere rimasti quasi invariati nel primo), dato l'aumento dei corsi petroliferi a livello mondiale.

**Figura 54 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro**

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)

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

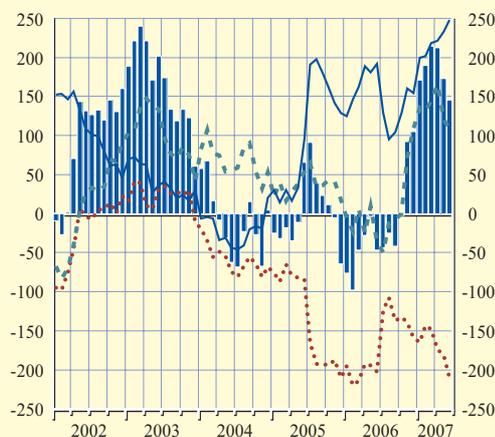


Fonte: BCE.

**Figura 55 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro**

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

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



Fonte: BCE.

In un'ottica di più lungo periodo, in giugno il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un avanzo di 3,2 miliardi di euro (corrispondente a meno dello 0,1 per cento del PIL), a fronte di un disavanzo di 24,1 miliardi un anno prima (cfr. figura 54). Tale risultato va ricondotto in larga misura al saldo dei beni che, in termini cumulati su dodici mesi, è aumentato di 32,2 miliardi di euro rispetto all'anno precedente. Per contro, il saldo dei servizi e quello dei redditi sono rimasti sostanzialmente invariati mentre il disavanzo dei trasferimenti correnti è salito di 6,3 miliardi.

## CONTO FINANZIARIO

Nel secondo trimestre gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 2,7 miliardi di euro, contro una media mensile di 32,7 miliardi nel primo trimestre. Il calo è principalmente riconducibile ai maggiori flussi netti in uscita per investimenti diretti e, in misura inferiore, ai minori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio.

L'aumento dei deflussi netti per investimenti diretti nel secondo trimestre è stato trainato soprattutto dai maggiori investimenti netti all'estero da parte delle imprese dell'area dell'euro sotto forma di capitale azionario e utili reinvestiti, ma vi ha concorso anche la riduzione dei prestiti intersocietari netti tra le capogruppo estere e le proprie affiliate nell'area. Per quanto riguarda gli investimenti di portafoglio, nel secondo trimestre gli afflussi mensili netti medi sono diminuiti principalmente a causa del lieve calo degli acquisti netti di strumenti di debito da parte di non residenti.

Nei dodici mesi fino a giugno gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti cumulati per 145,3 miliardi di euro, a fronte di deflussi netti per 46,1 miliardi un anno prima. Questo mutamento di direzione ha rispecchiato afflussi netti significativamente

superiori (355,7 miliardi di euro) nel conto degli investimenti di portafoglio rispetto al precedente periodo di dodici mesi (cfr. figura 55).

L'evoluzione dei flussi cumulati per investimenti di portafoglio ha continuato a riflettere soprattutto un aumento degli afflussi netti per obbligazioni e notes, quasi interamente ascrivibile ai maggiori acquisti netti di tali strumenti da parte di non residenti (per 510,4 miliardi di euro nei dodici mesi fino a giugno, contro 237,6 miliardi un anno prima). Gli investimenti in prodotti a reddito fisso potrebbero essere diventati più appetibili negli ultimi dodici mesi a causa del rialzo dei tassi di interesse a livello mondiale rispetto ai dodici mesi precedenti e questo potrebbe concorrere a spiegare il generale aumento della domanda di titoli di debito a lungo termine nell'area dell'euro.

Per contro, i maggiori afflussi netti cumulati per titoli azionari sono da ricondurre principalmente ai minori acquisti netti di azioni estere da parte dei residenti dell'area. Tali andamenti potrebbero essere stati sostenuti dalle attese di un'evoluzione favorevole nella crescita relativa degli utili delle imprese dell'area e, di conseguenza, dagli interessanti differenziali attesi tra i rendimenti azionari dell'area e quelli degli Stati Uniti.

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





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

### TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

#### 1 STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

#### 2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM

S21

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S22

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

S24

2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore

S25

#### 3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

#### 4 MERCATI FINANZIARI

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

S35

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

S36

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

S38

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

S40

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

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

#### 5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

1) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.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 ([sdw.ecb.europa.eu](http://sdw.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>	S76
	<b>NOTE TECNICHE</b>	S77
	<b>NOTE GENERALI</b>	S83

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

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 13 (area dell'euro, Slovenia inclusa) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001 e per il 2007, calcolate rispettivamente su basi nel 2000 e nel 2006, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dovuto all'ingresso, nell'ordine, della Grecia e della Slovenia nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovenia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.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	18,4	4,07	4,42
2007 mar.	7,0	9,5	11,0	10,5	10,6	17,3	3,89	4,02
apr.	6,0	8,8	10,3	10,6	10,4	17,9	3,98	4,25
mag.	5,9	9,3	10,6	10,6	10,4	19,0	4,07	4,37
giu.	6,1	9,5	10,9	11,1	10,8	19,0	4,15	4,66
lug.	6,9	10,4	11,7	-	10,9	-	4,22	4,63
ago.	-	-	-	-	-	-	4,54	4,43

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

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
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.	-4,2	18,7	-82,7	90,8	325,3	107,1	107,2	1,3481
2007 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.	-12,1	4,2	-13,4	5,0	327,4	107,3	107,4	1,3511
giu.	11,6	10,1	-44,8	70,2	325,3	106,9	106,9	1,3419
lug.	-	-	-	-	328,8	107,6	107,6	1,3716
ago.	-	-	-	-	-	107,1	107,1	1,3622

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

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

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



## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

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

#### 1. Attività

	10 agosto 2007	17 agosto 2007	24 agosto 2007	31 agosto 2007
<b>Oro e crediti in oro</b>	172.067	172.041	172.025	172.000
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	145.162	144.501	143.452	144.162
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	23.659	24.541	24.899	26.385
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	17.188	17.438	18.123	17.458
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	503.553	460.010	465.203	400.116
Operazioni di rifinanziamento principali	292.500	310.001	274.999	209.998
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	150.003	150.003	190.002	190.001
Operazioni temporanee di fine-tuning	61.050	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	0	202	110
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	6	0	7
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	13.005	12.804	12.827	11.825
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	94.168	91.606	92.336	93.275
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	37.148	37.148	37.148	37.145
<b>Altre attività</b>	247.148	247.614	250.871	255.168
<b>Attività totali</b>	1.253.098	1.207.703	1.216.884	1.157.534

#### 2. Passività

	10 agosto 2007	17 agosto 2007	24 agosto 2007	31 agosto 2007
<b>Banconote in circolazione</b>	644.090	641.910	636.097	637.187
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	256.769	210.527	209.353	132.614
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	256.675	210.273	209.055	132.296
Depositi overnight	94	254	298	318
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	0	0	0
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	187	189	191	189
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	44.407	48.737	63.530	73.187
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	19.084	19.107	19.517	20.859
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	134	133	208	134
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	18.412	18.232	17.130	19.410
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.517	5.517	5.517	5.517
<b>Altre passività</b>	79.174	77.524	79.512	82.536
<b>Rivalutazioni</b>	117.010	117.010	117.010	117.010
<b>Capitale e riserve</b>	68.314	68.817	68.819	68.891
<b>Passività totali</b>	1.253.098	1.207.703	1.216.884	1.157.534

Fonte: BCE.

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

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

	Con effetto dal <sup>1)</sup>	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
		Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
		Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 7
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
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 9 mag.	353.181	325	276.000	3,75	3,81	3,82	6
15	360.720	307	281.000	3,75	3,82	3,82	8
23	364.192	359	295.500	3,75	3,82	3,82	7
30	360.182	331	284.500	3,75	3,82	3,83	7
6 giu.	331.056	322	279.000	3,75	3,75	3,77	7
13	363.785	344	282.000	4,00	4,06	4,07	7
20	365.298	361	288.000	4,00	4,06	4,07	7
27	340.137	341	313.500	4,00	4,07	4,08	7
4 lug.	357.489	334	298.000	4,00	4,03	4,05	7
11	382.686	352	292.000	4,00	4,06	4,06	7
18	375.272	376	301.500	4,00	4,06	4,06	7
25	370.371	358	315.500	4,00	4,06	4,07	7
1 ago.	373.286	329	298.000	4,00	4,04	4,06	7
8	391.978	319	292.500	4,00	4,06	4,07	7
15	426.994	344	310.000	4,00	4,08	4,10	7
22	439.747	355	275.000	4,00	4,08	4,09	7
29	352.724	320	210.000	4,00	4,08	4,09	7
5 set.	426.352	356	256.000	4,00	4,15	4,19	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2006 28 set.	49.801	136	40.000	-	3,30	3,32	84
26 ott.	62.854	159	40.000	-	3,48	3,50	98
30 nov.	72.782	168	40.000	-	3,58	3,58	91
21 dic.	74.150	161	40.000	-	3,66	3,67	98
2007 1 feb.	79.099	164	50.000	-	3,72	3,74	85
1 mar.	80.110	143	50.000	-	3,80	3,81	91
29	76.498	148	50.000	-	3,87	3,87	91
27 apr.	71.294	148	50.000	-	3,96	3,97	90
31 mag.	72.697	147	50.000	-	4,06	4,07	91
28 giu.	66.319	139	50.000	-	4,11	4,12	91
26 lug.	78.703	144	50.000	-	4,20	4,20	98
24 ago.	125.787	146	40.000	-	4,49	4,61	91
30	119.755	168	50.000	-	4,56	4,62	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 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
9 ago.	Operazione temporanea	94.841	49	94.841	4,00	-	-	-	1
10	Operazione temporanea	110.035	62	61.050	-	4,00	4,05	4,08	3
13	Operazione temporanea	84.452	59	47.665	-	4,00	4,06	4,07	1
14	Operazione temporanea	45.967	41	7.700	-	4,00	4,07	4,07	1
6 set.	Operazione temporanea	90.895	46	42.245	-	4,00	4,06	4,13	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	
							1
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	
giu.	16.753,3	8.940,5	677,6	2.066,6	1.383,5	3.685,1	

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

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 1° trim.	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
2007 17 apr.	181,8	182,6	0,8	0,0	3,81
14 mag.	182,2	183,2	1,0	0,0	3,82
12 giu.	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
10 lug.	188,3	189,6	1,2	0,0	4,06
7 ago.	191,3	192,0	0,7	0,0	4,06
11 set.	191,9				

**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
7 ago.	316,7	301,7	150,0	0,1	0,0	0,4	0,0	639,7	52,3	-115,8	192,0	832,1

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) A partire dal 1° gennaio 2007 comprende le operazioni di politica monetaria condotte in forma di raccolta di depositi a tasso fisso dalla Banka Slovenije e ancora in essere successivamente a tale data.



## 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 1° trim.	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
2007 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.	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
lug. <sup>(p)</sup>	1.669,8	762,7	17,7	0,6	744,3	254,5	216,8	2,2	35,5	-	17,5	357,5	15,6	262,0
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 1° trim.	27.107,8	15.340,0	801,4	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	1.890,1
2007 apr.	27.479,0	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	1.894,5
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.	28.062,4	15.778,6	798,1	9.711,6	5.268,9	3.763,6	1.284,4	758,2	1.721,0	96,1	1.277,0	4.872,5	201,5	2.073,1
lug. <sup>(p)</sup>	28.137,1	15.879,6	799,6	9.809,4	5.270,6	3.773,4	1.257,4	775,1	1.740,9	97,1	1.263,2	4.924,0	198,1	2.001,8

#### 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 1° trim.	1.576,7	632,7	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
2007 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.	1.651,5	652,6	495,2	51,2	23,3	420,7	-	0,1	207,0	51,0	245,6
lug. <sup>(p)</sup>	1.669,8	660,0	511,9	53,3	22,2	436,4	-	0,1	209,5	43,9	244,4
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 1° trim.	27.107,8	-	13.595,8	139,0	8.047,1	5.409,7	758,7	4.424,8	1.529,7	4.255,7	2.543,1
2007 apr.	27.479,0	-	13.693,8	131,6	8.098,1	5.464,1	779,2	4.447,9	1.546,8	4.407,7	2.603,6
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.	28.062,4	-	14.029,5	170,2	8.265,3	5.594,0	795,6	4.521,0	1.554,9	4.450,5	2.710,8
lug. <sup>(p)</sup>	28.137,1	-	14.041,1	125,3	8.312,7	5.603,2	812,7	4.548,8	1.571,8	4.492,0	2.670,6

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 1° trim.	20.649,7	10.262,7	821,1	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,5
2007 apr.	20.919,1	10.348,0	821,4	9.526,6	2.177,5	1.469,0	708,5	916,8	5.157,9	214,9	2.104,0
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.	21.398,4	10.528,1	815,9	9.712,2	2.258,0	1.497,6	760,4	880,4	5.226,6	216,9	2.288,3
lug. <sup>(p)</sup>	21.456,4	10.627,4	817,3	9.810,0	2.251,5	1.474,2	777,3	865,8	5.281,4	213,6	2.216,7
<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 1° trim.	884,7	254,0	-8,2	262,2	63,2	19,0	44,2	20,8	394,4	0,5	151,8
2007 apr.	307,1	92,5	0,4	92,1	3,7	-17,0	20,7	57,0	151,4	1,0	1,6
mag.	269,8	69,4	-5,5	74,9	60,5	36,4	24,1	6,3	77,3	1,0	55,3
giu.	197,0	119,0	-0,4	119,4	19,8	-5,7	25,5	-46,8	-20,7	1,0	124,7
lug. <sup>(p)</sup>	87,1	102,1	1,4	100,7	-7,1	-23,8	16,7	-10,2	77,4	-3,3	-71,8

**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 1° trim.	20.649,7	588,4	183,8	8.064,6	666,3	2.701,6	1.341,8	4.295,3	2.775,4	32,5
2007 apr.	20.919,1	594,7	173,6	8.117,9	682,3	2.710,9	1.345,1	4.450,8	2.838,5	5,2
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.	21.398,4	604,9	221,4	8.288,6	699,6	2.765,9	1.347,4	4.501,5	2.956,4	12,7
lug. <sup>(p)</sup>	21.456,4	612,9	178,5	8.334,9	715,6	2.772,6	1.366,4	4.535,9	2.915,0	24,7
<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 1° trim.	884,7	-4,2	24,8	143,3	54,5	117,5	39,0	292,5	196,8	20,6
2007 apr.	307,1	6,3	-10,2	58,0	18,0	19,0	-4,0	191,2	46,6	-17,9
mag.	269,8	2,8	26,2	65,4	15,6	32,3	-28,3	91,7	45,4	18,7
giu.	197,0	7,3	21,6	102,4	-2,6	17,4	35,4	-57,0	78,8	-6,2
lug. <sup>(p)</sup>	87,1	8,0	-43,4	48,6	16,7	9,6	20,2	53,1	-41,5	15,8

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	M2-M1	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	422,2
2006	3.676,6	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 1° trim.	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,3	8.002,0	-	5.590,4	2.301,4	10.978,1	9.444,7	766,4
2007 apr.	3.740,1	3.106,4	6.846,5	1.190,3	8.036,9	-	5.621,4	2.277,1	11.095,8	9.516,8	731,5
mag.	3.768,7	3.127,9	6.896,6	1.217,3	8.113,9	-	5.640,3	2.313,9	11.212,4	9.592,8	726,6
giu.	3.784,4	3.170,8	6.955,2	1.227,6	8.182,8	-	5.710,3	2.300,4	11.321,0	9.683,5	720,2
lug. <sup>(p)</sup>	3.805,7	3.228,2	7.033,9	1.240,0	8.274,0	-	5.751,2	2.285,9	11.434,3	9.782,4	741,9
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 1° trim.	63,6	105,4	169,0	91,1	260,1	-	136,3	-23,7	298,7	258,8	141,4
2007 apr.	-5,5	43,9	38,4	1,1	39,5	-	35,5	-22,5	122,9	79,2	-32,9
mag.	27,9	20,6	48,4	21,4	69,8	-	14,0	37,0	109,4	76,8	-5,0
giu.	14,6	43,8	58,4	8,8	67,2	-	75,3	-12,1	118,4	98,6	-2,2
lug. <sup>(p)</sup>	21,9	58,5	80,4	12,5	92,9	-	46,2	-14,9	120,5	101,8	25,5
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 mar.	7,0	12,7	9,5	20,1	11,0	10,5	8,9	-4,9	10,9	10,6	341,2
2007 apr.	6,0	12,4	8,8	19,4	10,3	10,6	8,9	-5,6	10,8	10,4	315,8
mag.	5,9	13,6	9,3	18,6	10,6	10,6	8,5	-3,1	11,1	10,4	297,5
giu.	6,1	13,9	9,5	19,8	10,9	11,1	9,1	-3,6	11,5	10,8	262,0
lug. <sup>(p)</sup>	6,9	15,0	10,4	19,8	11,7	.	9,0	-3,7	11,6	10,9	282,1

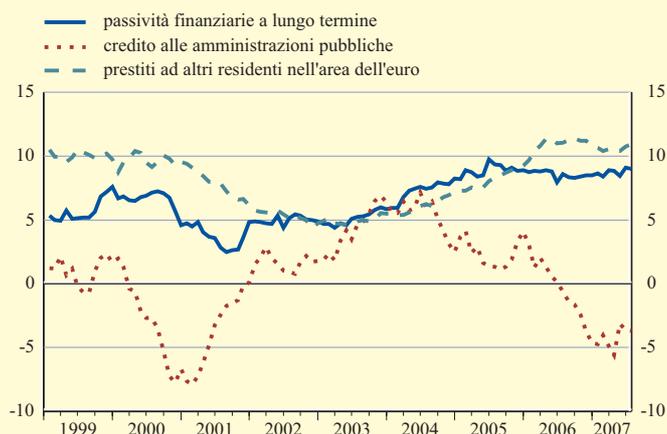
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(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>**

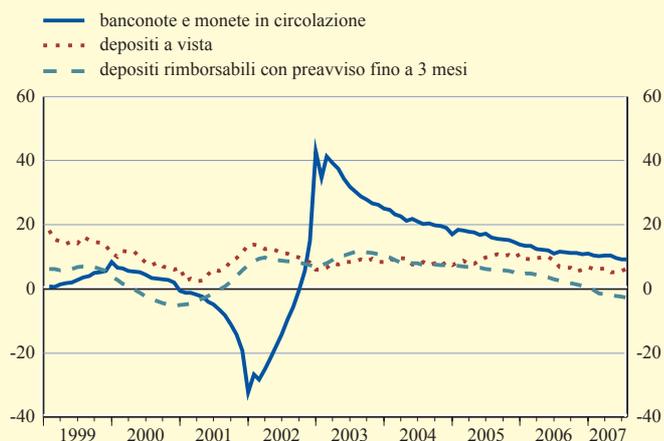
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

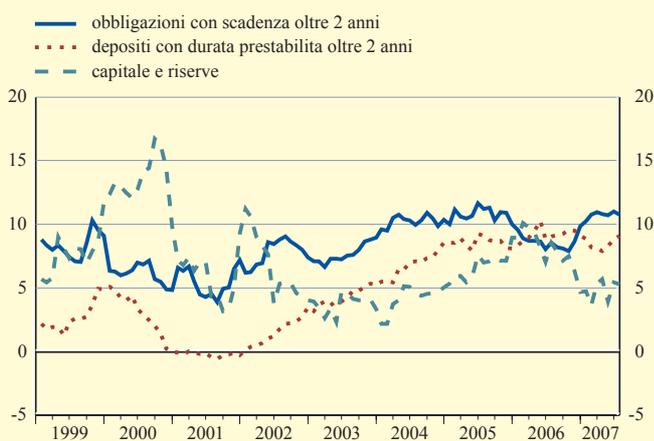
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili 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
<b>Consistenze</b>											
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 1° trim.	592,1	3.154,7	1.528,2	1.536,8	280,3	670,0	239,9	2.461,4	107,8	1.682,7	1.338,5
2007 apr.	597,4	3.142,7	1.573,3	1.533,0	271,6	676,3	242,4	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.	599,2	3.185,3	1.645,0	1.525,8	285,0	700,9	241,6	2.516,3	109,4	1.736,3	1.348,3
lug. <sup>(p)</sup>	604,7	3.201,1	1.709,2	1.519,0	291,6	707,8	240,7	2.525,8	110,7	1.752,1	1.362,7
<b>Transazioni</b>											
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 1° trim.	12,6	51,0	120,9	-15,4	8,4	40,9	41,8	68,3	4,6	26,7	36,7
2007 apr.	5,3	-10,8	47,6	-3,6	-8,6	8,4	1,4	17,1	1,0	12,3	5,1
mag.	0,4	27,5	21,3	-0,8	-1,1	10,9	11,5	16,4	-0,1	21,6	-23,9
giu.	1,3	13,3	49,6	-5,8	13,0	9,5	-13,7	28,3	0,9	20,2	25,9
lug. <sup>(p)</sup>	5,5	16,4	65,2	-6,8	6,6	7,4	-1,5	13,0	1,2	16,4	15,6
<b>Variazioni percentuali</b>											
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 mar.	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,3	12,2	51,9	11,0	20,6	8,1	5,3
2007 apr.	10,5	5,2	31,2	-2,0	13,5	13,2	52,4	10,8	20,4	7,9	5,7
mag.	9,6	5,3	34,7	-2,3	10,3	13,8	48,0	10,7	18,4	8,3	3,9
giu.	9,2	5,5	35,1	-2,5	14,5	14,5	48,5	11,0	17,6	8,8	5,5
lug. <sup>(p)</sup>	9,2	6,4	37,5	-2,9	14,7	14,9	47,0	10,7	17,0	9,1	5,3

**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>

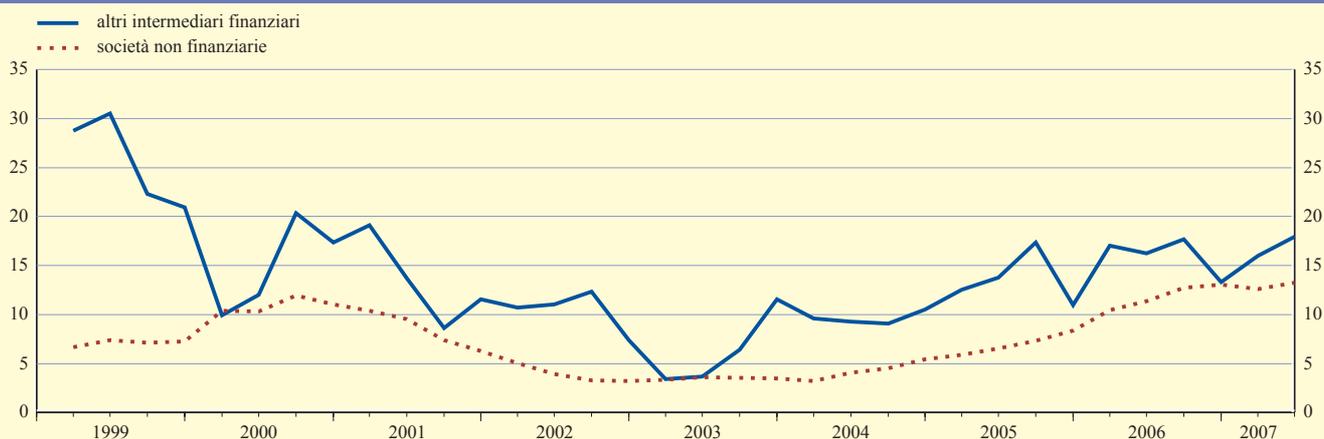
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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		Totale		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 1° trim.	98,5	71,7	774,5	488,6	3.957,4	1.172,1	738,8	2.046,5
2007 apr.	105,6	79,4	794,5	502,5	3.998,4	1.188,7	749,4	2.060,3
mag.	109,0	82,4	789,0	492,3	4.047,4	1.196,8	765,3	2.085,4
giu.	110,4	83,5	802,5	502,6	4.107,2	1.225,3	775,5	2.106,4
lug. <sup>(p)</sup>	112,0	84,7	813,9	505,8	4.167,5	1.241,2	791,3	2.135,0
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 1° trim.	15,8	16,6	71,1	67,9	105,6	31,2	29,5	44,9
2007 apr.	7,2	7,8	22,0	15,1	44,1	17,7	11,2	15,1
mag.	3,3	2,9	-5,8	-10,8	49,4	7,9	16,5	25,1
giu.	1,5	1,1	13,2	9,8	66,8	34,2	10,7	21,9
lug. <sup>(p)</sup>	1,7	1,2	12,6	4,3	61,0	15,8	15,8	29,3
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 mar.	20,4	26,1	16,0	19,6	12,6	9,9	18,7	12,1
2007 apr.	20,2	26,7	16,3	18,2	12,4	9,4	18,9	11,9
mag.	25,5	33,9	14,5	14,2	12,8	10,3	19,4	12,0
giu.	30,6	40,6	17,9	20,4	13,3	11,3	19,8	12,1
lug. <sup>(p)</sup>	24,6	31,9	20,7	24,3	13,6	11,5	19,3	12,8

### 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>**

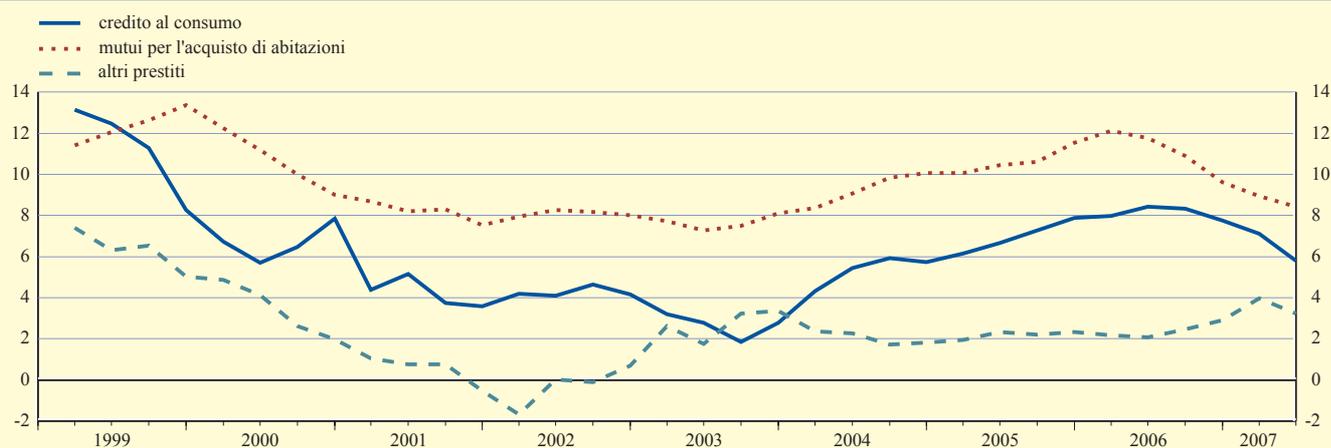
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

**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 1° trim.	4.610,6	590,2	132,0	202,4	255,8	3.272,0	16,1	71,9	3.184,0	748,4	147,5	102,4	498,4
2007 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.	4.691,5	601,8	134,9	205,1	261,8	3.337,0	16,3	72,1	3.248,6	752,7	150,1	103,9	498,6
lug. <sup>(p)</sup>	4.716,0	605,9	136,2	205,3	264,4	3.359,4	15,7	72,4	3.271,3	750,7	146,4	104,4	499,9
<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 1° trim.	69,8	2,1	-3,2	-0,6	5,9	58,9	0,6	0,2	58,1	8,8	0,7	0,7	7,4
2007 apr.	18,8	4,1	1,4	-0,1	2,8	15,1	-0,4	0,0	15,5	-0,4	-1,0	0,4	0,2
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	1,3
giu.	38,0	6,6	2,0	1,8	2,8	25,7	0,4	-0,1	25,4	5,7	4,9	1,4	-0,7
lug. <sup>(p)</sup>	25,5	4,1	1,4	0,2	2,5	22,9	-0,2	0,4	22,8	-1,5	-3,7	0,6	1,6
<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 mar.	7,9	7,1	5,8	1,5	12,8	9,0	13,6	6,4	9,0	4,0	1,7	4,1	4,6
2007 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.	7,2	5,8	4,5	0,8	10,8	8,4	10,3	3,8	8,5	3,2	0,5	5,5	3,7
lug. <sup>(p)</sup>	7,0	5,8	5,0	0,7	10,7	8,1	8,8	3,6	8,2	3,2	0,5	5,9	3,5

**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>

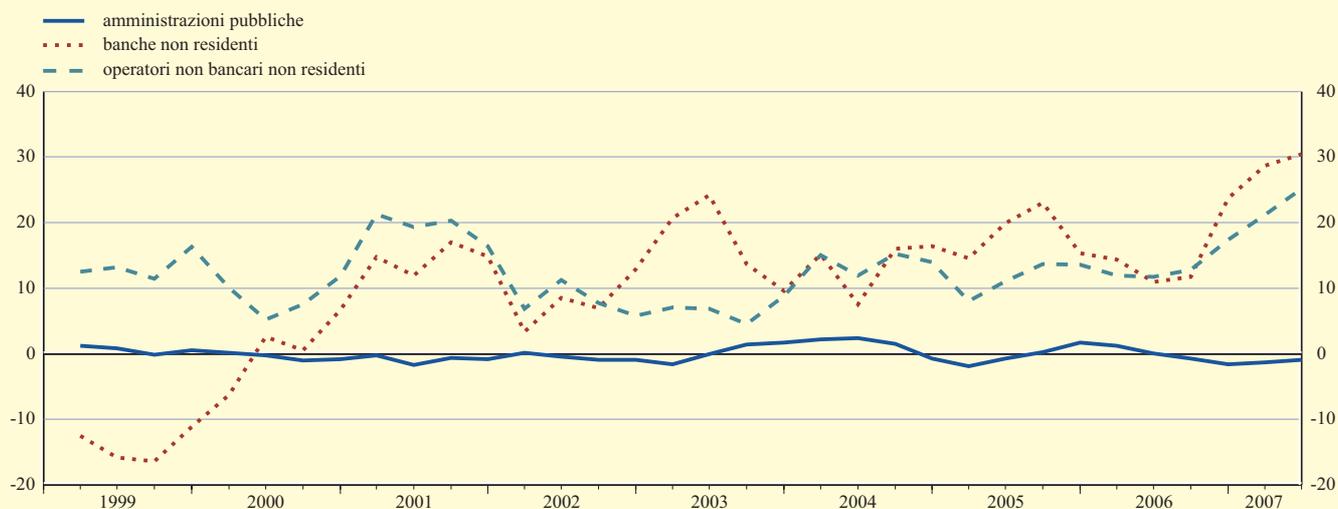
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 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
<b>Consistenze</b>										
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 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.	801,4	97,2	225,2	447,8	31,2	3.169,7	2.265,1	904,6	60,0	844,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	798,1	96,6	218,8	449,9	32,8	3.282,2	2.338,9	943,3	60,6	882,7
<b>Transazioni</b>										
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 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.	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-3,1	53,8
2° trim. <sup>(p)</sup>	-3,5	-0,9	-5,5	1,2	1,7	131,2	84,3	46,0	0,6	45,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
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 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.	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,1	-4,4	23,5
giu. <sup>(p)</sup>	-0,9	-6,9	-5,9	2,9	2,5	28,9	30,4	25,1	-8,7	28,3

## 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)

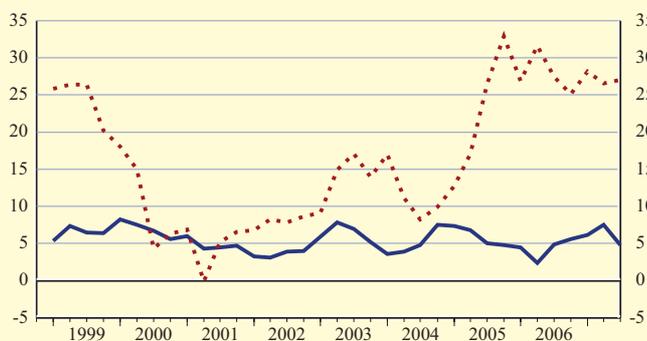
**1. Depositi degli intermediari finanziari**

	Società di assicurazione e fondi pensione						Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>					Pronti contro termine 14		
	Totale 1	A vista 2	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine 7	Totale 8	A vista 9	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso	
			fino a 2 anni 3	oltre 2 anni 4	fino a 3 mesi 5	oltre 3 mesi 6				fino a 2 anni 10	oltre 2 anni 11		fino a 3 mesi 12	oltre 3 mesi 13
<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 1°trim.	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
2007 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.	659,4	65,5	60,1	508,7	0,9	1,2	23,0	1.291,4	315,6	274,3	538,1	11,4	0,3	151,7
giu.	656,4	65,1	58,0	512,2	0,8	1,2	19,1	1.334,0	320,5	288,1	559,0	11,5	0,2	154,6
lug. <sup>(p)</sup>	670,9	72,8	61,2	514,0	0,9	1,2	20,8	1.359,4	321,0	294,5	576,5	13,4	0,3	153,8
<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 1°trim.	8,6	2,1	1,0	7,6	0,1	-0,2	-2,0	111,0	35,8	16,2	32,4	0,7	0,0	26,0
2007 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.	-6,8	-4,7	-3,1	2,5	-0,1	0,0	-1,4	25,6	8,1	-3,0	20,4	0,1	0,0	0,0
giu.	-3,0	-0,4	-2,2	3,4	0,0	0,0	-3,9	41,5	5,1	14,0	21,0	0,0	0,0	1,4
lug. <sup>(p)</sup>	14,5	7,7	3,3	1,8	0,1	0,0	1,7	26,7	0,7	6,8	18,0	1,9	0,0	-0,7
<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 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
2007 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	5,7	-19,9	-14,6	-10,2	24,6	13,3	33,1	36,2	-2,1	-	4,3
giu.	4,8	-5,5	21,0	5,7	-20,5	-13,6	-13,7	27,0	13,3	35,6	38,2	5,9	-	10,5
lug. <sup>(p)</sup>	5,9	10,9	18,0	5,2	-11,7	-10,1	-16,6	30,9	19,9	39,4	39,5	36,0	-	12,7

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

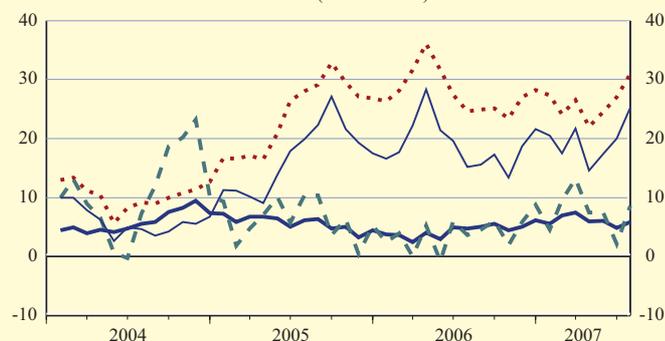
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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


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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ..... altri intermediari finanziari (totale)
- - - società di assicurazione e di fondi pensione (inclusi in M3)<sup>4)</sup>
- altri intermediari finanziari (inclusi in M3)<sup>5)</sup>



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

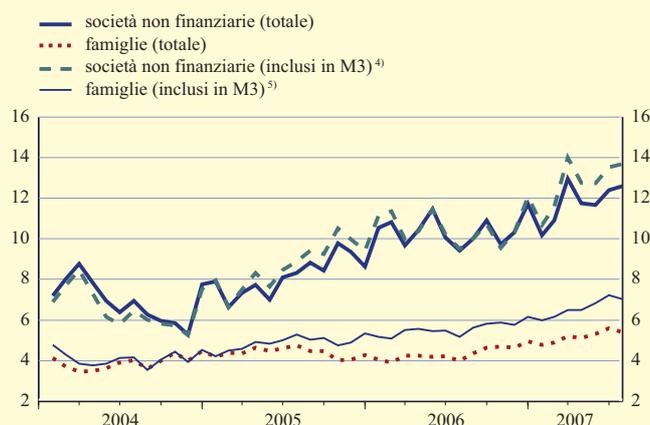
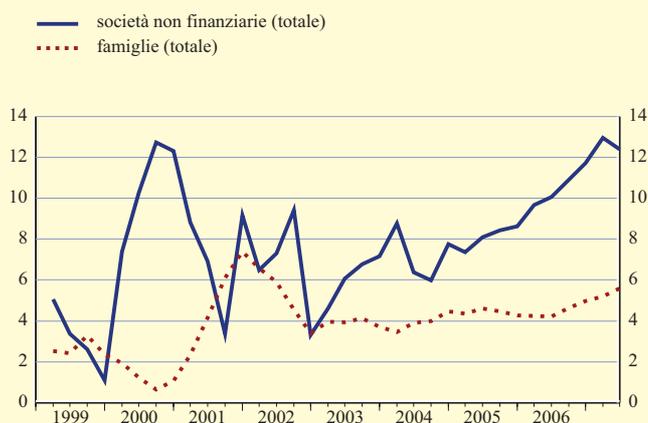
	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino 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 1°trim.	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
2007 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	783,2	581,2	1.333,4	105,5	78,8
giu.	1.386,0	861,4	392,4	68,5	36,1	1,3	26,4	4.678,4	1.785,8	802,3	577,2	1.329,3	106,2	77,7
lug. <sup>4)</sup>	1.381,6	840,3	411,6	68,0	34,7	1,5	25,6	4.681,0	1.767,6	832,8	572,3	1.318,9	106,8	82,6
<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 1°trim.	3,3	-19,8	23,5	-0,6	-1,4	-0,7	2,2	25,1	-29,1	70,9	-14,8	-13,9	5,5	6,4
2007 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	17,9	-5,9	-3,0	-0,2	2,8
giu.	15,2	17,1	0,4	-0,1	-1,7	0,0	-0,5	47,2	36,3	19,4	-4,0	-4,2	0,7	-1,0
lug. <sup>4)</sup>	-3,7	-20,8	19,6	-0,4	-1,4	0,1	-0,8	2,9	-18,1	30,7	-4,8	-10,3	0,7	4,8
<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 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
2007 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	39,0	-6,0	-2,2	20,2	39,1
giu.	12,4	10,0	26,2	-4,5	-18,0	-29,5	20,0	5,6	3,2	40,2	-6,3	-2,5	19,2	32,9
lug. <sup>4)</sup>	12,6	8,5	31,3	-4,0	-19,7	-26,3	9,2	5,4	2,6	41,1	-6,6	-3,1	18,4	31,2

### 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>**

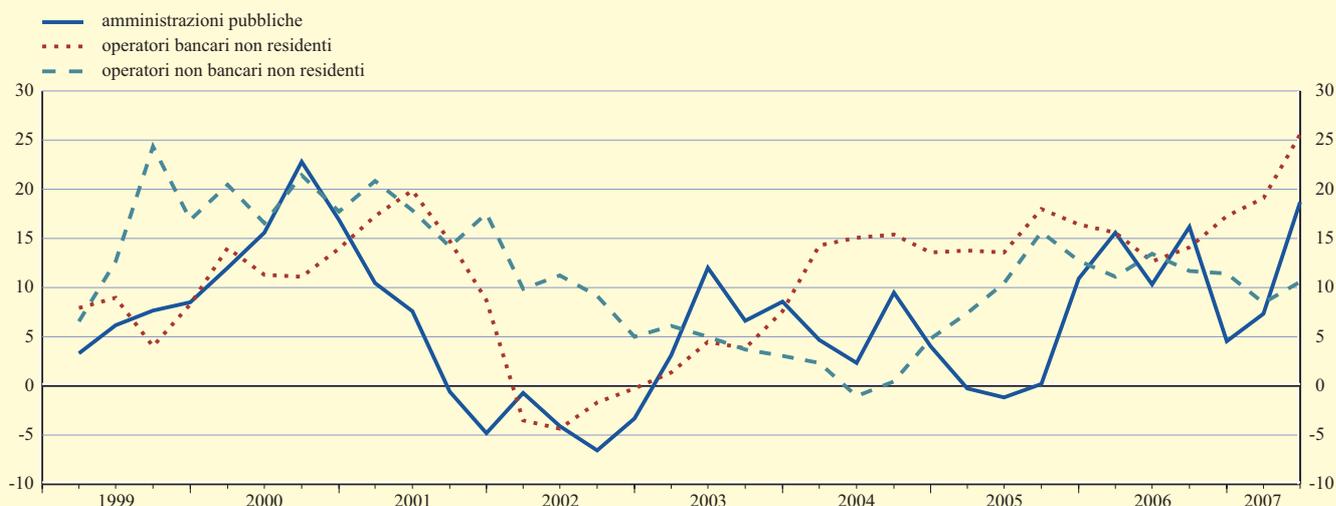
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,4	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 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.	337,8	139,0	42,1	88,8	67,9	3.663,9	2.778,3	885,6	132,4	753,2
2° trim. <sup>(p)</sup>	380,7	170,2	43,8	95,2	71,5	3.820,0	2.903,4	916,6	136,7	780,0
<b>Transazioni</b>										
2004	11,0	2,7	1,8	2,7	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 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.	7,8	14,1	-3,3	-3,3	0,2	256,6	237,2	18,3	3,6	14,7
2° trim. <sup>(p)</sup>	42,9	31,2	1,8	6,3	3,6	176,2	140,7	35,5	4,3	31,2
<b>Variazioni percentuali</b>										
2004 dic.	4,0	2,0	5,6	4,1	9,3	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 giu.	10,3	2,7	13,0	18,8	17,5	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	51,3	15,8	17,2	11,4	2,2	13,2
2007 mar.	7,3	-6,3	10,4	12,3	38,6	16,4	19,1	8,4	3,1	9,4
giu. <sup>(p)</sup>	18,7	22,2	10,6	12,1	25,5	21,7	25,5	10,6	6,4	11,3

**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.

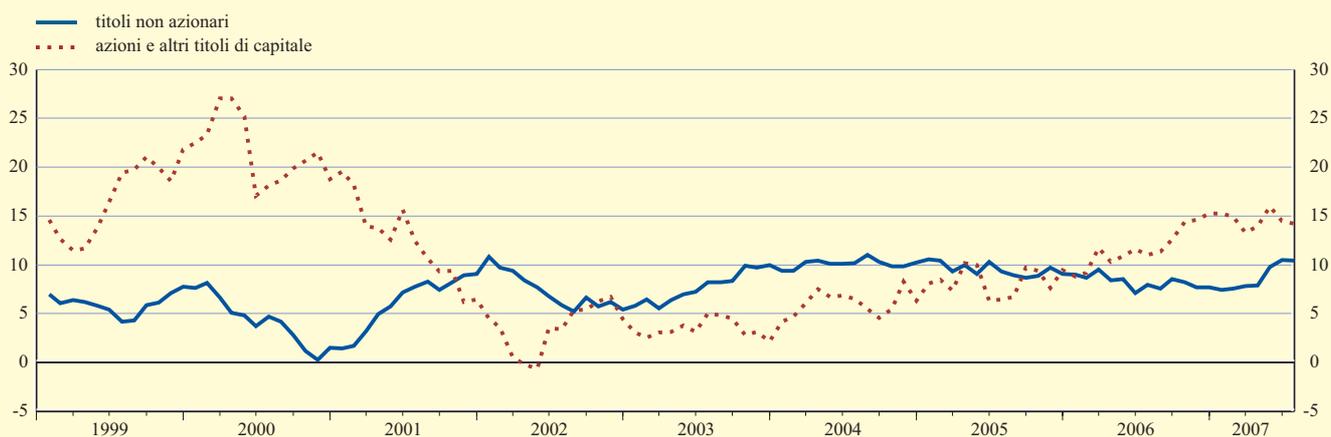
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

(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
Consistenze												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 1° trim.	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
2007 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	699,1	34,8	1.237,6	1.703,7	438,2	914,6	351,0
giu.	5.005,7	1.641,2	79,7	1.268,8	15,6	724,0	34,2	1.242,2	1.623,6	409,9	867,1	346,5
lug. <sup>(p)</sup>	5.044,1	1.652,1	88,8	1.241,9	15,5	739,2	35,9	1.270,7	1.608,8	410,4	852,8	345,7
Transazioni												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 1° trim.	190,1	55,6	5,2	2,7	-0,8	37,0	7,6	82,9	78,5	20,6	20,7	37,2
2007 apr.	33,0	13,4	1,4	-22,7	0,2	19,8	0,9	20,2	72,6	9,2	57,0	6,4
mag.	109,7	15,7	0,5	31,5	0,3	24,2	-0,1	37,7	42,7	27,3	6,4	9,1
giu.	24,5	0,2	0,6	-6,2	-0,1	26,0	-0,6	4,6	-79,7	-28,0	-46,9	-4,8
lug. <sup>(p)</sup>	46,8	10,8	9,4	-26,7	0,0	14,7	2,1	36,6	-10,2	0,1	-10,2	-0,1
Variazioni percentuali												
2005 dic.	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 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
2007 apr.	7,9	8,4	15,8	-11,7	-4,1	22,6	36,6	25,9	13,9	20,7	6,6	28,6
mag.	9,8	7,6	19,9	-8,1	-2,6	24,9	39,0	28,8	16,0	22,6	8,0	32,2
giu.	10,5	8,8	26,1	-8,6	-7,1	27,5	43,8	28,7	14,4	18,6	7,5	30,1
lug. <sup>(p)</sup>	10,4	8,6	33,4	-9,3	-7,0	27,6	47,5	27,9	14,2	20,2	6,0	31,9

## 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 1°trim.	-1,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,1	0,0	-0,6	-1,9	-0,4	-0,3	-1,2
2007 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.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,4
lug. <sup>(p)</sup>	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
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 1°trim.	-2,8	-0,5	-0,7	-1,7	-0,1	0,0	-0,1
2007 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.	-1,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	-0,4
lug. <sup>(p)</sup>	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 1°trim.	-4,2	-1,5	-0,2	0,2	0,0	-0,5	-0,1	-2,1	7,4	0,7	6,7	0,0
2007 apr.	0,6	0,3	-0,1	-0,6	-0,1	0,5	0,0	0,5	6,0	1,9	2,9	1,2
mag.	-1,3	-0,5	0,1	-1,4	0,0	-0,2	0,0	0,6	7,2	0,2	4,8	2,3
giu.	-3,2	-0,4	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,0	-0,7	-0,5	-0,3	-0,6	0,4
lug. <sup>(p)</sup>	-1,7	-0,4	0,1	0,6	0,0	0,7	-0,1	-2,6	-3,0	0,4	-2,6	-0,7

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	
<b>Residenti dell'area dell'euro</b>															
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 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.	5.409,7	90,6	9,4	5,6	0,5	1,4	1,2	8.186,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6	
2° trim. <sup>(p)</sup>	5.594,0	90,5	9,5	5,7	0,4	1,3	1,2	8.435,5	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6	
<b>Non residenti dell'area dell'euro</b>															
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 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.	2.778,3	46,4	53,6	34,3	2,5	2,5	11,2	885,6	51,1	48,9	31,8	1,6	2,2	9,4	
2° trim. <sup>(p)</sup>	2.903,4	45,1	54,9	34,5	2,6	2,5	11,9	916,6	51,0	49,0	32,6	1,3	1,9	9,2	

### 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 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.	4.673,7	80,7	19,3	9,8	1,7	1,9	3,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	4.794,8	80,2	19,8	10,1	1,6	1,9	3,7

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 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.	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5	
2° trim. <sup>(p)</sup>	5.268,9	-	-	-	-	-	10.509,7	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,6	
<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 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.	2.265,1	51,7	48,3	27,7	2,2	2,5	10,8	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	2.338,9	50,0	50,0	28,6	2,1	2,4	11,8	943,3	39,7	60,3	43,1	1,1	3,8	8,0

**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 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.	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
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.721,0	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,5	2.042,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
<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 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.	545,3	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	14,4	636,3	38,2	61,8	36,9	4,4	0,6	14,8
2° trim. <sup>(p)</sup>	581,8	52,0	48,0	28,4	0,7	0,5	14,6	660,3	37,8	62,2	37,2	4,2	0,7	15,0

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori 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	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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

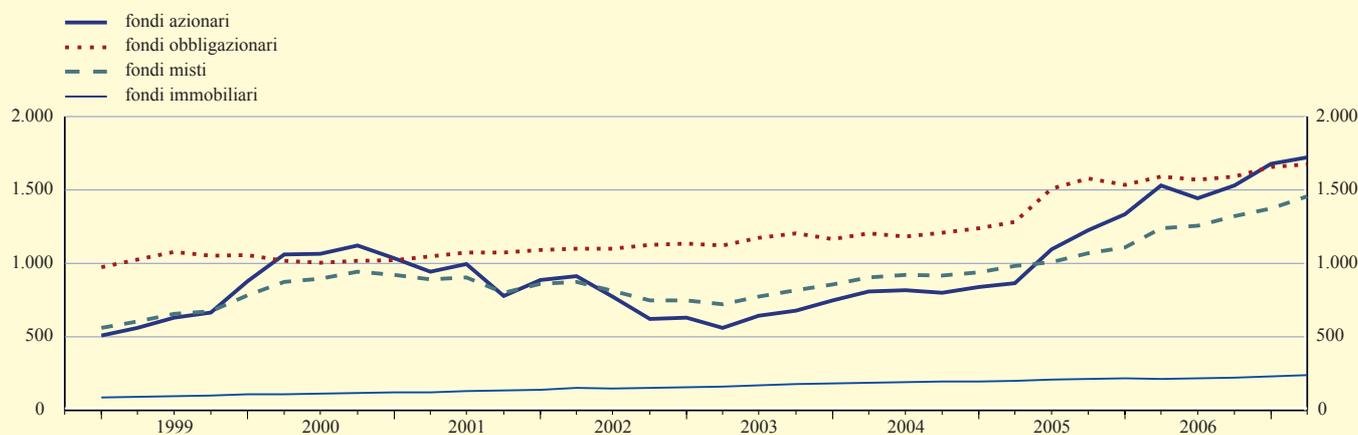
	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi d'investimento	Altre passività
	1	2	3	4
2005 4° trim.	4.791,4	61,8	4.519,0	210,5
2006 1° trim.	5.199,6	73,6	4.871,3	254,7
2° trim.	5.138,0	76,4	4.789,6	272,0
3° trim.	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
4° trim.	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 1° trim. <sup>(p)</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	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari	Fondi obbligazionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Altri fondi	Fondi aperti al pubblico	Fondi riservati a speciali categorie di investitori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2005 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						3,9
Redditi da lavoro dipendente						
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	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>1° trim. 2007</b>						
<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	1.832,7	221,2	257,1	368,8	449,3
<i>Ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>	-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<sup>1)</sup></i>	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<sup>1)</sup></i>	-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	2.015,9	206,1	261,0	377,1	489,0
<i>Ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></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.

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

### 3.3 Famiglie

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

	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 (+)								
Banconote, monete e depositi di cui depositi inclusi in M3 <sup>2)</sup>	220,6	246,0	239,2	245,8	250,2	270,4	282,4	277,8
Titoli di debito a breve termine	166,1	168,5	207,7	214,5	215,7	226,1	242,1	251,6
Titoli di debito a lungo termine	-34,5	6,6	-19,0	-2,1	3,8	13,0	16,3	20,1
Azioni e altre partecipazioni	23,9	71,1	30,0	37,7	39,1	83,0	72,2	49,2
Azioni quotate	89,8	-18,6	128,8	85,4	46,0	-9,6	-23,5	-2,3
Azioni non quotate e altre partecipazioni	29,5	-51,1	9,1	-24,6	-24,9	-35,1	-14,9	-3,7
Quote di fondi di investimento	-19,0	36,8	61,0	66,8	44,0	36,0	17,1	34,1
di cui quote di fondi del mercato monetario	79,3	-4,3	58,7	43,3	26,9	-10,5	-25,7	-32,7
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	14,4	-19,4	-10,1	-11,5	-9,0	-10,0	-4,9	1,6
Finanziamento (-)	231,0	251,2	298,2	309,1	298,1	294,5	272,2	255,2
Prestiti	262,8	312,2	388,7	418,1	417,4	414,8	404,5	391,1
di cui da IFM dell'area dell'euro	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
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	29,0	58,2	135,9	115,1	63,4	44,9	34,8	16,8
Flussi netti restanti (+)	-69,2	14,6	-61,7	-32,2	22,0	-17,5	15,6	17,7
<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>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Banconote, monete e depositi di cui depositi inclusi in M3 <sup>2)</sup>	4.569,8	4.807,4	5.053,3	5.075,0	5.166,8	5.197,2	5.333,8	5.349,3
Titoli di debito a breve termine	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 lungo termine	25,5	33,0	14,7	25,9	33,5	36,7	30,3	43,8
Azioni e altre partecipazioni	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 quotate	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 non quotate e altre partecipazioni	797,0	849,5	1.039,0	1.140,9	1.071,1	1.154,1	1.213,0	1.254,2
Quote di fondi di investimento	1.415,3	1.575,9	1.877,6	1.987,7	1.984,6	2.017,5	2.067,7	2.190,8
di cui quote di fondi del mercato monetario	1.483,0	1.492,1	1.637,2	1.673,4	1.626,0	1.625,5	1.645,8	1.654,5
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	263,8	249,0	235,3	213,4	216,0	211,1	186,4	195,1
Restanti attività finanziarie	3.541,0	3.850,3	4.284,4	4.383,1	4.423,2	4.509,7	4.591,4	4.655,1
Passività (-)	184,8	218,0	174,3	169,6	192,6	192,3	217,1	224,2
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
di cui da IFM dell'area dell'euro	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 <i>di cui depositi inclusi in M3<sup>1)</sup></i>	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
Restanti attività nette (+)	176,8	177,7	162,3	179,1	228,0	191,0	206,7	233,0
Finanziamento (-)	7,2	70,4	31,3	90,6	119,5	163,4	169,9	139,1
Debito	294,9	216,1	403,0	467,6	576,6	630,5	657,1	670,8
Prestiti <i>di cui da IFM dell'area dell'euro</i>	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 <i>di cui depositi inclusi in M3<sup>1)</sup></i>	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
Restanti attività finanziarie nette (+)	4.842,9	5.340,7	6.250,1	6.696,2	6.611,0	6.905,4	7.243,9	7.489,0
Passività	281,0	316,8	288,2	316,5	358,5	350,6	339,7	352,9
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 <i>di cui da IFM dell'area dell'euro</i>	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
	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 <i>di cui depositi inclusi in M3<sup>1)</sup></i>	29,9 7,0	49,8 12,4	27,4 7,0	16,6 0,1	38,2 7,8	49,6 8,2	68,5 12,4	85,1 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 <i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	44,3 6,8	33,3 3,3	84,9 -0,8	106,1 -0,7	99,9 -4,0	102,7 -5,3	89,7 2,6	66,7 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 <i>di cui depositi inclusi in M3<sup>1)</sup></i>	580,0 121,1	630,7 132,6	661,1 141,6	671,2 136,9	685,8 139,7	705,3 143,3	730,4 153,4	757,0 154,7
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 <i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	698,4 65,8	774,8 69,0	912,8 83,4	969,9 83,1	971,5 87,2	1.016,6 87,5	1.040,7 87,3	1.065,8 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

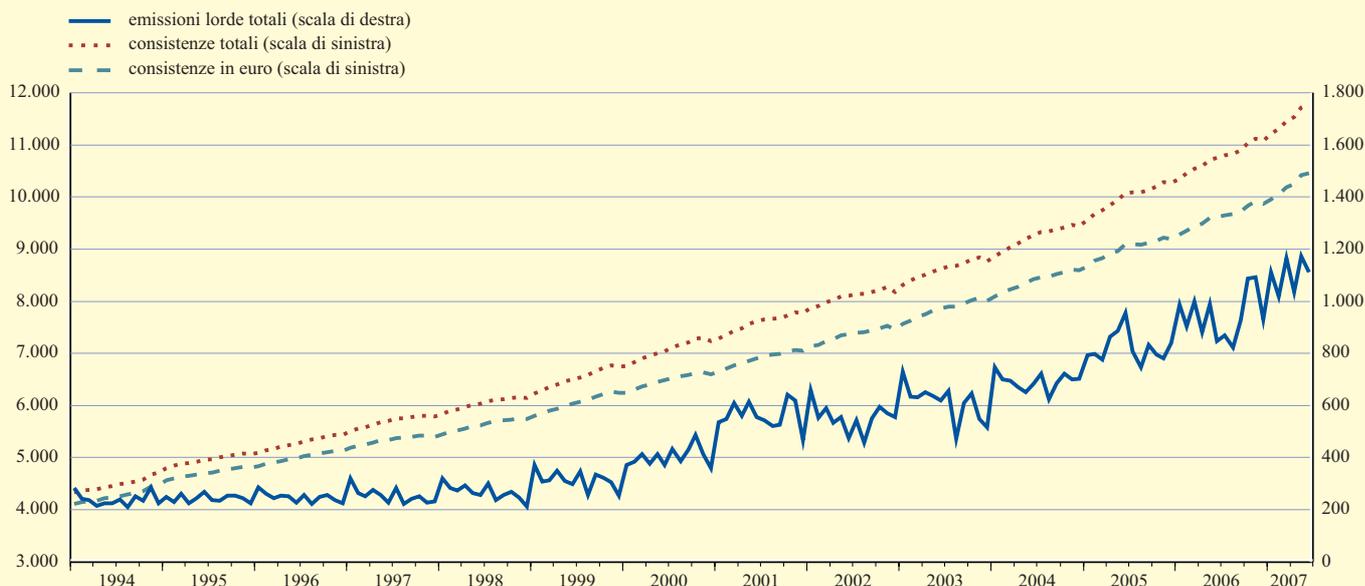
### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
<b>Totale</b>												
2006 giu.	11.352,7	895,8	64,2	9.618,3	793,4	23,2	10.750,8	846,7	32,1	6,6	26,4	7,0
lug.	11.370,6	883,9	17,4	9.652,4	820,2	33,5	10.799,1	868,2	43,6	7,0	56,5	6,8
ago.	11.403,0	837,9	31,8	9.673,9	779,9	21,0	10.828,9	822,8	24,6	7,2	74,2	7,0
set.	11.523,6	1.004,1	120,2	9.724,4	882,0	50,2	10.897,6	927,9	57,0	7,3	63,0	6,9
ott.	11.618,9	1.063,3	93,1	9.827,7	1.023,0	101,4	11.032,8	1.086,0	122,1	7,9	112,4	8,0
nov.	11.757,4	1.134,6	137,7	9.919,1	1.036,6	90,8	11.124,1	1.092,7	107,3	8,2	94,6	8,2
dic.	11.733,2	976,9	-25,1	9.864,2	885,0	-56,1	11.079,2	929,7	-60,2	7,8	51,5	8,6
2007 gen.	11.832,2	1.145,7	98,9	9.961,4	1.052,1	97,3	11.206,3	1.111,7	115,8	7,9	74,3	8,9
feb.	11.935,6	1.038,2	103,5	10.051,4	951,8	90,2	11.316,0	1.017,9	116,9	8,1	88,2	9,1
mar.	12.161,2	1.251,8	224,5	10.182,3	1.112,8	129,6	11.452,5	1.165,4	135,7	8,4	101,4	9,8
apr.	12.201,4	1.039,0	39,9	10.254,9	980,6	72,4	11.535,9	1.035,5	89,4	8,6	80,6	9,1
mag.	12.414,8	1.215,5	214,2	10.416,0	1.113,1	161,9	11.723,9	1.173,8	183,1	9,0	137,2	9,8
giu.	12.539,0	1.210,0	123,1	10.453,1	1.057,6	36,0	11.777,2	1.112,9	49,1	9,1	43,1	9,6
<b>A lungo termine</b>												
2006 giu.	10.325,8	200,1	60,1	8.734,1	168,2	64,4	9.729,5	193,5	80,8	6,7	54,2	7,2
lug.	10.364,4	193,1	38,8	8.758,5	158,8	24,7	9.769,4	177,7	36,0	7,1	54,0	7,0
ago.	10.380,7	90,5	16,5	8.769,8	71,6	11,4	9.787,6	88,2	21,1	7,5	66,3	7,3
set.	10.474,4	218,5	94,0	8.824,6	156,7	55,2	9.857,0	175,7	62,9	7,5	57,7	7,2
ott.	10.575,4	224,8	98,7	8.894,9	173,9	68,2	9.949,4	206,5	86,0	8,1	94,4	8,2
nov.	10.710,4	226,0	134,2	8.989,5	167,2	93,9	10.043,0	193,4	108,5	8,3	93,7	8,9
dic.	10.731,5	171,2	18,4	9.008,2	132,7	15,8	10.069,5	152,8	12,9	8,1	59,3	9,0
2007 gen.	10.808,0	231,3	76,3	9.058,6	176,6	50,3	10.140,9	200,4	61,3	8,1	67,3	9,2
feb.	10.900,8	230,9	92,9	9.135,0	183,1	76,6	10.231,1	216,7	98,0	8,3	75,8	9,4
mar.	11.032,4	271,7	131,6	9.225,4	206,7	90,2	10.324,5	227,5	95,3	8,4	72,2	9,6
apr.	11.091,3	180,9	58,6	9.274,2	154,5	48,5	10.379,3	176,2	62,1	8,6	70,2	9,0
mag.	11.277,9	265,8	188,2	9.409,4	198,1	136,8	10.534,6	223,8	151,3	9,1	107,6	9,2
giu.	11.371,4	251,1	92,1	9.466,6	182,4	55,8	10.606,7	207,9	68,4	8,9	38,2	8,7

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

(miliardi di euro)



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

1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.

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

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

### 1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2005	10.270	4.122	926	612	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 3° trim.	10.898	4.448	1.063	636	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	3.295	2.446	126	285	415	23
2° trim.	11.777	4.872	1.303	692	4.601	308	3.322	2.358	106	451	389	18
2007 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	1.036	749	29	133	119	7
mag.	11.724	4.873	1.290	678	4.574	308	1.174	825	50	155	138	5
giu.	11.777	4.872	1.303	692	4.601	308	1.113	784	27	163	132	6
	A breve termine											
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	60	1.023	686	31
2006 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
2° trim.	1.170	628	11	120	407	5	2.714	2.072	10	413	210	9
2007 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
giu.	1.170	628	11	120	407	5	905	685	3	145	69	3
	A lungo termine <sup>1)</sup>											
2005	9.324	3.639	919	522	3.966	278	2.078	942	280	89	706	61
2006	10.069	3.996	1.143	551	4.079	301	2.159	1.002	355	95	653	54
2006 3° trim.	9.857	3.887	1.051	540	4.085	294	442	196	63	16	158	9
4° trim.	10.069	3.996	1.143	551	4.079	301	553	279	130	31	97	16
2007 1° trim.	10.325	4.141	1.223	551	4.105	304	645	314	110	13	192	14
2° trim.	10.607	4.244	1.293	572	4.194	304	608	286	96	39	179	8
2007 mar.	10.325	4.141	1.223	551	4.105	304	228	99	52	5	66	5
apr.	10.379	4.173	1.237	552	4.112	305	176	89	24	9	51	3
mag.	10.535	4.221	1.278	558	4.173	303	224	98	47	12	65	2
giu.	10.607	4.244	1.293	572	4.194	304	208	99	24	18	64	3
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2005	6.725	2.020	459	412	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 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	402	172	39	9	169	13
2° trim.	7.305	2.255	575	433	3.798	244	338	132	28	24	147	7
2007 mar.	7.164	2.212	561	421	3.728	243	130	53	11	3	58	5
apr.	7.189	2.223	567	419	3.737	244	103	43	12	5	39	3
mag.	7.267	2.234	575	424	3.791	244	116	38	11	7	57	2
giu.	7.305	2.255	575	433	3.798	244	119	51	5	11	50	2
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2005	2.266	1.351	456	93	306	61	718	432	188	27	58	12
2006	2.603	1.507	601	117	314	64	716	405	214	31	51	15
2006 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	654	117	320	61	201	114	69	4	13	1
2° trim.	2.843	1.604	709	127	343	59	217	111	67	15	23	1
2007 mar.	2.712	1.560	654	117	320	61	83	36	41	1	5	1
apr.	2.745	1.574	661	120	329	61	62	37	12	4	9	0
mag.	2.800	1.591	695	121	334	59	82	37	36	4	5	0
giu.	2.843	1.604	709	127	343	59	73	37	19	7	9	1

Fonte: BCE.

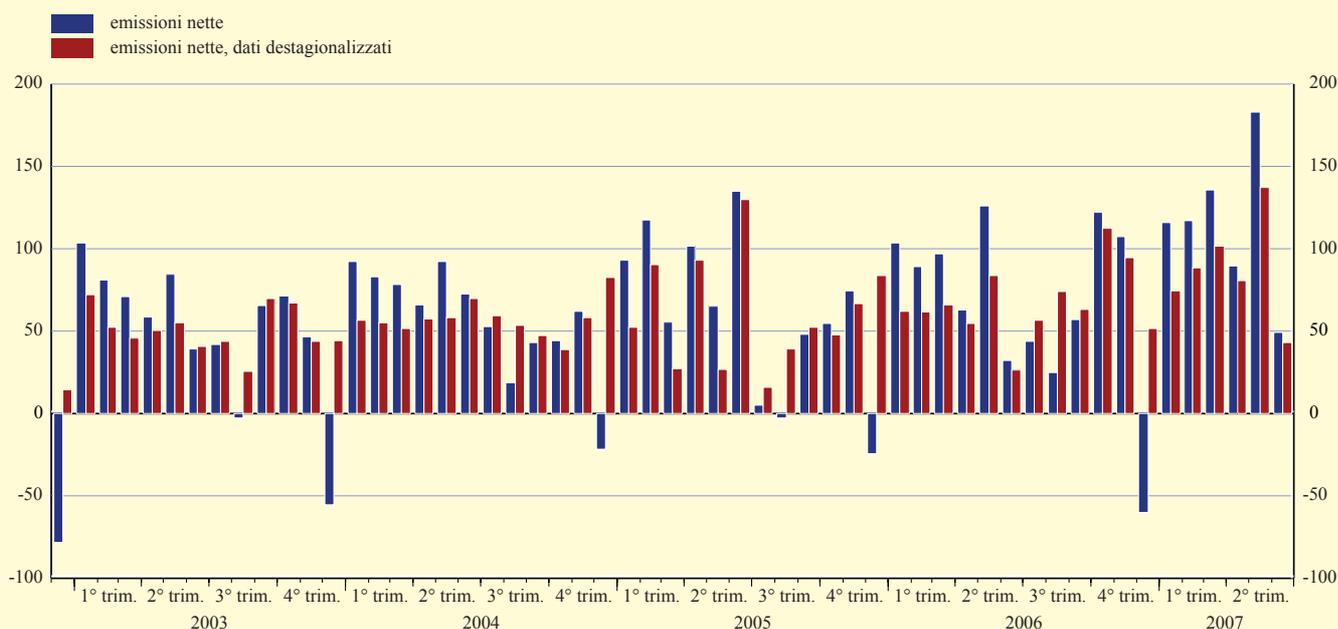
1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

**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	176,1	21,6	171,5	32,4	724,4	323,8	172,8	21,4	173,8	32,6
2006	804,8	419,0	236,7	36,4	90,3	22,4	806,5	424,5	233,1	36,6	90,0	22,4
2006 3° trim.	125,2	78,7	34,8	-2,4	14,5	-0,4	193,7	99,2	55,4	3,2	32,7	3,2
4° trim.	169,2	98,1	95,8	10,0	-41,4	6,7	258,5	133,5	67,8	14,2	38,1	5,0
2007 1° trim.	368,5	187,9	81,3	13,0	82,5	3,9	264,0	123,2	98,4	10,7	29,1	2,6
2° trim.	321,7	104,7	69,2	35,6	112,2	-0,1	260,9	112,9	56,0	27,4	65,5	-0,9
2007 mar.	135,7	48,7	42,1	8,9	33,2	2,9	101,4	30,3	41,0	7,4	19,8	3,0
apr.	89,4	50,2	15,2	9,5	13,3	1,3	80,6	39,3	22,1	5,6	11,9	1,7
mag.	183,1	60,2	40,1	12,0	72,5	-1,7	137,2	56,4	36,4	5,7	39,8	-1,1
giu.	49,1	-5,7	13,9	14,2	26,4	0,3	43,1	17,2	-2,5	16,0	13,8	-1,4
	A lungo termine											
2005	713,9	296,5	176,5	21,9	186,3	32,7	715,0	298,2	173,3	21,6	189,1	32,8
2006	755,5	346,5	231,3	33,0	121,4	23,3	755,5	348,4	227,9	32,8	123,2	23,3
2006 3° trim.	119,9	62,4	33,5	2,6	21,5	0,0	177,9	74,0	54,4	5,0	41,1	3,5
4° trim.	207,4	96,3	95,1	12,2	-3,3	7,2	247,4	121,3	67,2	9,7	43,9	5,5
2007 1° trim.	254,6	142,2	81,5	1,0	26,6	3,3	215,4	108,3	98,5	7,6	-1,1	2,1
2° trim.	281,9	100,3	70,6	21,5	90,0	-0,6	216,0	96,1	57,3	15,0	49,0	-1,3
2007 mar.	95,3	42,4	41,4	3,0	5,5	3,0	72,2	26,3	40,5	3,2	-0,7	2,9
apr.	62,1	34,6	15,7	2,3	8,6	0,8	70,2	34,7	22,9	2,3	9,0	1,3
mag.	151,3	46,6	40,0	5,5	60,9	-1,8	107,6	37,2	36,1	2,1	33,3	-1,1
giu.	68,4	19,0	14,8	13,7	20,4	0,4	38,2	24,2	-1,7	10,6	6,6	-1,5

**F16 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati**  
(miliardi di euro, transazioni nel mese, valori nominali)



Fonte: BCE.

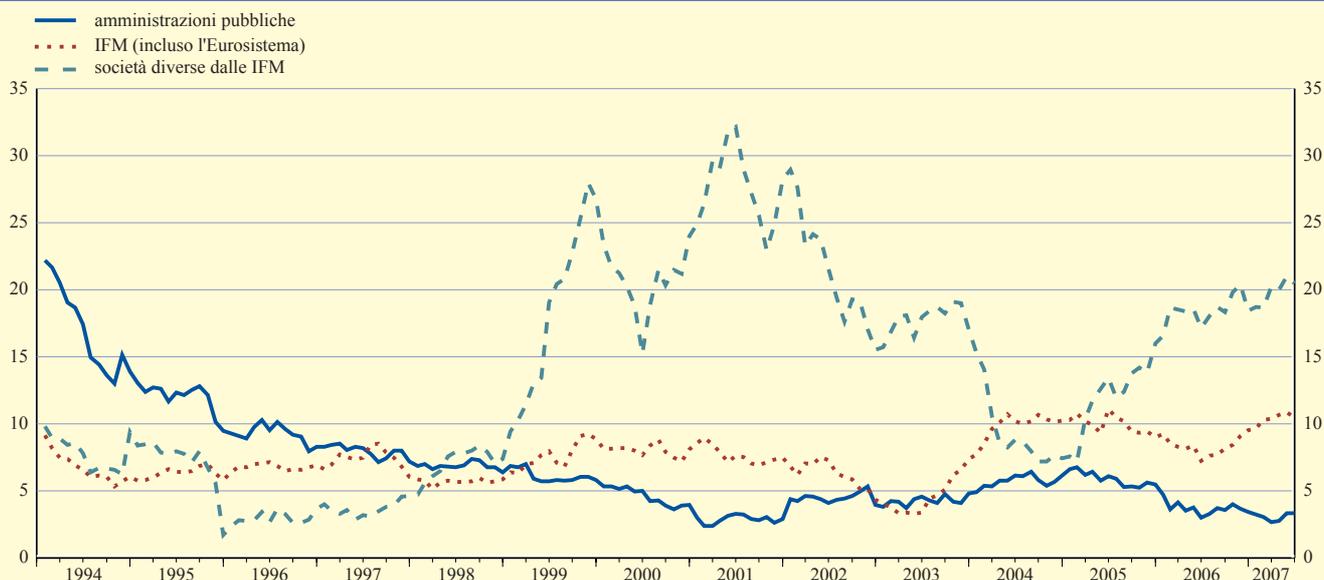
#### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2006 giu.	6,6	8,1	23,9	4,5	1,8	12,4	7,0	9,4	25,6	6,3	0,9	10,3
lug.	7,0	8,3	25,6	4,7	2,2	11,8	6,8	9,1	25,0	5,0	1,1	10,5
ago.	7,2	8,4	27,2	3,4	2,5	12,2	7,0	9,2	23,7	2,7	2,0	9,4
set.	7,3	9,0	26,4	4,3	2,2	10,4	6,9	9,1	22,8	5,0	1,7	8,1
ott.	7,9	9,6	29,0	4,0	2,6	9,5	8,0	10,2	27,0	5,1	2,3	8,5
nov.	8,2	10,0	29,5	5,2	2,5	8,8	8,2	9,4	28,4	4,6	3,2	7,0
dic.	7,8	10,2	25,7	6,0	2,1	7,9	8,6	11,0	25,7	5,6	3,2	5,6
2007 gen.	7,9	10,5	26,1	5,3	1,9	7,4	8,9	12,0	27,2	5,6	2,7	4,4
feb.	8,1	10,7	26,1	5,4	2,1	5,8	9,1	12,3	28,5	8,2	2,3	2,1
mar.	8,4	10,4	28,1	6,5	2,4	6,7	9,8	11,8	33,4	8,0	3,1	5,1
apr.	8,6	10,6	27,8	6,8	2,6	7,3	9,1	10,9	28,7	8,2	2,9	6,1
mag.	9,0	10,5	29,7	6,6	3,5	5,1	9,8	11,5	30,7	8,4	3,7	3,3
giu.	9,1	10,7	27,4	8,8	3,8	3,4	9,6	10,5	29,0	12,0	4,3	1,2
	A lungo termine											
2006 giu.	6,7	7,2	23,7	6,4	2,3	12,8	7,2	8,6	24,9	7,1	1,9	10,6
lug.	7,1	7,6	25,5	6,0	2,7	12,0	7,0	8,0	24,4	5,5	2,2	10,5
ago.	7,5	7,7	26,9	5,5	3,1	12,5	7,3	8,2	23,1	4,3	3,2	9,3
set.	7,5	8,1	26,1	5,7	3,1	10,9	7,2	8,6	22,0	5,8	2,6	8,5
ott.	8,1	8,4	28,7	5,2	3,6	10,0	8,2	9,3	26,5	4,9	3,2	9,0
nov.	8,3	9,1	29,2	5,7	3,3	9,4	8,9	10,4	28,1	3,7	3,9	7,6
dic.	8,1	9,5	25,3	6,4	3,1	8,4	9,0	10,5	25,6	5,5	4,3	6,2
2007 gen.	8,1	9,6	25,8	6,3	2,9	7,6	9,2	11,3	27,1	7,0	3,6	4,8
feb.	8,3	10,3	25,9	5,7	2,8	6,0	9,4	12,4	28,7	7,1	2,6	2,6
mar.	8,4	10,4	27,8	6,2	2,4	6,9	9,6	12,1	33,7	6,5	2,1	5,2
apr.	8,6	10,7	27,8	5,7	2,4	7,4	9,0	12,0	29,1	6,4	1,7	5,8
mag.	9,1	10,9	29,7	4,9	3,2	5,1	9,2	11,3	31,1	6,2	2,5	2,8
giu.	8,9	10,5	27,6	7,0	3,3	3,4	8,7	10,4	29,6	8,4	2,3	0,6

#### 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)



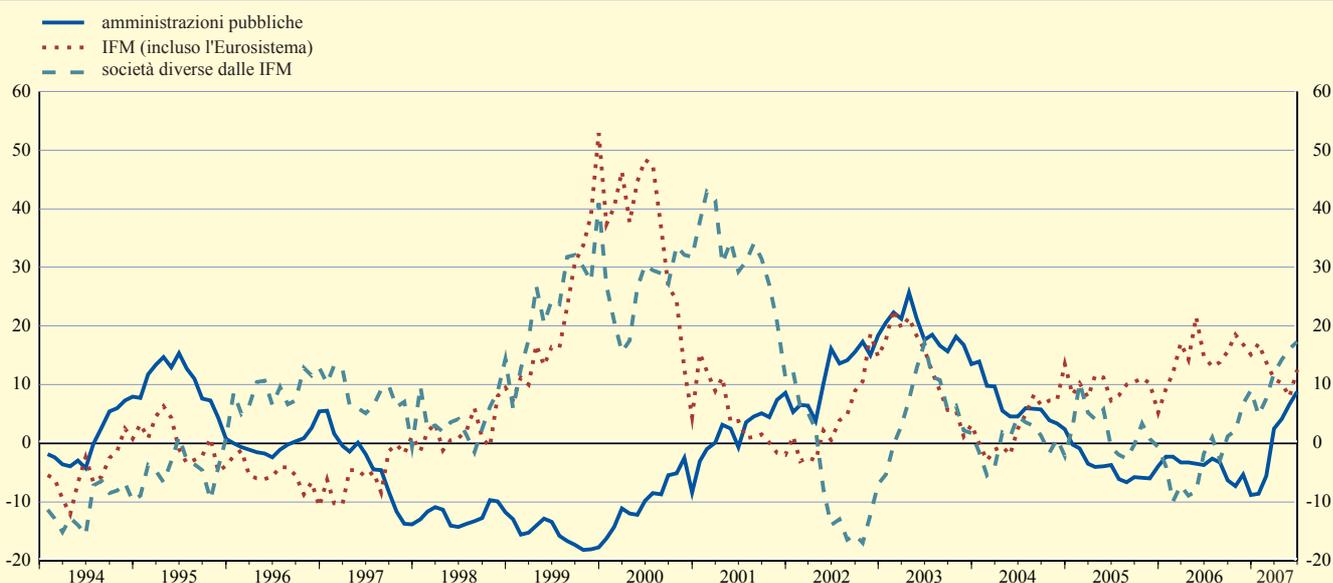
Fonte: BCE.

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	
			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
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
	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	1,1	3,1	13,4	16,4	11,8	41,3	27,4	5,2	4,5
2006 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	26,9	5,5	4,7
2007 1° trim.	5,3	6,3	19,5	3,8	2,9	7,9	15,0	12,1	32,2	21,6	1,4	4,1
2° trim.	5,5	7,5	18,7	3,9	2,6	7,7	16,5	12,1	37,6	18,4	5,6	-0,8
2007 gen.	5,2	5,7	18,9	4,1	3,1	8,4	14,7	12,2	32,2	21,2	0,2	4,9
feb.	5,5	6,7	20,8	3,6	3,0	6,6	14,7	12,3	30,5	20,8	1,0	3,6
mar.	5,2	7,1	19,2	4,3	2,2	8,2	16,0	12,0	36,0	20,3	3,6	2,3
apr.	5,3	7,6	18,7	3,7	2,2	9,0	16,4	12,3	36,4	19,6	5,6	1,8
mag.	5,7	7,3	19,9	3,3	3,0	7,4	16,6	12,1	38,9	16,0	5,9	-3,3
giu.	5,6	8,0	16,0	5,0	3,0	5,3	16,8	11,9	38,7	18,8	6,8	-3,6
	Euro											
2005	4,3	0,9	9,2	-0,2	5,4	15,3	18,9	17,3	35,2	22,0	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 3° trim.	3,7	3,1	11,2	-0,2	2,9	13,7	13,3	8,0	33,5	34,1	4,1	5,1
4° trim.	4,3	4,1	14,8	0,1	3,3	11,1	14,5	9,5	33,4	29,8	5,6	3,8
2007 1° trim.	4,7	5,5	15,3	1,7	3,2	7,9	13,7	10,8	28,7	22,8	1,5	3,6
2° trim.	4,8	6,8	15,5	1,5	2,9	7,6	15,8	11,2	35,1	19,2	5,8	-1,3
2007 gen.	4,7	5,0	15,0	2,1	3,5	8,3	13,3	10,6	28,8	22,4	0,2	4,3
feb.	4,8	5,8	15,8	1,5	3,3	6,6	13,5	11,2	27,1	21,9	1,1	3,3
mar.	4,5	6,3	15,5	1,6	2,5	8,1	15,0	11,3	32,1	21,3	3,8	1,9
apr.	4,7	7,1	15,6	1,2	2,5	8,9	15,7	11,4	33,9	20,7	5,8	1,4
mag.	5,1	6,7	16,5	0,9	3,3	7,2	16,0	11,1	36,7	16,9	6,1	-3,9
giu.	5,0	7,2	13,3	2,9	3,2	5,3	16,2	10,9	37,0	18,9	7,1	-4,2

**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)

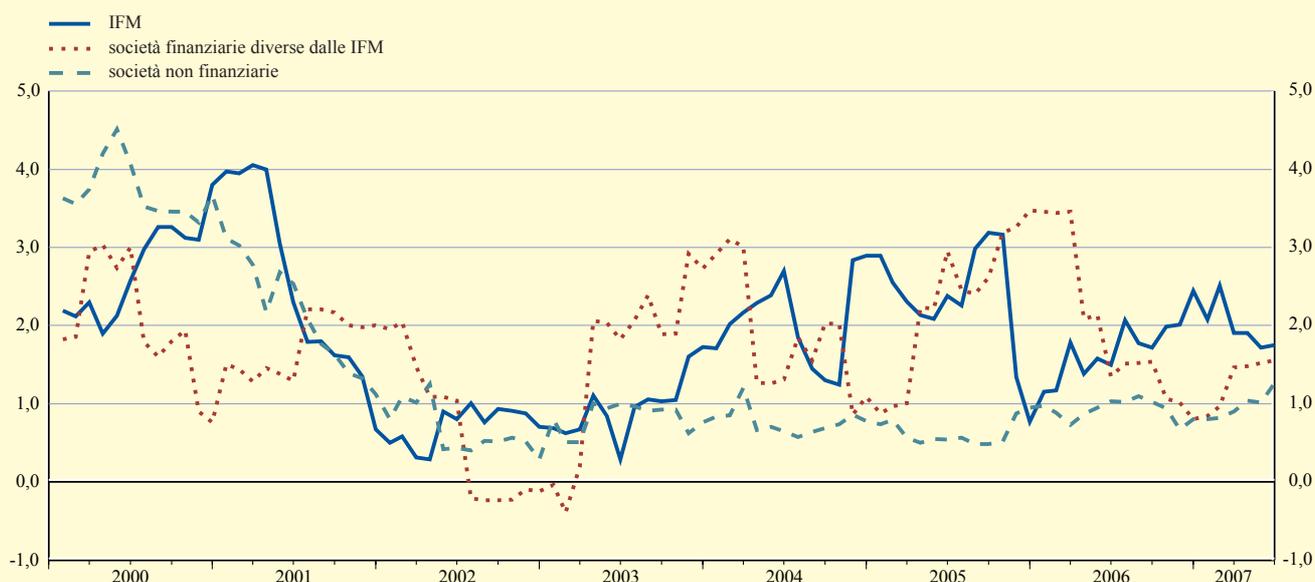
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 giu.	4.388,2	103,1	1,1	698,1	2,4	442,6	2,9	3.247,5	0,5
lug.	4.638,2	103,1	1,0	727,9	2,3	467,7	2,5	3.442,6	0,6
ago.	4.613,0	103,1	1,1	723,5	3,0	458,2	2,4	3.431,4	0,5
set.	4.834,1	103,2	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.585,2	0,5
ott.	4.666,6	103,4	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
nov.	4.889,2	103,7	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
dic.	5.063,5	103,8	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 gen.	5.296,6	103,8	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.875,0	1,0
feb.	5.436,6	103,8	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.935,1	0,9
mar.	5.637,3	103,9	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.094,9	0,7
apr.	5.662,8	104,0	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.140,1	0,9
mag.	5.373,0	104,1	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.941,8	0,9
giu.	5.384,8	104,3	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.949,1	1,0
lug.	5.381,0	104,4	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.918,2	1,0
ago.	5.545,2	104,4	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.990,8	1,1
set.	5.689,4	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.095,6	1,0
ott.	5.869,1	104,6	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.239,0	0,9
nov.	5.922,6	104,7	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,5	0,7
dic.	6.139,4	104,9	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.459,9	0,8
2007 gen.	6.310,4	104,9	1,0	1.111,3	2,1	641,7	0,8	4.557,4	0,8
feb.	6.223,4	105,0	1,1	1.081,2	2,5	633,4	1,0	4.508,8	0,8
mar.	6.423,5	105,1	1,1	1.099,9	1,9	644,6	1,5	4.678,9	0,9
apr.	6.671,7	105,3	1,2	1.156,5	1,9	670,5	1,5	4.844,7	1,0
mag.	6.944,3	105,4	1,2	1.161,3	1,7	684,0	1,5	5.099,0	1,0
giu.	6.862,0	105,7	1,4	1.115,5	1,8	671,8	1,6	5.074,8	1,3

#### 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>

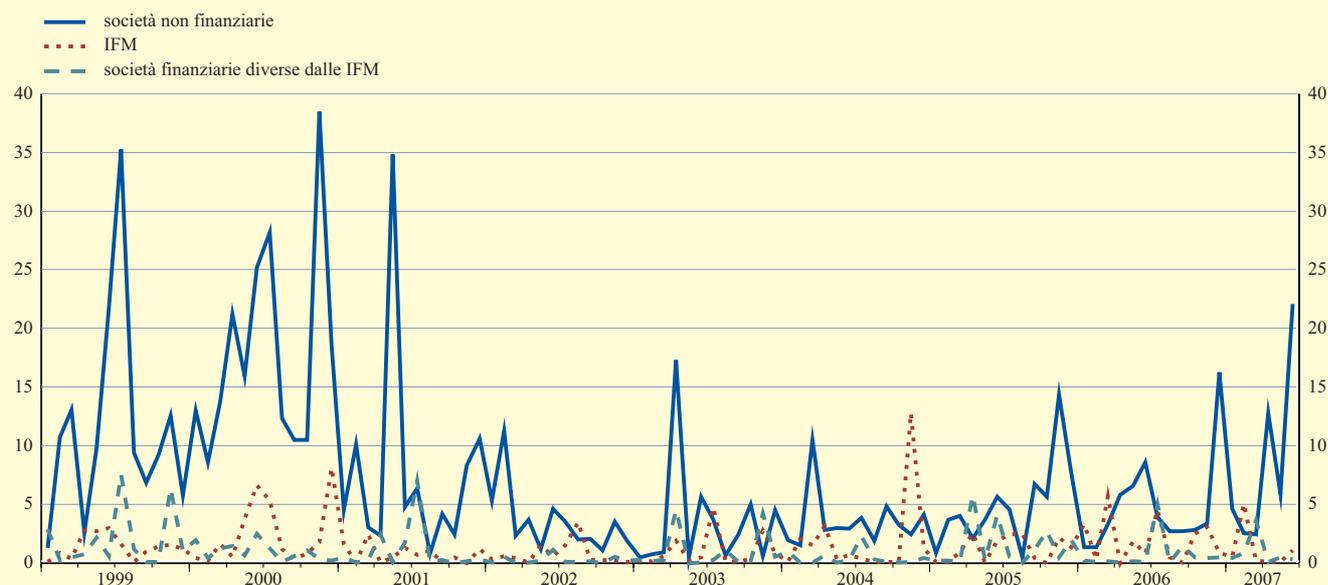
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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 giu.	11,6	4,9	6,7	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	5,6	3,2	2,5
lug.	7,5	6,6	0,9	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,5	3,7	0,8
ago.	2,9	2,2	0,8	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
set.	8,2	2,3	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,1	1,0	6,7	2,2	4,5
ott.	8,3	1,6	6,8	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,4	4,2
nov.	17,0	3,9	13,0	2,1	0,0	2,1	0,5	0,1	0,4	14,4	3,9	10,5
dic.	10,9	7,4	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,7	2,6	5,0
2006 gen.	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
feb.	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	1,3	1,6	-0,3
mar.	9,1	5,4	3,7	5,7	0,0	5,7	0,0	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.	5,5	3,9	1,6	0,5	0,1	0,4	0,4	0,0	0,4	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	4,6	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
giu.	23,4	1,6	21,8	1,0	0,0	1,0	0,3	0,0	0,3	22,1	1,6	20,5

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

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



Fonte: BCE.

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

## 4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro <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	
2006 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	3,51	2,72	2,43	3,25	1,78	3,74	3,80	3,72	3,73
giu.	1,08	3,78	3,79	2,64	2,42	3,32	1,77	3,94	4,10	4,16	3,90
lug.	1,10	3,86	3,90	2,83	2,45	3,40	1,81	4,02	4,26	4,50	3,95

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
		1	2	3		4	5	6	7				
2006 ago.	9,92	7,73	6,38	8,15	8,07	4,21	4,37	4,60	4,40	4,59	4,65	5,27	4,94
set.	10,05	7,72	6,24	8,09	7,94	4,30	4,37	4,61	4,45	4,66	4,76	5,30	4,98
ott.	10,03	7,50	5,99	8,17	7,76	4,42	4,45	4,58	4,47	4,73	4,93	5,18	4,80
nov.	10,07	7,66	6,12	8,15	7,81	4,49	4,50	4,58	4,47	4,76	4,97	5,26	4,91
dic.	10,03	7,56	6,05	7,97	7,71	4,56	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,24	4,82
2007 gen.	10,14	7,63	6,68	8,39	8,25	4,68	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
feb.	10,31	7,69	6,83	8,27	8,28	4,71	4,71	4,70	4,61	4,90	5,27	5,38	5,14
mar.	10,22	7,51	6,68	8,34	8,14	4,79	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
apr.	10,29	7,77	6,69	8,24	8,15	4,85	4,73	4,75	4,67	5,00	5,28	5,57	5,21
mag.	10,32	8,10	6,73	8,30	8,27	4,88	4,80	4,81	4,74	5,02	5,38	5,65	5,32
giu.	10,38	8,07	6,66	8,24	8,25	5,00	4,93	4,90	4,82	5,15	5,49	5,77	5,37
lug.	10,38	8,01	6,77	8,34	8,36	5,07	4,93	5,02	4,90	5,26	5,54	5,82	5,40

### 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
2006 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	4,70
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.	6,12	5,43	5,57	4,95	4,71	5,10	5,12
giu.	6,17	5,53	5,70	5,03	4,88	5,28	5,17
lug.	6,29	5,58	5,75	5,08	4,88	5,01	5,15

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)

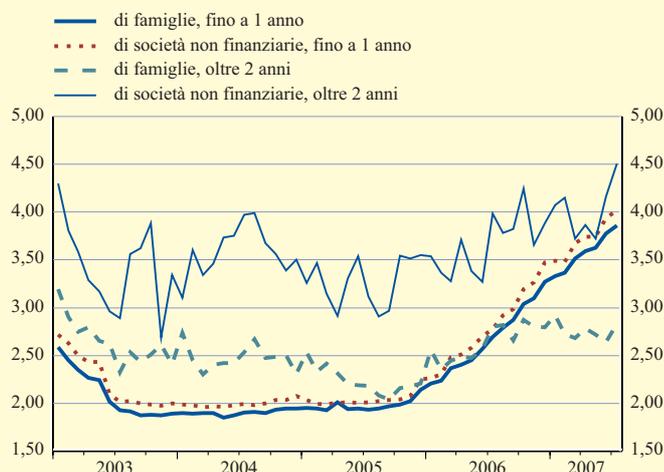
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2006 ago.	0,85	2,52	3,05	2,23	2,63	1,32	2,93	3,68	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	3,30	3,03	2,43	3,25	1,78	3,72	3,96	3,66	
giu.	1,08	3,39	3,04	2,42	3,32	1,77	3,87	3,99	3,79	
lug.	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	4,00	3,85	

##### 5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 ago.	4,72	4,23	4,60	8,19	6,71	5,82	4,85	4,33	4,48
set.	4,82	4,27	4,62	8,30	6,81	5,87	4,93	4,40	4,53
ott.	4,90	4,29	4,65	8,35	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
nov.	4,98	4,33	4,68	8,33	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
dic.	5,01	4,34	4,70	8,41	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007 gen.	5,05	4,38	4,72	8,53	6,83	5,95	5,30	4,76	4,77
feb.	5,11	4,46	4,79	8,66	6,95	5,96	5,37	4,83	4,83
mar.	5,14	4,45	4,79	8,62	6,88	5,95	5,43	4,90	4,84
apr.	5,14	4,48	4,80	8,67	6,96	5,97	5,50	4,94	4,87
mag.	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,98	4,90
giu.	5,21	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96
lug.	5,29	4,55	4,89	8,80	6,96	6,09	5,69	5,15	5,01

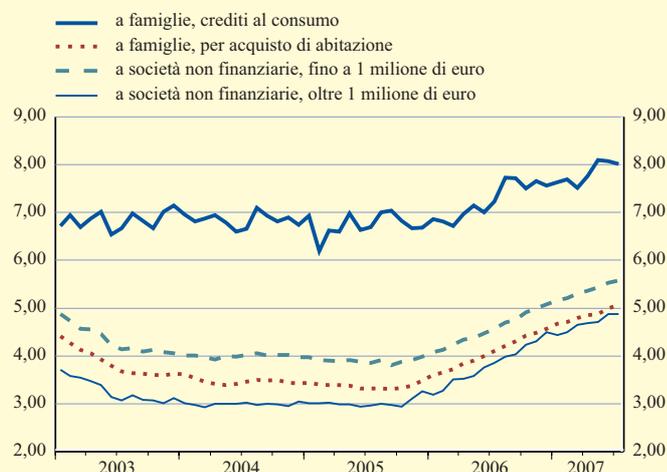
##### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

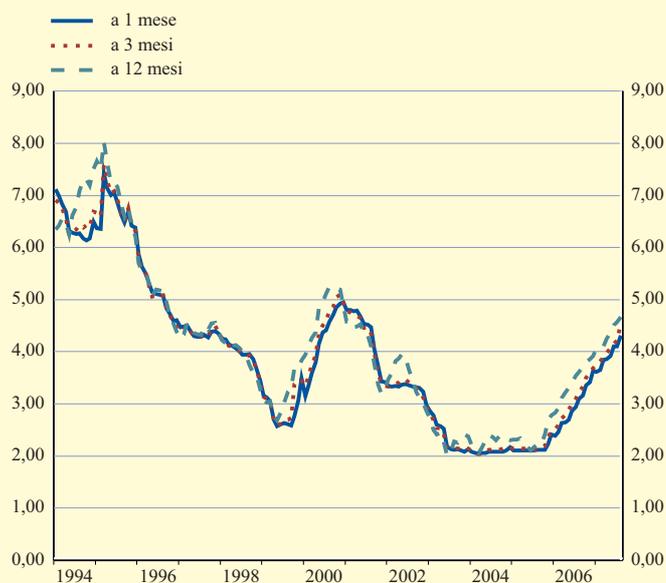
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(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 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
ago.	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	5,48	0,92

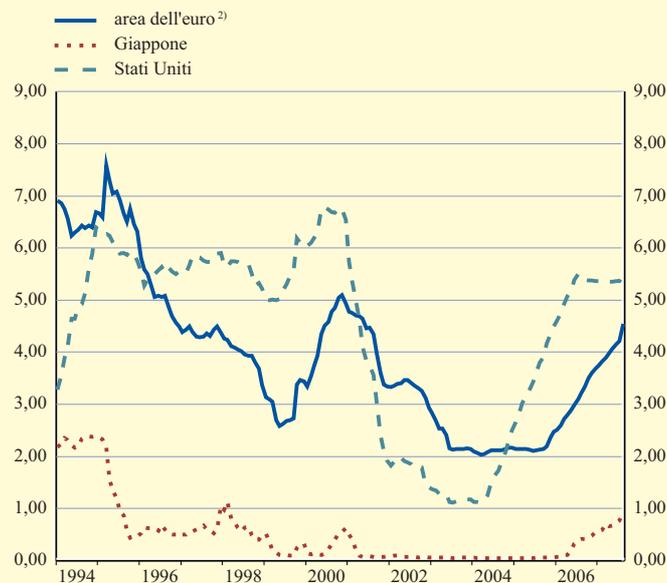
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(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.

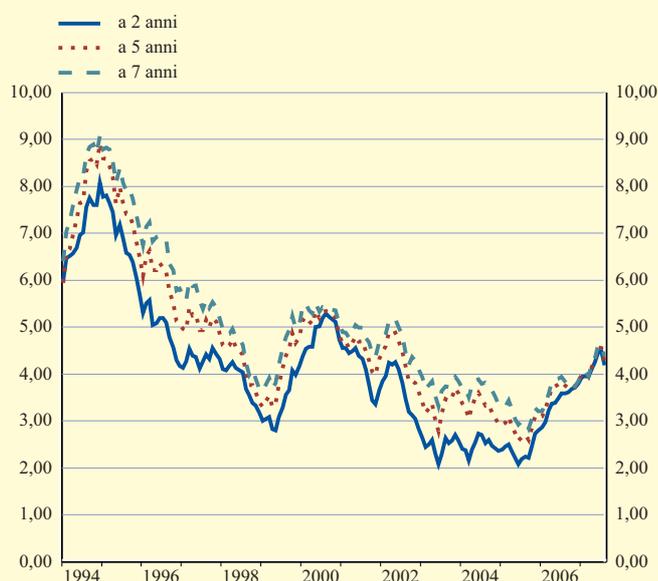
**4.7 Rendimenti dei titoli di Stato**

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

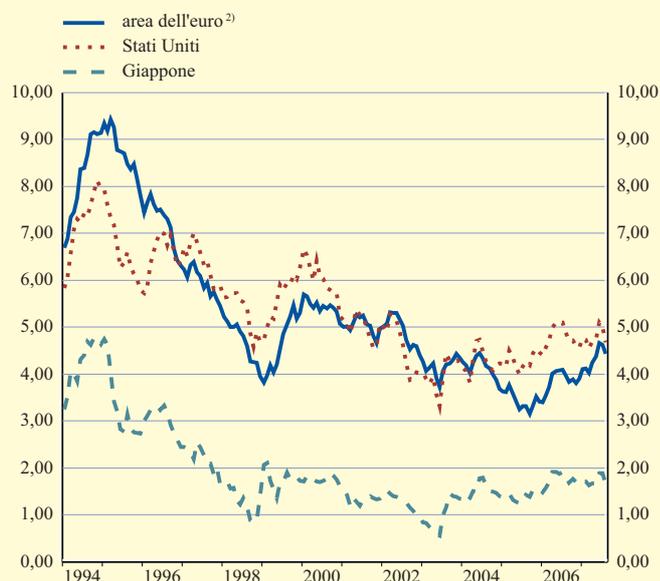
	Area dell'euro <sup>1)2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2006	3,44	3,51	3,64	3,72	3,86	4,79	1,74
2006 2° trim.	3,41	3,53	3,75	3,88	4,05	5,07	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 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
ago.	4,19	4,23	4,27	4,38	4,43	4,68	1,65

**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.

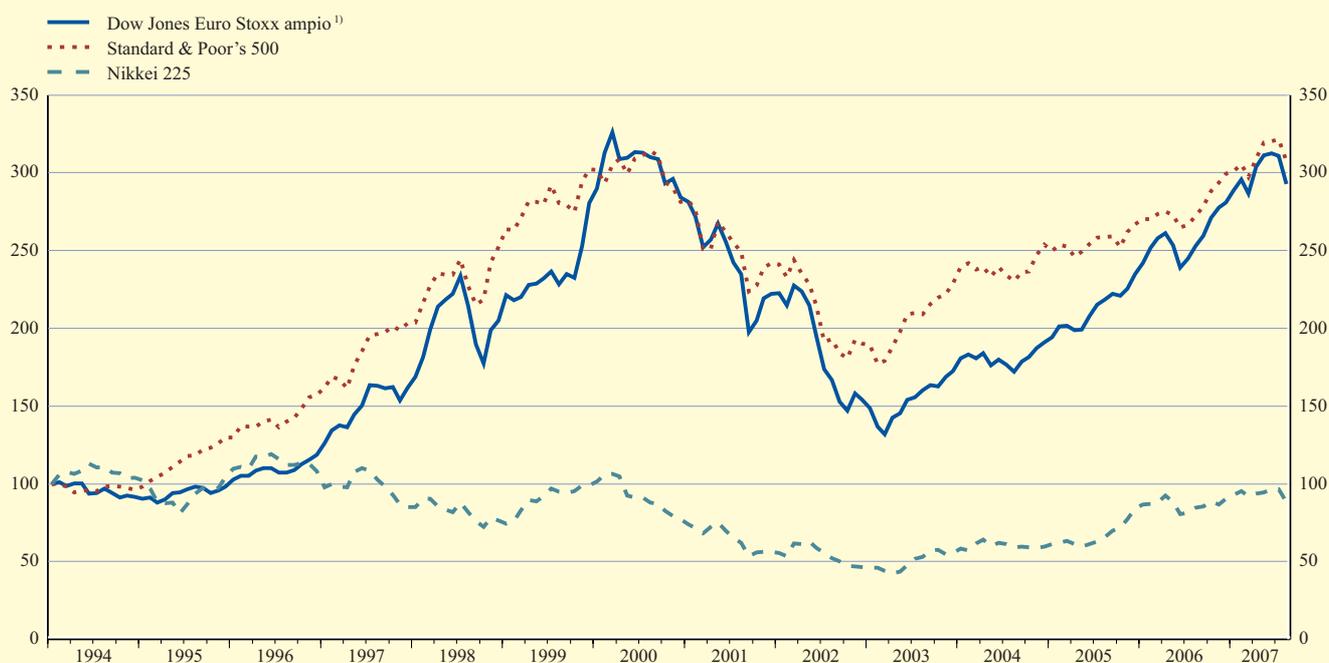
## 4.8 Indici del mercato azionario

(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										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli 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	16.124,0
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	16.201,2
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 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
ago.	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0

## 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 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	86,2	13,8	
	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	2,9	
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 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.	104,3	1,8	1,9	1,2	2,6	0,2	0,1	0,4	0,0	0,5	0,2	1,7	2,1	
ago. <sup>4)</sup>		1,8												

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu- nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
in perc. del totale <sup>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 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
lug.	2,3	1,9	2,8	0,7	0,9	0,0	2,7	1,9	2,5	-1,7	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								
in perc. del totale <sup>5)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			Totale	Totale al netto dell'energia	
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	6,9 <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	1,3	-	-	-5,5	15,7	44,8
2° trim.	118,5	2,4	2,6	3,2	5,5	1,9	1,7	1,8	1,7	-0,5	-	-	-3,1	13,8	51,0
2007 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	-0,7	-	-	-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.	118,7	2,2	2,6	3,1	5,1	1,9	1,7	1,8	1,6	-0,7	-	-	0,3	14,2	52,6
lug.	119,0	1,8	2,3	2,9	4,6	1,7	1,8	1,7	1,8	-1,9	-	-	-1,7	7,8	55,2
ago.											-	-	-3,4	5,4	52,4

### 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 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
2° trim.								2,3

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

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

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

3) Si riferisce a prezzi espressi in euro.

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

5) Nel 2000.

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

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

**5.1 IAPC, altri prezzi e costi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>								
2003	106,5	1,8	6,0	0,4	3,3	1,9	1,7	2,9
2004	107,8	1,2	-8,4	-0,4	3,4	0,3	2,5	2,6
2005	108,9	1,0	8,1	-0,8	3,6	0,5	1,6	1,9
2006	109,7	0,7	4,2	-1,5	1,2	0,2	2,0	2,2
2006 1° trim.	109,6	0,8	5,3	-1,5	1,4	0,4	2,1	2,4
2° trim.	109,9	1,1	5,0	-1,2	0,2	0,8	1,4	3,3
3° trim.	109,8	1,1	5,4	-1,2	1,2	0,1	2,5	2,6
4° trim.	109,5	0,0	1,3	-2,1	2,1	-0,3	2,1	0,7
2007 1° trim.	110,4	0,7	-0,6	-1,4	1,0	-0,3	2,8	2,2
<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	0,3	-3,4	1,8	-0,7	0,0	0,9	-0,8
2004	101,9	0,9	11,6	3,1	-0,7	1,2	-0,6	-0,3
2005	102,7	0,8	-4,4	2,3	-1,4	1,1	0,6	0,0
2006	104,2	1,5	-1,2	4,2	1,8	1,7	-0,4	-0,1
2006 1° trim.	103,4	1,4	-3,0	4,1	1,7	1,6	-0,5	-0,1
2° trim.	104,0	1,4	-2,4	3,8	2,6	1,5	-0,2	-0,1
3° trim.	104,3	1,3	-1,4	4,0	1,6	1,6	-0,7	-0,1
4° trim.	104,9	1,8	2,2	4,7	1,4	2,3	-0,1	-0,2
2007 1° trim.	105,3	1,8	4,4	4,0	2,8	1,9	-0,2	0,3

**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	107,4	2,2	2,1	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,7
2004	109,5	2,0	2,2	2,1	2,3	2,4	1,1	1,6
2005	111,6	1,9	2,3	2,1	2,6	2,3	2,7	3,8
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	2,1	2,6	2,7	4,0
2006 2° trim.	113,5	2,0	2,7	2,4	3,0	2,6	3,1	5,0
3° trim.	114,0	2,0	2,4	2,1	2,1	2,7	2,7	3,6
4° trim.	114,6	1,8	1,8	1,9	0,5	2,8	2,0	2,0
2007 1° trim.	115,3	2,2	1,9	1,7	1,5	3,0	1,6	0,6
2° trim.	116,0	2,2	2,0	1,8	0,7	2,9	1,4	0,9

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	7.488,9	7.332,9	4.294,4	1.531,2	1.506,1	1,2	156,0	2.638,5	2.482,5
2004	7.772,3	7.613,8	4.448,0	1.586,8	1.572,7	6,3	158,6	2.841,1	2.682,6
2005	8.047,6	7.931,3	4.610,2	1.649,8	1.654,3	17,0	116,3	3.049,7	2.933,4
2006	8.437,3	8.337,7	4.799,2	1.716,4	1.787,6	34,5	99,6	3.388,6	3.289,0
2006 2° trim.	2.099,3	2.076,1	1.195,0	429,4	444,4	7,4	23,2	837,5	814,3
3° trim.	2.121,2	2.102,8	1.206,3	430,5	451,3	14,8	18,3	851,4	833,0
4° trim.	2.150,5	2.111,6	1.215,1	432,6	462,3	1,5	38,9	879,9	841,0
2007 1° trim.	2.179,7	2.143,7	1.220,3	438,9	475,1	9,4	36,0	889,1	853,1
2° trim.	2.199,3	2.160,7	1.234,2	440,9	476,9	8,7	38,5	902,1	863,5
<i>in percentuale del PIL</i>									
2006	100,0	98,8	56,9	20,3	21,2	0,4	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 2° trim.	1,0	0,9	0,4	0,2	2,7	-	-	1,6	1,3
3° trim.	0,6	0,9	0,5	0,5	0,7	-	-	1,1	1,9
4° trim.	0,9	0,3	0,5	0,4	1,7	-	-	3,1	1,6
2007 1° trim.	0,7	0,8	0,0	0,8	2,0	-	-	0,8	0,9
2° trim.	0,3	0,2	0,5	0,1	-0,2	-	-	1,1	0,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,2	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,9	1,6	1,3	2,3	-	-	6,9	6,7
2005	1,5	1,7	1,5	1,3	2,6	-	-	4,3	5,1
2006	2,8	2,6	1,8	1,9	5,0	-	-	8,0	7,8
2006 2° trim.	2,9	2,6	1,8	1,6	5,7	-	-	8,1	7,5
3° trim.	2,8	3,0	1,7	1,8	5,0	-	-	6,9	7,6
4° trim.	3,3	2,5	2,1	2,2	5,9	-	-	9,2	7,2
2007 1° trim.	3,2	2,8	1,4	2,0	7,4	-	-	6,7	5,9
2° trim.	2,5	2,1	1,5	1,9	4,3	-	-	6,2	5,1
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2006 2° trim.	1,0	0,9	0,2	0,0	0,6	0,0	0,1	-	-
3° trim.	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	0,3	-0,3	-	-
4° trim.	0,9	0,3	0,3	0,1	0,4	-0,5	0,6	-	-
2007 1° trim.	0,7	0,8	0,0	0,2	0,4	0,2	-0,1	-	-
2° trim.	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,3	0,1	-0,6	-	-
2004	2,0	1,8	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,8	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,0	0,1	0,2	-	-
2006 2° trim.	2,9	2,6	1,0	0,3	1,2	0,0	0,3	-	-
3° trim.	2,8	2,9	1,0	0,4	1,0	0,5	-0,1	-	-
4° trim.	3,3	2,5	1,2	0,4	1,2	-0,4	0,9	-	-
2007 1° trim.	3,2	2,8	0,8	0,4	1,5	0,0	0,4	-	-
2° trim.	2,5	2,0	0,8	0,4	0,9	-0,1	0,5	-	-

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) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2003	6.728,1	150,8	1.394,7	390,8	1.427,4	1.831,1	1.533,3	760,9
2004	6.977,5	153,8	1.430,4	412,5	1.478,7	1.908,0	1.594,1	794,8
2005	7.209,5	142,5	1.458,3	438,2	1.516,8	1.997,5	1.656,1	838,1
2006	7.535,7	138,2	1.522,9	481,1	1.569,1	2.105,6	1.718,7	901,6
2006 2° trim.	1.875,0	34,1	377,7	119,1	389,7	524,1	430,2	224,4
3° trim.	1.897,2	34,9	383,3	122,1	395,3	530,1	431,7	223,9
4° trim.	1.917,8	35,1	388,3	124,8	399,6	536,2	433,8	232,7
2007 1° trim.	1.941,8	35,3	396,1	128,3	401,9	541,9	438,3	237,9
2° trim.	1.961,1	35,8	400,7	128,1	405,1	549,1	442,3	238,2
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2006	100,0	1,8	20,2	6,4	20,8	27,9	22,8	-
<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 2° trim.	1,0	0,1	0,9	2,9	1,2	1,2	0,3	0,5
3° trim.	0,6	-0,3	0,9	1,0	0,7	0,6	0,2	0,5
4° trim.	0,7	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	0,3	2,0
2007 1° trim.	0,8	1,7	1,2	1,9	0,5	0,8	0,4	-0,3
2° trim.	0,5	-0,5	0,6	-1,6	0,6	0,9	0,4	-0,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2003	0,7	-6,1	0,2	0,1	0,7	1,6	0,9	1,6
2004	2,1	10,4	2,4	0,8	2,5	1,6	1,5	1,6
2005	1,5	-5,9	0,7	1,3	1,6	2,6	1,4	1,6
2006	2,7	-1,6	3,7	4,4	2,8	3,0	1,2	3,4
2006 2° trim.	2,8	-1,4	3,7	4,6	2,9	3,3	1,3	3,6
3° trim.	2,9	-2,4	4,1	4,8	3,0	3,1	1,2	2,5
4° trim.	3,3	0,4	4,6	5,3	3,7	3,4	1,3	3,8
2007 1° trim.	3,2	2,3	4,0	7,3	3,2	3,5	1,3	2,7
2° trim.	2,6	1,7	3,6	2,6	2,6	3,1	1,3	1,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2006 2° trim.	1,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	-
3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-
4° trim.	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2007 1° trim.	0,8	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2° trim.	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	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	0,2	0,5	0,0	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,5	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	-
2006	2,7	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
2006 2° trim.	2,8	0,0	0,8	0,3	0,6	0,9	0,3	-
3° trim.	2,9	0,0	0,8	0,3	0,6	0,9	0,3	-
4° trim.	3,3	0,0	0,9	0,3	0,8	1,0	0,3	-
2007 1° trim.	3,2	0,0	0,8	0,5	0,7	1,0	0,3	-
2° trim.	2,6	0,0	0,7	0,2	0,5	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	
2004	2,1	102,5	2,2	2,2	2,1	2,4	3,4	0,6	0,1	0,7	2,2	-0,5
2005	1,2	103,9	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,4	-1,0	0,7	1,3	-0,2
2006	3,8	108,1	4,0	4,4	4,4	5,0	5,8	2,5	4,2	2,2	0,8	4,1
2006 3° trim.	4,1	108,7	4,2	4,5	4,4	5,8	5,6	1,7	5,0	1,2	1,5	3,9
4° trim.	4,2	109,4	4,0	5,0	4,9	5,4	6,7	3,3	5,5	2,9	-3,3	6,9
2007 1° trim.	4,6	110,3	3,8	5,8	5,9	6,4	7,1	3,9	4,3	3,9	-7,4	10,8
2° trim.	2,9	110,7	2,6	3,1	3,1	2,9	4,4	2,2	1,2	2,3	-0,5	2,5
2007 gen.	3,5	109,7	3,2	5,5	5,7	5,4	7,0	4,1	3,5	4,2	-8,4	9,7
feb.	5,0	110,3	4,1	6,0	6,1	7,1	7,5	3,2	4,8	2,9	-7,1	11,8
mar.	5,2	111,0	4,2	5,8	6,0	6,5	6,8	4,5	4,5	4,5	-6,7	11,0
apr.	3,0	110,0	2,9	3,9	4,0	3,7	5,2	2,8	1,6	3,0	-2,9	3,3
mag.	2,3	111,1	2,6	2,9	2,8	2,5	3,9	2,0	0,3	2,3	2,0	1,7
giu.	3,4	110,9	2,2	2,6	2,5	2,6	4,1	1,7	1,7	1,7	-0,6	2,5
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2007 gen.	-0,4	-	-0,7	-0,1	-0,2	-0,9	0,3	-0,3	-1,8	-0,1	-4,2	0,2
feb.	0,9	-	0,6	0,5	0,5	0,7	0,8	0,1	0,7	0,0	0,7	0,8
mar.	0,9	-	0,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,9	0,2	1,0	0,9	0,6
apr.	-1,8	-	-0,9	-1,1	-1,6	-1,6	-1,1	-1,0	-2,0	-0,9	0,6	-1,2
mag.	0,9	-	1,0	0,8	1,0	0,9	1,1	0,7	1,8	0,6	2,8	0,1
giu.	0,8	-	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	0,5	0,6

### 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			
in perc. del totale <sup>1)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	104,0	7,3	106,3	5,1	2,3	105,3	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	119,2	9,2	118,9	7,3	3,4	108,9	2,1	0,7	2,7	2,9	4,9	966	2,6
2006 3° trim.	120,4	9,1	119,9	6,5	3,8	109,3	2,4	1,3	2,8	3,5	5,1	939	-1,8
4° trim.	122,9	7,4	121,9	7,6	3,4	109,6	2,3	-0,2	3,5	3,1	7,0	985	5,1
2007 1° trim.	125,7	8,1	124,5	7,6	2,6	109,6	1,6	0,3	2,4	4,2	4,2	951	-1,7
2° trim.	130,6	10,6	126,0	6,4	2,0	109,7	0,8	-0,3	1,7	3,0	2,3	952	-1,9
2007 feb.	125,1	6,4	124,0	7,3	2,0	109,5	1,2	-0,7	2,6	4,7	3,9	938	-3,7
mar.	127,8	7,6	126,0	5,8	3,8	110,2	2,7	2,0	3,1	5,8	5,0	972	0,8
apr.	127,4	10,4	124,0	9,4	2,8	110,1	1,6	0,5	2,5	6,8	2,8	917	-5,8
mag.	129,4	7,6	126,4	5,1	1,0	109,2	-0,1	-0,5	0,0	-1,8	0,8	967	-0,8
giu.	135,0	13,7	127,7	5,1	2,3	109,8	1,0	-0,8	2,5	4,0	3,4	971	0,7
lug.	-	-	-	-	1,7	109,9	0,5	-1,7	2,0	-	-	-	-
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2007 feb.	-	0,7	-	0,4	0,4	-	0,4	0,2	0,7	1,0	0,4	-	-0,4
mar.	-	2,2	-	1,6	0,8	-	0,6	0,7	0,4	0,1	0,9	-	3,6
apr.	-	-0,3	-	-1,6	-0,1	-	-0,1	-0,1	1,5	-1,0	-	-	-5,6
mag.	-	1,5	-	1,9	-0,6	-	-0,8	-0,8	-0,7	-3,5	-0,4	-	5,4
giu.	-	4,3	-	1,0	0,7	-	0,6	-0,1	1,0	2,8	1,4	-	0,4
lug.	-	-	-	-	0,2	-	0,1	0,2	-0,1	-	-	-	-

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 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
ago.	110,0	5	7	5	13	-	-3	-2	-1	2	-7

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <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
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 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
ago.	-2	-10	7	4	10	14	15	20	16	21	23

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.	11,791	7,9	8,921	6,8	2,870	16,4	5,698	6,8	6,094	9,3
3° trim.	11,567	7,8	8,703	6,6	2,863	16,4	5,536	6,6	6,031	9,2
4° trim.	11,322	7,6	8,486	6,4	2,836	16,2	5,368	6,4	5,954	9,0
2007 1° trim.	10,816	7,2	8,082	6,1	2,734	15,8	5,108	6,1	5,709	8,7
2° trim.	10,460	7,0	7,833	5,9	2,628	15,2	4,915	5,9	5,545	8,4
2007 feb.	10,813	7,2	8,071	6,1	2,742	15,8	5,104	6,1	5,709	8,7
mar.	10,649	7,1	7,959	6,0	2,690	15,5	5,006	6,0	5,642	8,6
apr.	10,544	7,0	7,894	6,0	2,650	15,4	4,958	5,9	5,586	8,5
mag.	10,448	7,0	7,826	5,9	2,621	15,2	4,905	5,8	5,542	8,4
giu.	10,389	6,9	7,778	5,9	2,611	15,2	4,881	5,8	5,508	8,4
lug.	10,362	6,9	7,751	5,8	2,611	15,2	4,873	5,8	5,490	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					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali			Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese		Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	46,5	46,3	12,2	9,1	2,8	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,7	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	44,2	11,4	8,6	2,5	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	40,9
2005	45,1	44,7	11,6	8,6	2,7	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,4	0,3	41,2
2006	45,7	45,4	12,2	8,8	3,1	13,9	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,9

### 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	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
												10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	48,8	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,0	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	47,6	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,8	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	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,7	43,7	10,4	5,1	3,0	25,2	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,7
2006	47,3	43,2	10,3	5,0	2,9	25,0	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>							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,7	10,6	4,7	4,8	1,9	2,3	8,2	11,6
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,8	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	-0,4	-0,3	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	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	1,3	20,4	10,3	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,4

### 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 (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

## 6.2 Debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>				Altri creditori <sup>3)</sup>
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
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	49,8	39,3	19,3	10,2	9,8	29,9
2004	69,6	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	34,9
2006	68,8	2,5	11,3	4,1	50,9	32,7	17,6	7,6	7,5	36,1

### 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>5)</sup>	Altre valute
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
1997	73,9	61,9	6,0	5,4	0,6	9,4	64,5	8,4	18,1	25,3	30,6	71,9	2,0
1998	72,6	60,9	6,1	5,3	0,4	8,1	64,5	7,5	15,4	26,4	30,8	70,8	1,8
1999	71,8	60,3	6,0	5,1	0,4	7,3	64,5	6,6	13,6	27,9	30,4	69,7	2,1
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	5,8	13,4	27,9	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,8	0,4	7,0	61,3	5,0	13,7	26,8	27,8	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,8	0,4	7,6	60,4	5,0	15,3	25,2	27,5	66,6	1,5
2003	69,2	56,9	6,6	5,1	0,6	7,8	61,4	4,9	14,3	26,1	28,8	68,0	1,1
2004	69,6	57,4	6,7	5,1	0,4	7,8	61,8	4,6	14,3	26,5	28,8	68,5	1,1
2005	70,5	57,9	6,8	5,3	0,5	7,9	62,5	4,9	14,4	26,1	30,0	69,2	1,2
2006	68,8	56,2	6,6	5,4	0,6	7,5	61,3	4,6	13,7	25,1	30,0	67,9	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 sottosectori 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>											Altro <sup>10)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			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	-2,6	0,5	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.

- 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).
- Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- Incluse, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 2001.
- Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- Incluse i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

## 6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <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>
	1	2	Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	8	Imposte in conto capitale	
2001 1° trim.	42,3	41,8	10,5	12,7	15,2	1,8	0,8	0,4	0,2	38,6
2° trim.	46,9	46,5	13,4	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
3° trim.	43,5	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,8
4° trim.	49,1	48,6	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 1° trim.	41,9	41,5	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,5
2° trim.	45,6	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
3° trim.	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,7
4° trim.	49,2	48,6	13,4	14,1	16,3	3,0	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 1° trim.	41,9	41,5	9,8	12,8	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,4
2° trim.	46,0	44,5	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,7
3° trim.	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,3
4° trim.	49,3	48,3	13,2	14,2	16,3	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9
2004 1° trim.	41,4	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,6	0,5	0,3	38,1
2° trim.	45,1	44,3	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
3° trim.	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,0
4° trim.	49,4	48,4	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 1° trim.	42,1	41,6	9,9	12,9	15,4	1,7	0,6	0,5	0,2	38,5
2° trim.	44,9	44,3	11,9	13,3	15,3	2,0	1,0	0,6	0,3	40,8
3° trim.	43,4	42,8	11,0	12,9	15,3	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
4° trim.	49,6	48,8	13,5	14,4	16,2	3,0	0,9	0,8	0,3	44,4
2006 1° trim.	42,7	42,2	10,3	13,3	15,3	1,7	0,8	0,5	0,3	39,2
2° trim.	46,1	45,6	12,6	13,7	15,4	2,0	1,2	0,5	0,3	41,9
3° trim.	43,8	43,3	11,5	13,0	15,4	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
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.	42,4	42,0	10,3	13,5	14,9	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
	1	2	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
							3	4			5	6	7
2001 1° trim.	45,6	42,3	10,0	4,2	4,0	24,1	20,8	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	42,5	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,6	1,2
4° trim.	51,1	46,2	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.	46,2	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,6
2° trim.	46,6	43,2	10,3	4,9	3,5	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
3° trim.	46,9	43,2	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
4° trim.	50,9	46,5	11,1	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 1° trim.	46,9	43,4	10,3	4,5	3,5	25,1	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,5
2° trim.	47,4	43,8	10,4	4,8	3,4	25,2	21,8	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,0
3° trim.	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,7	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
4° trim.	51,3	46,4	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.	46,5	43,1	10,3	4,6	3,2	25,0	21,4	1,2	3,3	1,9	1,4	-5,0	-1,8
2° trim.	46,6	43,3	10,4	4,8	3,1	24,9	21,6	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
3° trim.	46,2	42,8	10,0	4,7	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
4° trim.	50,8	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	43,3	10,3	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,8	1,9	1,9	-5,0	-1,9
2° trim.	46,5	43,1	10,3	5,0	3,2	24,6	21,5	1,1	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,6
3° trim.	45,9	42,5	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	26,3	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,6
2006 1° trim.	45,7	42,5	10,1	4,5	3,0	25,0	21,3	1,2	3,1	1,9	1,2	-3,0	0,0
2° trim.	46,1	42,7	10,3	4,9	3,1	24,4	21,3	1,1	3,4	2,4	1,0	0,0	3,1
3° trim.	46,3	42,1	9,9	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.	44,8	41,5	9,9	4,5	2,9	24,2	20,6	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)

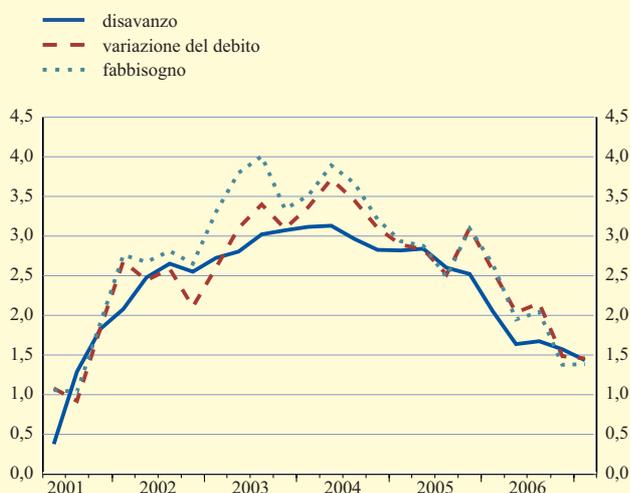
**1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario<sup>1)</sup>**

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2004 2° trim.	71,2	2,2	12,1	5,5	51,5
3° trim.	71,1	2,3	12,0	5,5	51,3
4° trim.	69,6	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	52,5
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	51,7
2° trim.	71,0	2,5	11,6	4,9	52,0
3° trim.	70,5	2,5	11,6	4,7	51,6
4° trim.	68,8	2,5	11,3	4,1	50,9
2007 1° trim.	69,1	2,4	11,3	4,8	50,5

**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	3,9	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.	4,9	-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 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
2° trim.	-7,0	18,7	13,2	-22,1	-16,8	2,8	-4,2	-21,7	-82,7	90,8	-13,1	-12,2	-4,4	25,9
2006 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.	-14,0	4,2	3,9	-17,3	-4,9	1,9	-12,1	1,1	-13,4	5,0	-1,9	12,3	-0,7	11,0
giu.	11,4	10,1	6,3	-0,4	-4,6	0,2	11,6	-40,5	-44,8	70,2	-7,1	-56,9	-1,9	28,9
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2007 giu.	2,6	51,5	37,1	-9,0	-77,1	14,8	17,4	-28,4	-210,3	355,7	-22,4	-140,0	-11,4	11,0

#### F30 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)

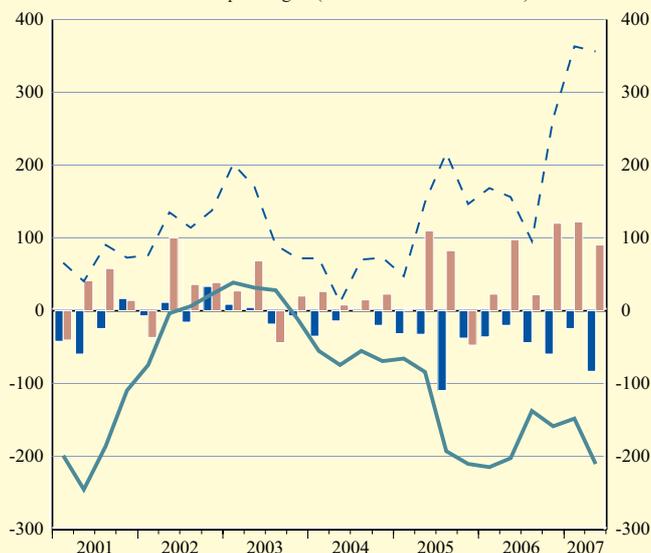
- flussi trimestrali
- flussi cumulati sui 12 mesi



#### F31 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)

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



Fonte: BCE.

**7.1 Bilancia dei pagamenti**

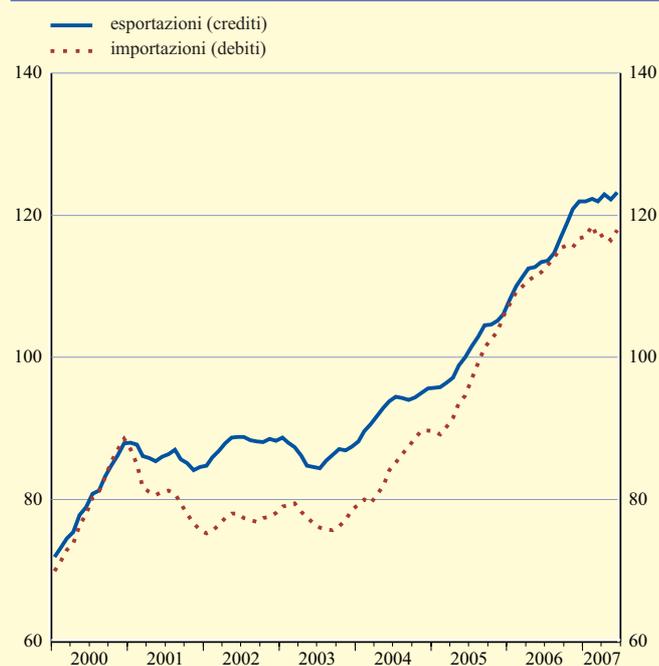
(miliardi di euro; transazioni)

**2. Conto corrente e conto capitale**

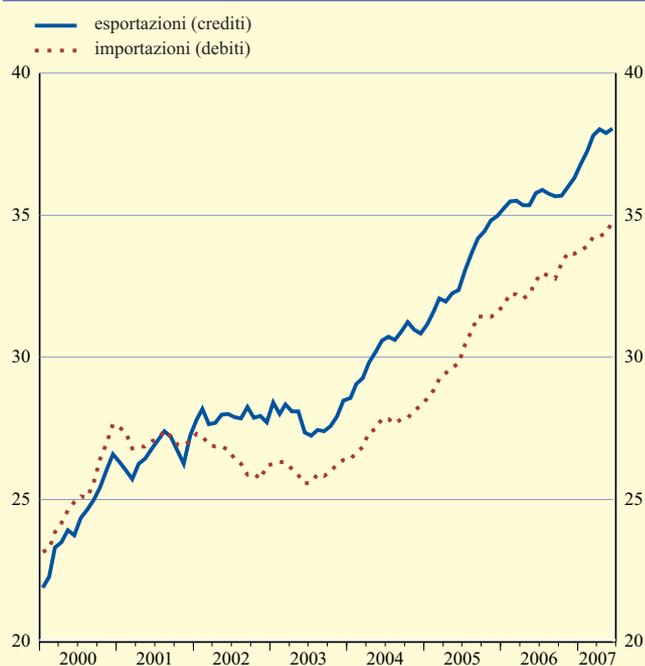
	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2004	1.866,8	1.806,0	60,7	1.129,3	1.028,9	366,4	333,8	288,9	302,7	82,1	140,7	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 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
2° trim.	636,3	643,3	-7,0	371,7	353,0	114,1	100,9	133,1	155,2	17,5	34,3	4,9	2,2
2007 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.	209,0	223,1	-14,0	123,2	118,9	37,7	33,7	41,3	58,6	6,9	11,8	2,6	0,7
giu.	226,3	215,0	11,4	129,3	119,2	41,0	34,7	50,4	50,9	5,6	10,2	0,9	0,7
	Dati destagionalizzati												
2006 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	.	.
2° trim.	627,7	631,2	-3,5	369,5	353,7	114,1	104,3	123,1	134,2	21,0	39,0	.	.
2006 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.	206,3	214,2	-7,8	120,9	116,9	37,5	34,7	39,1	49,5	8,8	13,1	.	.
giu.	216,5	210,6	5,9	126,0	119,0	38,9	35,1	45,3	45,3	6,3	11,2	.	.

**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 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
2° trim.	-113,3	-82,7	-5,1	-77,6	-30,5	-1,5	-29,1	30,5	33,6	0,6	33,0	-3,1	1,1	-4,2
2006 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.	-32,9	-28,0	-3,0	-25,1	-4,9	0,1	-5,1	19,5	24,5	0,6	24,0	-5,0	0,5	-5,5
giu.	-50,2	-35,6	-0,9	-34,8	-14,5	-1,2	-13,3	5,4	4,2	0,2	4,0	1,2	0,0	1,2

Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

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

	Azioni e altre partecipazioni				Titoli di debito										
	Attività			Passività	Obbligazioni e note					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		
				Amministrazioni pubbliche										Amministrazioni pubbliche	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2004	0,0	-22,4	-84,1	-3,7	126,8	0,6	-81,9	-98,1	-2,1	273,5	0,0	-43,1	-14,9	0,1	16,5
2005	-0,1	-14,4	-119,8	-3,5	263,2	-0,7	-119,6	-142,2	-0,8	248,6	0,1	-14,5	-0,1	0,1	45,6
2006	0,0	-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 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
2° trim.	0,0	-5,5	-3,4	-	89,6	-0,4	-55,1	-46,4	-	107,0	-0,1	-15,1	-9,3	-	29,4
2006 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	6,8	-	13,2	-0,2	-27,1	-20,7	-	36,4	0,0	-7,4	-2,6	-	15,6
giu.	0,0	2,7	2,8	-	75,3	-0,2	-5,2	-22,3	-	31,1	-0,1	-4,5	-6,9	-	-2,4

### 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															
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 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
2° trim.	-223,4	211,2	-3,3	9,9	-15,6	-15,6	-0,1	-122,1	173,7	-83,1	53,0	-39,0	120,7	-82,5	-10,7	27,8
2006 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.	-63,4	75,6	-2,5	-0,8	-4,8	-5,0	-0,3	-27,2	76,5	-25,1	38,2	-2,1	38,3	-28,9	-1,3	0,2
giu.	-5,9	-51,1	-1,6	8,6	-11,9	-8,2	-0,3	30,7	-66,7	-41,0	5,7	71,8	-72,3	-23,1	-2,6	7,3

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.

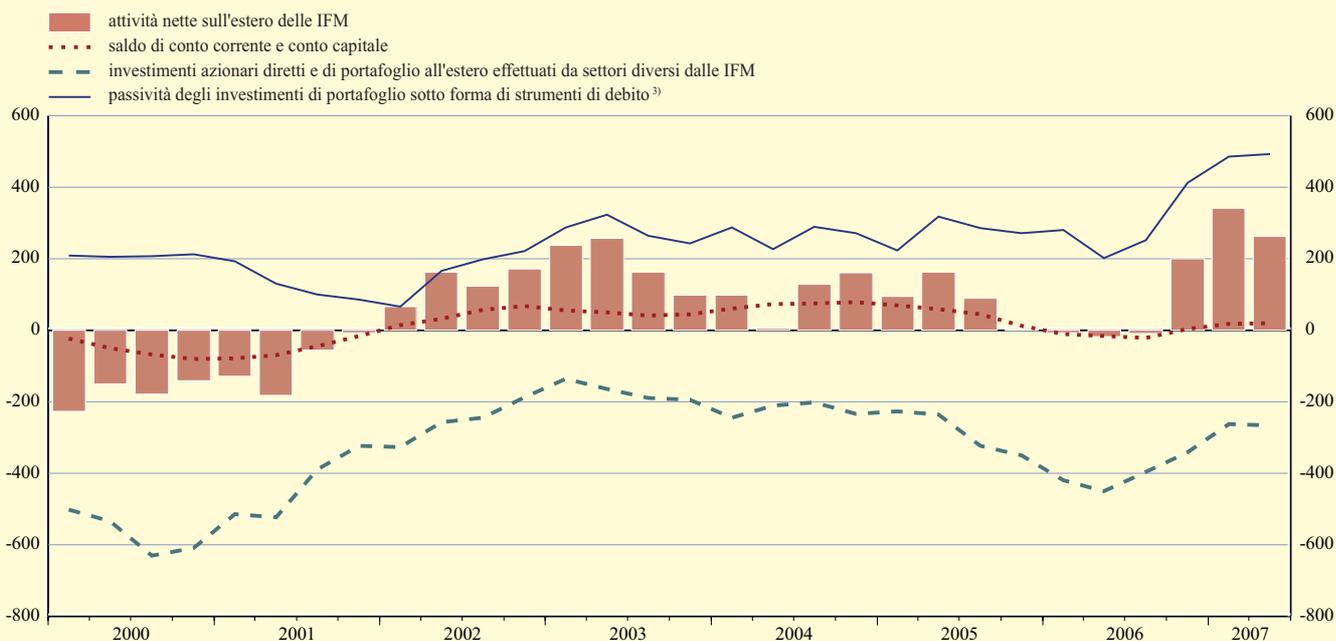
**7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>**

(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	161,2
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 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	147,2	-118,5	49,9	-17,2	9,2	90,9	102,0
2° trim.	-4,2	-106,7	29,4	-59,1	78,8	109,2	-98,1	27,7	-13,1	25,9	-10,1	-18,0
2006 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	-23,6	-22,9
feb.	-4,5	-36,2	19,6	-21,1	42,9	41,7	-37,2	35,5	-8,4	15,5	48,0	40,6
mar.	11,1	-15,6	17,7	-10,1	11,5	58,3	-29,1	-5,9	-4,2	33,0	66,5	84,3
apr.	-3,7	-28,4	5,1	-16,2	-1,2	34,6	-29,3	20,7	-4,1	-14,0	-36,4	-39,9
mag.	-12,1	-30,1	19,0	-16,5	11,5	38,2	-33,7	-0,1	-1,9	11,0	-14,8	-14,4
giu.	11,6	-48,1	5,4	-26,4	68,4	36,5	-35,0	7,0	-7,1	28,9	41,2	36,3
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2007 giu.	18,8	-307,3	133,7	-214,0	254,5	493,2	-311,0	196,5	-22,4	10,6	252,6	262,2

**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)

dal 2° trim. 2006 al 1° trim. 2007	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12
		Crediti										
<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
		Debiti										
<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
		Saldo										
<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)

dal 2° trim. 2006 al 1° trim. 2007	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	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							
<b>dal 2° trim. 2006 al 1° trim. 2007</b>	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								
<b>dal 2° trim. 2006 al 1° trim. 2007</b>	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								
<b>2005</b>	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: 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
Posizione patrimoniale netta verso l'estero							
2002	-714,9	-9,8	179,5	-940,9	-12,6	-307,1	366,1
2003	-784,9	-10,5	87,4	-916,1	-7,5	-255,4	306,7
2004	-829,9	-10,7	106,7	-996,6	-14,9	-206,2	281,0
2005	-817,1	-10,1	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
Attività							
2002	7.419,6	102,1	2.005,9	2.291,9	133,1	2.622,6	366,1
2003	7.964,9	106,4	2.169,3	2.658,1	160,8	2.670,0	306,7
2004	8.768,7	112,6	2.337,1	3.035,8	174,1	2.940,8	281,0
2005	10.806,1	134,2	2.710,3	3.874,9	236,1	3.664,7	320,1
2006 4° trim.	12.288,2	145,7	2.959,6	4.376,2	288,6	4.337,8	325,8
2007 1° trim.	12.995,2	152,1	3.019,3	4.562,3	339,2	4.742,9	331,5
Passività							
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	123,3	2.230,4	4.032,3	189,0	3.147,0	-
2005	11.623,2	144,3	2.386,2	5.017,6	250,5	3.969,0	-
2006 4° trim.	13.347,5	158,3	2.573,8	5.886,5	303,5	4.583,7	-
2007 1° trim.	14.068,4	164,7	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		Passività	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		Totale	Prestiti/banconote, monete e depositi			Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
							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		Totale	Prestiti/banconote, monete e depositi			Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
							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	Totale	Valuta estera						Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nete predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di once				Banconote, monete e depositi	Titoli				Strumenti finanziari derivati				
								presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni					Obbligazioni e notes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	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 mag.	327,4	176,5	360,323	4,7	4,4	141,8	4,4	26,6	110,8	-	-	-	0,1	0,0	27,3	-23,8
giu.	325,3	172,8	358,767	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	-	-	-	0,0	0,0	26,6	-24,6
lug.	328,8	173,6	357,491	4,7	4,1	146,4	5,1	30,8	110,3	-	-	-	0,2	0,0	25,1	-26,9
	delle quali detenute dalla Banca centrale europea															
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005	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 mag.	40,7	10,1	20,632	0,4	0,0	30,2	0,7	3,7	25,7	-	-	-	0,0	0,0	3,1	-0,7
giu.	40,5	9,4	19,442	0,4	0,0	30,7	1,2	3,0	26,5	-	-	-	0,0	0,0	3,2	-1,6
lug.	41,4	9,4	19,442	0,4	0,0	31,6	0,7	4,3	26,5	-	-	-	0,0	0,0	3,0	-2,2

Fonte: BCE.

## 7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di 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	1.056,9	499,2	221,3	299,8	915,6	987,8	552,9	164,0	240,0	708,9	109,1
2004	8,9	9,4	1.142,8	545,8	246,7	314,6	994,9	1.073,4	604,4	183,3	255,4	767,4	129,2
2005	7,8	13,5	1.237,1	590,1	269,6	334,7	1.068,2	1.223,2	705,1	206,5	275,9	842,4	186,3
2006	11,2	13,4	1.380,7	665,0	289,6	369,6	1.183,0	1.392,8	827,9	208,9	304,3	938,6	225,3
2006 1° trim.	16,1	22,7	332,5	159,2	71,4	90,3	282,9	338,5	198,8	53,2	74,2	224,5	55,4
2° trim.	9,4	14,5	340,7	163,1	71,5	91,0	290,5	345,0	205,0	52,5	75,6	231,7	57,4
3° trim.	8,0	10,4	346,5	167,9	71,5	92,1	296,6	353,7	213,2	51,6	76,0	236,5	60,0
4° trim.	11,7	7,6	361,0	174,7	75,2	96,2	313,0	355,6	210,9	51,6	78,5	245,9	52,4
2007 1° trim.	9,3	5,1	366,0	175,3	77,5	97,0	312,5	358,1	211,5	52,6	78,9	250,4	46,8
2° trim.	8,9	3,9	371,4	.	.	.	.	358,7	.	.	.	.	.
2007 gen.	12,0	8,0	121,5	58,3	25,8	32,5	102,9	119,8	71,0	18,2	25,8	83,3	16,1
feb.	9,8	7,4	121,7	58,3	25,9	32,0	103,5	121,0	71,6	18,1	26,4	84,1	15,4
mar.	6,7	0,5	122,8	58,8	25,8	32,5	106,1	117,3	68,9	16,4	26,6	83,1	15,3
apr.	11,1	6,3	122,6	58,2	26,2	32,0	104,8	119,1	71,2	16,5	26,1	82,0	17,2
mag.	6,7	1,7	123,3	58,6	25,9	32,7	105,6	119,4	71,9	16,8	25,9	83,3	18,0
giu.	9,0	3,8	125,4	.	.	.	.	120,2	.	.	.	.	.
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	113,9	107,6	123,7	123,6	116,3	109,9
2006	7,5	5,8	133,4	130,0	136,6	132,3	133,7	120,9	114,1	125,0	131,7	125,3	110,0
2006 1° trim.	10,7	8,9	128,9	125,4	134,2	129,6	128,2	117,4	110,2	124,7	127,9	120,1	106,2
2° trim.	5,2	4,0	132,1	128,5	135,4	129,9	132,0	119,5	112,4	125,6	132,0	124,6	106,7
3° trim.	5,0	4,5	133,8	130,9	135,5	132,0	134,2	122,0	116,3	124,7	131,1	125,7	115,9
4° trim.	9,0	6,0	138,6	135,1	141,1	137,6	140,4	124,7	117,7	125,1	135,9	130,6	111,1
2007 1° trim.	7,5	6,1	139,5	133,9	145,0	137,4	139,1	125,3	117,3	128,4	136,0	132,2	101,0
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 gen.	10,8	9,2	139,6	134,0	145,3	138,6	138,0	126,1	118,4	134,1	133,8	132,2	104,1
feb.	7,5	8,2	138,9	133,3	146,1	135,5	138,0	126,8	119,1	130,6	136,6	132,4	101,2
mar.	4,9	1,4	140,1	134,5	143,5	138,1	141,4	122,9	114,5	120,6	137,6	132,0	97,8
apr.	8,3	6,7	139,2	132,5	145,8	135,9	139,2	124,0	117,2	122,5	134,2	130,0	105,6
mag.	3,7	2,5	139,5	132,8	144,5	137,7	140,0	124,7	118,5	124,9	133,6	132,3	109,7
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	7,3	103,7	104,5	98,6	106,6	101,8	112,7	123,1	91,3	105,1	101,7	166,7
2006 1° trim.	4,9	12,8	103,4	103,7	99,0	106,3	101,5	112,8	122,5	93,3	105,5	101,5	170,0
2° trim.	4,0	10,1	103,4	103,7	98,3	106,9	101,3	113,0	123,9	91,5	104,2	101,0	174,9
3° trim.	2,8	5,6	103,8	104,8	98,1	106,5	101,7	113,5	124,4	90,4	105,5	102,2	168,2
4° trim.	2,5	1,5	104,4	105,6	99,2	106,7	102,6	111,6	121,6	90,2	105,1	102,2	153,7
2007 1° trim.	1,6	-0,9	105,1	107,0	99,4	107,7	103,4	111,9	122,3	89,6	105,5	102,9	150,8
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 gen.	1,1	-1,1	104,7	106,6	98,9	107,3	103,0	111,5	122,1	89,1	105,3	102,7	151,2
feb.	2,1	-0,7	105,3	107,2	99,1	108,2	103,5	112,1	122,4	90,7	105,6	103,5	148,4
mar.	1,7	-0,9	105,4	107,1	100,2	107,6	103,6	112,1	122,5	89,0	105,6	102,6	152,7
apr.	2,6	-0,4	105,9	107,7	100,1	107,9	104,0	112,8	123,7	88,4	106,1	102,8	158,8
mag.	2,9	-0,8	106,3	108,1	99,9	108,6	104,2	112,5	123,6	88,0	105,8	102,6	160,4
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	1.056,9	24,9	38,6	193,8	125,0	29,2	63,3	24,8	167,0	35,1	31,3	135,3	59,2	37,9	91,6
2004	1.142,8	25,7	42,2	205,6	138,3	35,9	66,2	32,1	172,6	40,3	33,2	150,4	64,2	40,4	95,8
2005	1.237,1	29,0	45,1	203,2	157,9	43,7	70,7	34,8	185,0	43,3	34,0	165,9	72,9	46,9	104,7
2006	1.380,7	31,2	49,6	214,9	193,7	55,1	77,2	38,5	199,6	53,6	34,5	183,4	77,1	54,4	117,9
2006 1° trim.	332,5	7,6	11,6	53,0	44,5	12,5	18,2	9,6	49,6	12,7	8,8	43,6	19,3	13,1	28,4
2° trim.	340,7	7,8	12,2	53,3	47,6	12,9	18,6	9,8	49,6	12,8	8,5	45,1	18,9	13,3	30,2
3° trim.	346,5	7,8	12,7	54,5	49,4	14,2	19,5	9,6	49,5	13,6	8,5	46,0	19,0	13,7	28,4
4° trim.	361,0	8,0	13,1	54,1	52,1	15,5	20,9	9,5	50,9	14,6	8,6	48,8	19,8	14,2	30,9
2007 1° trim.	366,0	8,4	13,5	56,0	53,8	15,7	20,5	10,1	49,1	14,2	8,7	49,2	21,2	14,8	31,0
2° trim.	371,4	.	.	.	.	16,4	20,3	9,9	49,4	15,1	9,0	48,9	20,9	15,0	.
2007 gen.	121,5	2,8	4,5	18,6	17,8	5,1	7,0	3,5	16,6	4,6	2,9	16,5	7,1	4,9	9,5
feb.	121,7	2,8	4,4	18,7	17,9	5,2	6,8	3,2	16,4	4,8	2,9	16,2	7,0	4,9	10,4
mar.	122,8	2,8	4,5	18,6	18,1	5,4	6,7	3,4	16,1	4,7	2,9	16,4	7,1	5,0	11,1
apr.	122,6	2,8	4,4	18,5	18,2	5,4	6,8	3,3	16,8	4,9	2,9	16,0	7,0	5,1	10,5
mag.	123,3	2,8	4,6	18,6	18,4	5,5	6,8	3,3	15,9	5,2	3,0	16,3	7,0	5,0	10,8
giu.	125,4	.	.	.	.	5,5	6,7	3,2	16,6	5,0	3,1	16,6	7,0	4,9	.
<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	8,5
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2003	987,8	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	1.073,4	25,4	39,8	145,0	116,6	56,4	53,5	23,2	113,1	92,1	54,3	161,0	72,8	45,2	75,0
2005	1.223,2	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	1.392,8	27,8	47,4	165,8	153,7	94,6	62,1	29,0	128,5	143,7	56,4	213,0	109,5	66,0	95,2
2006 1° trim.	338,5	6,8	11,4	41,4	35,2	23,3	15,0	7,0	31,6	33,1	14,2	52,2	26,9	15,6	24,6
2° trim.	345,0	6,8	11,4	42,6	37,3	24,5	15,4	7,5	31,7	34,8	13,9	53,3	27,0	16,0	22,9
3° trim.	353,7	7,1	12,0	41,2	39,4	23,8	15,9	7,3	32,3	36,1	14,3	54,7	27,8	16,7	25,1
4° trim.	355,6	6,9	12,6	40,5	41,8	23,0	15,8	7,3	32,8	39,7	14,1	52,8	27,9	17,8	22,6
2007 1° trim.	358,1	7,0	12,8	40,4	41,9	22,9	16,7	7,8	33,1	41,6	14,5	51,9	25,9	18,1	23,4
2° trim.	358,7	.	.	.	.	23,8	16,6	7,8	32,1	39,1	14,1	52,7	27,0	17,4	.
2007 gen.	119,8	2,4	4,4	13,5	14,1	7,6	5,5	2,6	11,1	13,7	5,0	17,5	8,9	6,2	7,4
feb.	121,0	2,2	4,2	13,6	13,8	7,7	5,6	2,7	11,3	13,8	4,9	18,0	8,8	6,1	8,1
mar.	117,3	2,3	4,2	13,3	14,0	7,6	5,6	2,6	10,6	14,1	4,6	16,4	8,3	5,8	8,0
apr.	119,1	2,4	4,3	13,7	14,1	8,0	5,6	2,6	10,7	12,9	4,5	17,5	8,6	5,7	8,4
mag.	119,4	2,2	4,4	13,5	14,4	7,8	5,5	2,6	10,9	13,1	4,9	17,7	9,3	5,8	7,1
giu.	120,2	.	.	.	.	8,0	5,6	2,6	10,4	13,0	4,7	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	55,2	16,1	-18,0	12,9	5,6	56,5	-39,3	-20,8	-6,4	-9,7	-1,8	16,0
2004	69,4	0,4	2,4	60,7	21,7	-20,5	12,7	8,9	59,4	-51,8	-21,1	-10,7	-8,6	-4,9	20,8
2005	13,9	2,7	2,9	50,6	28,7	-33,0	12,7	9,6	65,1	-74,7	-19,1	-23,9	-23,0	-6,7	21,8
2006	-12,1	3,4	2,2	49,0	40,0	-39,5	15,1	9,5	71,1	-90,1	-22,0	-29,5	-32,4	-11,7	22,8
2006 1° trim.	-6,0	0,7	0,3	11,6	9,3	-10,9	3,2	2,6	18,0	-20,5	-5,4	-8,6	-7,6	-2,5	3,8
2° trim.	-4,3	0,9	0,8	10,7	10,4	-11,5	3,2	2,3	17,9	-22,0	-5,5	-8,2	-8,0	-2,6	7,3
3° trim.	-7,2	0,7	0,7	13,2	10,0	-9,6	3,6	2,3	17,2	-22,5	-5,7	-8,7	-8,7	-3,0	3,3
4° trim.	5,4	1,1	0,5	13,5	10,3	-7,5	5,1	2,2	18,1	-25,1	-5,4	-4,0	-8,1	-3,6	8,3
2007 1° trim.	7,9	1,4	0,7	15,5	11,8	-7,2	3,8	2,2	16,0	-27,4	-5,8	-2,7	-4,7	-3,3	7,5
2° trim.	12,6	.	.	.	.	-7,4	3,7	2,0	17,3	-24,0	-5,1	-3,8	-6,1	-2,4	.
2007 gen.	1,8	0,4	0,2	5,1	3,7	-2,5	1,5	1,0	5,5	-9,1	-2,1	-1,0	-1,8	-1,3	2,1
feb.	0,7	0,5	0,2	5,1	4,0	-2,5	1,2	0,5	5,0	-9,0	-2,0	-1,7	-1,8	-1,1	2,2
mar.	5,5	0,5	0,3	5,4	4,1	-2,2	1,1	0,7	5,5	-9,3	-1,7	0,0	-1,1	-0,8	3,2
apr.	3,5	0,4	0,1	4,8	4,1	-2,6	1,2	0,7	6,1	-8,0	-1,6	-1,5	-1,6	-0,6	2,1
mag.	3,9	0,6	0,3	5,0	4,0	-2,3	1,3	0,7	5,0	-7,9	-1,9	-1,4	-2,3	-0,8	3,7
giu.	5,2	.	.	.	.	-2,5	1,2	0,6	6,2	-8,0	-1,6	-0,9	-2,2	-0,9	.

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



## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <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	103,6
2006	103,6	104,4	102,9	100,7	95,9	100,1	110,0	103,3
2006 2° trim.	103,8	104,6	103,0	100,8	95,9	100,6	110,1	103,6
3° trim.	104,5	105,3	103,7	101,4	96,5	100,8	111,2	104,4
4° trim.	104,6	105,3	104,0	101,4	96,3	100,2	111,3	104,2
2007 1° trim.	105,5	105,9	104,8	102,2	96,3	100,8	112,0	104,6
2° trim.	107,1	107,2	106,1	.	.	.	113,5	105,6
2006 ago.	104,6	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,5
set.	104,4	105,2	103,4	-	-	-	111,1	104,2
ott.	103,9	104,6	103,4	-	-	-	110,4	103,5
nov.	104,5	105,2	103,9	-	-	-	111,1	104,1
dic.	105,5	106,0	104,9	-	-	-	112,3	104,9
2007 gen.	104,9	105,5	104,3	-	-	-	111,5	104,2
feb.	105,4	105,9	104,8	-	-	-	111,9	104,5
mar.	106,1	106,4	105,2	-	-	-	112,7	105,1
apr.	107,1	107,4	106,3	-	-	-	113,7	105,9
mag.	107,3	107,4	106,1	-	-	-	113,6	105,6
giu.	106,9	106,9	105,8	-	-	-	113,1	105,1
lug.	107,6	107,6	106,5	-	-	-	113,9	105,8
ago.	107,1	107,1	106,0	-	-	-	113,7	105,6
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2007 ago.	-0,4	-0,4	-0,4	-	-	-	-0,2	-0,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2007 ago.	2,4	1,7	2,2	-	-	-	2,1	1,0

### F35 Tassi di cambio effettivi

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

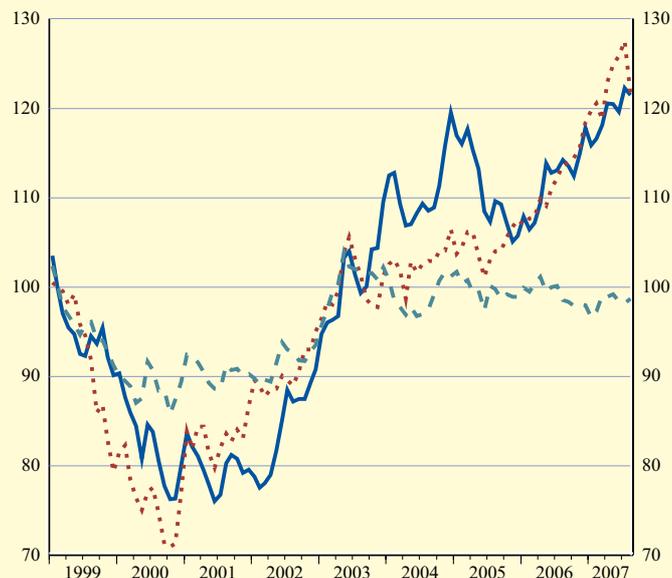
— TCE-24 nominale  
 - - - TCE-24 reale IPC



### 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 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
ago.	7,4429	9,3231	0,67766	1,3622	159,05	1,6383	1.273,37	10,6469	2,0744	1,4420	7,9735	1,6442
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 ago.	0,0	1,5	0,5	-0,7	-4,6	-1,1	1,1	-0,7	-0,2	0,0	0,4	4,0
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 ago.	-0,2	1,2	0,1	6,3	7,1	3,9	3,4	6,9	2,8	0,6	-0,2	-2,1
	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 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	
ago.	27,860	15,6466	0,58420	0,6978	3,4528	255,20	0,4293	3,8116	33,603	1,9558	3,2246	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 ago.	-1,8	0,0	0,0	0,1	0,0	3,4	0,0	1,2	0,8	0,0	2,9	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 ago.	-1,2	0,0	1,5	0,3	0,0	-7,0	0,0	-2,4	-10,8	0,0	-8,6	
	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>3)</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 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	
ago.	10,3162	7,3161	88,46	12.765,65	4,7457	1,8786	62,862	34,9211	9,8391	43,337	1,7921	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 ago.	-0,7	0,3	6,4	2,6	0,6	7,7	0,7	-0,3	2,8	3,5	2,0	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 ago.	1,0	0,4	-1,8	9,6	0,8	-7,1	-4,3	1,9	10,5	-10,1	-4,7	

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 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
lug.	6,8	2,5	1,1	6,5	2,3	9,5	5,1	8,3	-0,2	2,5	4,1	1,2	1,4	1,9
<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>Disavanzo (-) o avanzo (+) 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 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	4,53	4,65	-	4,44	5,62	4,57	6,71	5,12	5,52	7,05	4,66	4,44	5,49
lug.	4,79	4,59	4,58	-	4,44	5,28	4,89	6,58	5,18	5,60	6,86	4,70	4,45	5,46
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo</b>														
2007 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
lug.	4,69	3,07	4,42	4,73	4,05	6,66	4,97	7,87	4,44	4,78	.	4,34	3,78	6,02
<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	3,7	11,7	7,0	3,1	3,1	6,9	7,7	9,6	4,3	3,1
2007 1° trim.	6,2	6,2	2,7	9,8	4,0	11,2	8,0	2,6	3,5	6,8	6,0	9,0	3,4	3,0
2° trim.	.	.	0,6	.	3,7	11,3	7,7	1,8	.	6,9	.	9,4	3,3	3,0
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>														
2005	-11,0	-1,5	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	-2,8	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 4° trim.	-24,5	-4,8	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
2° trim.	.	.	3,0	.	.	.	-11,5	.	.	.	.	-3,4	.	.
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>														
2005	2,4	-0,7	1,0	2,7	1,3	15,2	3,4	3,1	-0,5	0,3	.	0,5	0,6	3,9
2006	4,5	1,0	2,1	5,7	0,1	14,0	7,0	.	0,0	.	.	1,2	-0,4	2,4
2006 4° trim.	-	1,8	3,4	8,3	-	-	10,0	-	0,0	-	-	0,6	0,1	1,5
2007 1° trim.	-	3,7	4,5	14,9	-	-	9,2	-	-0,4	-	-	0,3	4,6	-0,1
2° trim.	-	.	5,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<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	6,8	5,6	7,5	7,3	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2006 4° trim.	8,2	6,5	3,6	5,6	4,3	6,2	4,8	7,6	6,9	12,4	7,2	12,3	6,5	5,3
2007 1° trim.	7,7	5,9	3,9	4,9	4,1	6,3	4,8	7,4	6,6	10,9	6,5	11,3	6,3	5,5
2° trim.	7,2	5,8	3,5	5,2	4,0	5,9	4,9	7,7	6,4	10,4	7,2	10,8	5,7	.
2007 apr.	7,4	5,9	3,5	5,2	4,1	6,0	5,0	7,6	6,4	10,7	7,2	10,8	6,0	5,4
mag.	7,2	5,8	3,5	5,3	4,1	5,9	4,9	7,7	6,5	10,4	7,2	10,8	5,8	5,3
giu.	7,0	5,7	3,4	5,3	3,9	5,8	4,7	7,7	6,4	10,1	7,2	10,7	5,4	.
lug.	6,6	5,5	3,2	5,4	4,1	5,6	4,7	7,7	6,3	9,7	6,9	10,6	5,2	.
ago.	.	.	.	.	4,0	.	.	7,7	.	.	.	.	.	.

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

**9.2 Stati Uniti e Giappone**

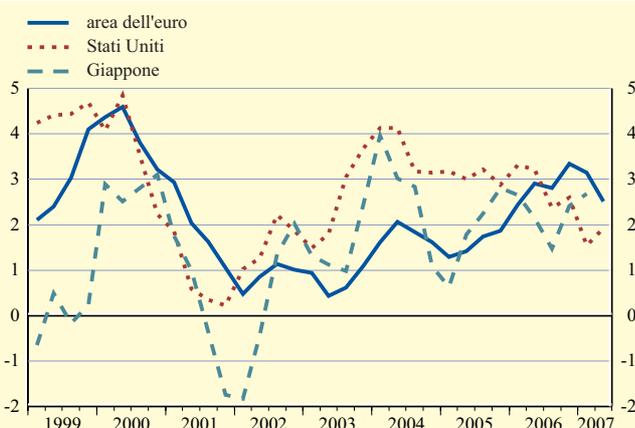
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

**1. Indicatori economici e finanziari**

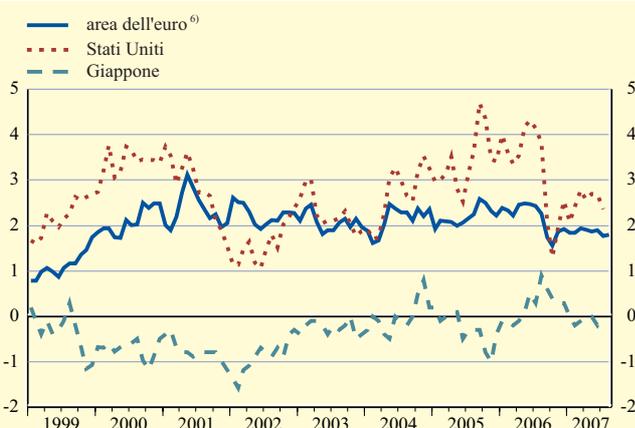
	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <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	-0,5	3,1	4,0	5,1	4,3	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2556	-2,3	48,5
2006 2° trim.	4,0	-2,1	3,2	5,5	4,6	4,8	5,21	5,07	1,2582	-2,3	48,6
3° trim.	3,3	-3,9	2,4	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
4° trim.	1,9	0,4	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	3,1	1,9	1,8	4,5	6,2	5,36	4,84	1,3481	.	.
2007 apr.	2,6	-	-	1,8	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	-	-	1,7	4,5	6,1	5,36	5,11	1,3419	-	-
lug.	2,4	-	-	1,9	4,6	6,1	5,36	5,01	1,3716	-	-
ago.	.	-	-	.	.	.	5,48	4,68	1,3622	-	-
<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	2,6	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
2° trim.	-0,1	.	2,3	2,4	3,8	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
2007 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	.	-	1,1	3,7	1,9	0,73	1,89	164,55	-	-
lug.	0,0	.	-	3,2	3,6	2,1	0,77	1,89	166,76	-	-
ago.	.	.	-	.	.	.	0,92	1,65	159,05	-	-

**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	<b>S12</b>
F2	Contropartite	<b>S12</b>
F3	Componenti degli aggregati monetari	<b>S13</b>
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	<b>S13</b>
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	<b>S14</b>
F6	Prestiti alle famiglie	<b>S15</b>
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F8	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F10	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	<b>S19</b>
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	<b>S20</b>
F14	Attività totali dei fondi di investimento	<b>S24</b>
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	<b>S35</b>
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	<b>S37</b>
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S38</b>
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S39</b>
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>S40</b>
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	<b>S41</b>
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	<b>S43</b>
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	<b>S43</b>
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	<b>S44</b>
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	<b>S44</b>
F25	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F26	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	<b>S45</b>
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	<b>S46</b>
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	<b>S59</b>
F29	Debito (definizione di Maastricht)	<b>S59</b>
F30	Saldi di conto corrente	<b>S60</b>
F31	Investimenti diretti e di portafoglio	<b>S60</b>
F32	Conto dei beni	<b>S61</b>
F33	Conto dei servizi	<b>S61</b>
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	<b>S65</b>
F35	Tassi di cambio effettivi	<b>S72</b>
F36	Tassi di cambio bilaterali	<b>S72</b>
F37	PIL a prezzi costanti	<b>S75</b>
F38	Indici dei prezzi al consumo	<b>S75</b>



## 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  $a_t^P$ , 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*, (Dicembre 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo lordo e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo lordo e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito solo per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno i investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra

tali saldi calcolati a partire rispettivamente dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Tale saldo attualmente esclude le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accredito/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nella passività.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con  $N_t^M$  le transazioni (emissioni nette) nel mese  $t$  e con  $L_t$  il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese  $t$ , l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(m) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze nozionali al mese  $t$ . Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono ri-classificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

## DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <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 5 settembre 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 destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998

riguardante le statistiche a breve 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-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio ad esclusione delle vendite di veicoli a motore e motocicli ed al netto delle riparazioni. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

## FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si 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 rapporto 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 cumulative 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, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

## EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.



## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <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, 2 AGOSTO E 6 SETTEMBRE 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.





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



## I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET

Nel secondo trimestre del 2007 il sistema Target ha regolato in media giornaliera 369.066 pagamenti, per un valore totale medio giornaliero di 2.422 miliardi di euro, il dato più elevato registrato dall'avvio di Target. Rispetto al trimestre precedente ciò ha rappresentato un aumento del 7 per cento in termini di volume e dell'8 per cento in termini di valore, mentre nel confronto con il corrispondente periodo dello scorso anno v'è stato un incremento del 10 e del 13 per cento rispettivamente in termini di volume e di valore. La quota di mercato complessiva di Target è rimasta al livello elevato dell'89 per cento in termini di valore, quella in termini di volume ha raggiunto il 60 per cento. Il maggiore traffico si è osservato il 29 giugno, l'ultimo giorno del trimestre, quando sono stati trattati in totale 519.780 pagamenti.

## PAGAMENTI ALL'INTERNO DEGLI STATI MEMBRI

Nel secondo trimestre del 2007 Target ha gestito un numero medio giornaliero di 286.239 pagamenti interni agli Stati membri, per un valore medio giornaliero di 1.547 miliardi di euro, fa-

cendo segnare, rispetto al trimestre precedente, un aumento del 7 per cento in termini di volume e 6 per cento in termini di valore. Nel confronto con lo stesso periodo del 2006, il volume e il valore dei pagamenti sono aumentati del 11 e dell'10 per cento rispettivamente. Le operazioni interne agli Stati membri hanno rappresentato il 77,6 e il 63,9 per cento del totale regolato in Target, rispettivamente in volume e in valore. Il loro valore unitario medio è rimasto a 5,4 milioni di euro. Il 63 per cento di tali pagamenti è stato di importo unitario inferiore ai 50.000 euro, mentre il 10 per cento è stato di importo superiore al milione di euro. Su base media giornaliera, 183 pagamenti all'interno degli Stati membri hanno superato il valore di un miliardo di euro. Il giorno del trimestre di maggiore traffico per questo tipo di pagamenti è stato il 29 giugno, quando ne sono stati trattati in totale 401.569.

## PAGAMENTI TRA STATI MEMBRI

Nel secondo trimestre del 2007 il numero medio giornaliero di pagamenti fra Stati membri regolati in Target è stato pari a 82.827, per un valore medio giornaliero di 875 miliardi; ri-

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

(numero dei pagamenti)	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.
<b>Target</b>					
Totale pagamenti Target					
volume totale	20.854.425	20.313.134	22.062.699	22.069.092	22.882.111
media giornaliera	336.362	313.247	350.202	344.830	369.066
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
volume totale	16.019.310	15.686.100	17.153.073	17.071.952	17.746.830
media giornaliera	258.376	241.873	272.271	266.749	286.239
Pagamenti Target tra Stati membri					
volume totale	4.835.115	4.627.034	4.909.629	4.997.140	5.135.281
media giornaliera	77.986	71.374	77.931	78.080	82.827
<b>Altri sistemi</b>					
Euro1 (EBA)					
volume totale	12.024.168	11.712.173	12.390.099	12.540.775	13.252.906
media giornaliera	194.328	180.593	196.668	195.876	213.757
Paris Net Settlement (PNS)					
volume totale	1.664.581	1.587.129	1.700.859	1.678.885	1.659.684
media giornaliera	24.880	24.512	26.998	26.235	26.769
Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
volume totale	172.023	144.456	136.200	136.111	173.124
media giornaliera	2.579	2.224	2.162	2.126	2.792

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

(miliardi di euro)

	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.
<b>Target</b>					
Totale pagamenti Target					
ammontare totale	133.405	131.843	137.943	143.598	150.143
media giornaliera	2.152	2.031	2.190	2.244	2.422
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
ammontare totale	86.989	85.847	90.307	93.776	95.905
media giornaliera	1.403	1.322	1.434	1.465	1.547
Pagamenti Target tra Stati membri					
ammontare totale	46.416	45.995	47.637	49.822	54.237
media giornaliera	749	709	756	778	875
<b>Altri sistemi</b>					
Euro1 (EBA)					
ammontare totale	11.936	12.399	12.766	13.480	13.876
media giornaliera	193	191	203	210	224
Paris Net Settlement (PNS)					
ammontare totale	3.891	3.572	3.795	3.883	4.459
media giornaliera	62	55	60	61	72
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
ammontare totale	112	111	114	128	115
media giornaliera	2	2	2	2	2

rispetto al trimestre precedente, ciò rappresenta un incremento del 6 per cento in termini di volume e del 12 per cento in termini di valore. Al confronto con il trimestre precedente il comparto interbancario si è accresciuto dell'4 per cento in volume e del 13 per cento in valore, mentre i pagamenti per conto della clientela hanno registrato un aumento dell'8 e del 9 per cento rispettivamente in termini di volume e di valore. In rapporto al numero medio giornaliero di pagamenti tra Stati membri, la componente interbancaria ha rappresentato il 46 per cento in termini di volume e il 94 per cento in termini di valore. Il valore unitario medio delle operazioni interbancarie è aumentato, rispetto al trimestre precedente, da 19,9 a 21,1 milioni di euro, quello dei pagamenti per conto della clientela è rimasto a 1,1 milioni di euro. Il 66 per cento dei pagamenti fra Stati membri è stato di importo inferiore a 50.000 euro, mentre il 14 per cento ha superato un milione di euro. In media giornaliera, 85 pagamenti tra Stati membri hanno ecceduto il miliardo di euro. Il maggiore traffico per questo tipo di

pagamenti nel secondo trimestre si è verificato il 29 giugno, quando ne sono stati trattati in totale 118.211.

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

Componenti di Target	Disponibilità 2° trim. 2007 (in percentuale)
Belgio	100,00%
Danimarca	99,69%
Germania	100,00%
Estonia	100,00%
Irlanda	99,97%
Grecia	99,63%
Spagna	100,00%
Francia	99,08%
Italia	100,00%
Lussemburgo	100,00%
Paesi Bassi	99,92%
Austria	99,72%
Polonia	100,00%
Portogallo	100,00%
Finlandia	100,00%
Regno Unito	100,00%
Meccanismo dei pagamenti della BCE	100,00%
Disponibilità complessiva di Target	99,88%

### DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET

Nel secondo trimestre del 2007 il sistema ha registrato una disponibilità complessiva del 99,88 per cento (99,87 nel trimestre precedente). 13 “incidenti”, 1 in più rispetto al primo trimestre, hanno prodotto effetti sulla disponibilità di Target. Gli incidenti presi in considerazione per calcolare la disponibilità di Target sono quelli che impediscono l'esecuzione dei pagamenti per un intervallo pari o superiore a dieci minuti. Nel secondo trimestre del 2007 si sono verificati tre incidenti di durata superiore a due ore. La tavola

3 riporta i valori della disponibilità per ciascuna componente nazionale di Target e per il meccanismo dei pagamenti della BCE (*ECB payment mechanism*). Nel trimestre in esame il 98,71 per cento dei pagamenti tra Stati membri è stato regolato in meno di cinque minuti, l'1,16 per cento in un intervallo compreso fra 5 e 15 minuti e lo 0,05 per cento ha richiesto un tempo fra i 15 e i 30 minuti. In media giornaliera, il tempo di regolamento è stato superiore ai 30 minuti per 66 pagamenti, una cifra che va valutata tenendo conto che ogni giorno sono stati regolati in media 82.827 pagamenti fra Stati membri.



## 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 giugno 2007 e agosto 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. Drėviņa, 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.
- 68 *The securities custody industry*, di D. Chan, F. Fontan, S. Rosati e D. Russo, agosto 2007.
- 69 *Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy*, di M. Sturm e F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 *The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF*, di M. Skala, C. Thimann e R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 *The economic impact of the Single Euro Payments Area*, di H. Schmiedel, agosto 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

- 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-cyclicality 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. Claey's, 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 cyclical dynamics 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.
- 790 *Asset prices, exchange rates and the current account*, di M. Fratzscher, L. Juvenal e L. Sarno, agosto 2007.
- 791 *Inquiries on dynamics of transition economy convergence in a two-country model*, di J. Brůha e J. Podpiera, agosto 2007.
- 792 *Euro area market reactions to the monetary developments press release*, di J. Coffinet e S. Gouteron, agosto 2007.
- 793 *Structural econometric approach to bidding in the main refinancing operations of the Eurosystem*, di N. Cassola, C. Ewerhart e C. Morana, agosto 2007.
- 794 *(Un)naturally low? Sequential Monte Carlo tracking of the US natural interest rate*, di M. J. Lombardi e S. Sgherri, agosto 2007.
- 795 *Assessing the impact of a change in the composition of public spending: a DSGE approach*, di R. Straub e I. Tchakarov, agosto 2007.
- 796 *The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area*, di E. Hahn, agosto 2007.
- 797 *Joint estimation of the natural rate of interest, the natural rate of unemployment, expected inflation, and potential output*, di L. Benati e G. Vitale, agosto 2007.
- 798 *The transmission of US cyclical developments to the rest of the world*, di S. Dées e I. Vansteenkiste, agosto 2007.
- 799 *Monetary policy shocks in a two-sector open economy: an empirical study*, di R. Llaudes, agosto 2007.
- 800 *Is the corporate bond market forward-looking?*, di J. Hilscher, agosto 2007.
- 801 *Uncovered interest parity at distant horizons: evidence on emerging economies and non-linearities*, di A. Mehl e L. Cappiello, agosto 2007.
- 802 *Investigating time variation in the marginal predictive power of the yield spread*, di L. Benati e C. Goodhart, agosto 2007.
- 803 *Optimal monetary policy in an estimated DSGE for the euro area*, di S. Adjemian, M. Darracq Pariès e S. Moyen, agosto 2007.
- 804 *Growth accounting for the euro area: a structural approach*, di T. Proietti e A. Musso, agosto 2007.
- 805 *The pricing of risk in European credit and corporate bond markets*, di A. Berndt e I. Obreja, agosto 2007.
- 806 *State dependency and firm-level optimisation: a contribution to Calvo price staggering*, di P. McAdam e A. Willman, agosto 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.

*Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book). Vol. 1: euro area countries, Vol. 2: non-euro area countries*, agosto 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.