



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE
NOVEMBRE**

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

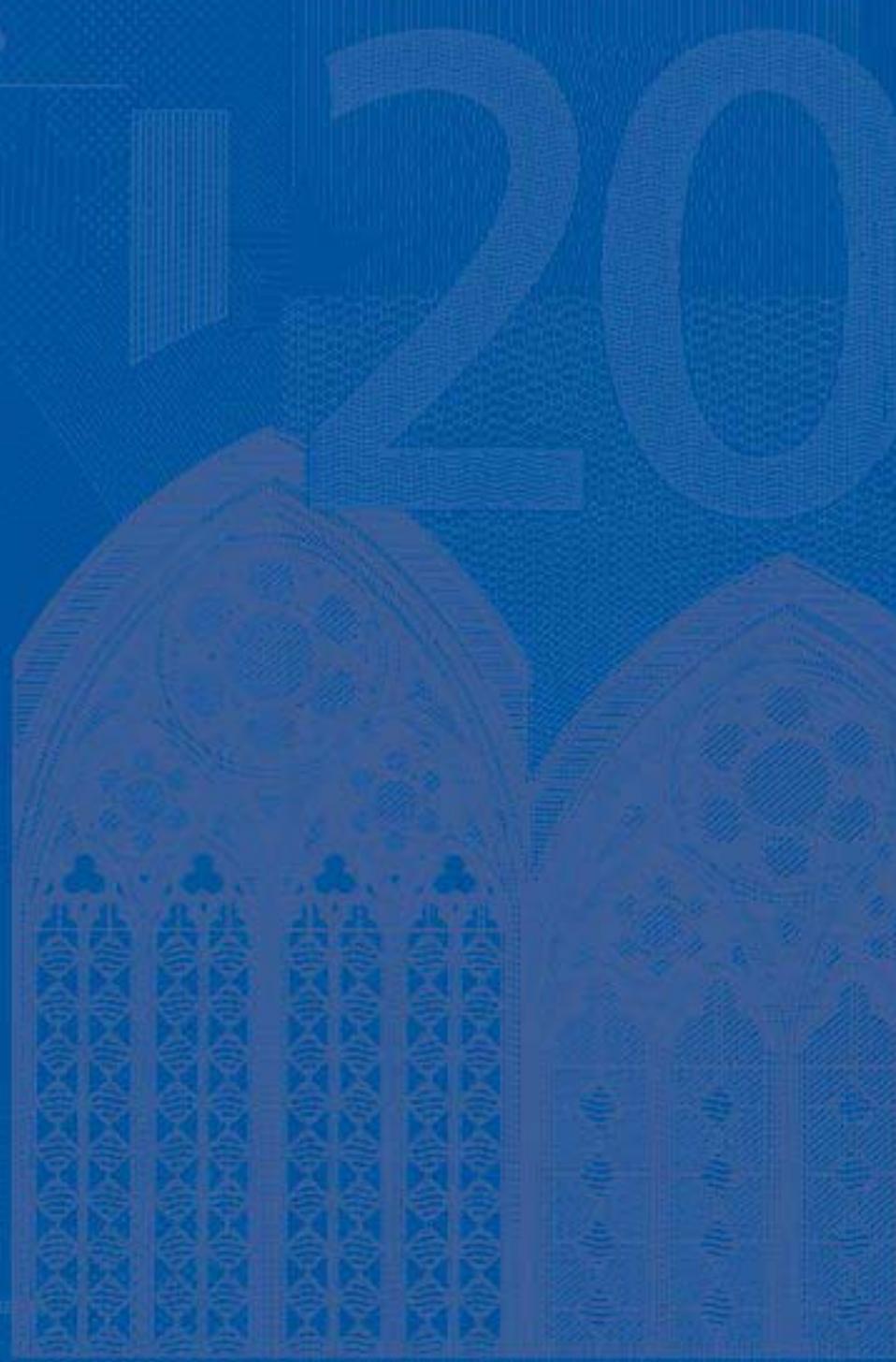
08 | 2007

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA



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



BOLLETTINO MENSILE NOVEMBRE 2007

© Banca Centrale Europea, 2007

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main - Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main - Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

<http://www.ecb.europa.eu>

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 7 novembre 2007.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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

INDICE

EDITORIALE	5	STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI		ALLEGATI	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	16	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2006	V
Prezzi e costi	37	Glossario	XIII
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	50		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	57		
Riquadri:			
1 Le prospettive di crescita mondiale a breve termine: una valutazione basata sull'indice PMI	12		
2 L'impatto delle turbolenze nei mercati finanziari sull'andamento della moneta e del credito	18		
3 Impatto delle tensioni nei mercati del credito sull'attività di LBO	26		
4 Andamenti recenti delle percezioni e delle aspettative di inflazione dei consumatori nell'area dell'euro	39		
5 I risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE per il quarto trimestre del 2007	46		
6 Recenti revisioni delle statistiche sulla disoccupazione nell'area dell'euro	54		
ARTICOLI			
Cambiamenti strutturali e concentrazione del mercato azionario: implicazioni per l'efficienza del sistema finanziario e per la politica monetaria	63		
L'introduzione di statistiche sui conti trimestrali per settore relative all'area dell'euro	77		



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 dell'8 novembre 2007, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la precedente riunione, tenuta il 4 ottobre, hanno pienamente confermato che le prospettive di medio periodo per la stabilità dei prezzi sono soggette a rischi verso l'alto. In questo contesto, considerando anche la vigorosa espansione della moneta e del credito nell'area dell'euro, la politica monetaria della BCE è pronta a contrastare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, in linea con il suo mandato. Le variabili economiche fondamentali dell'area restano solide e confortano prospettive favorevoli per l'attività economica a medio termine. Tuttavia, la rivalutazione del rischio in atto nei mercati finanziari alimenta il persistere di un clima di incertezza. Si rende pertanto necessario esaminare a fondo maggiori informazioni prima di trarre ulteriori conclusioni per la politica monetaria, nel contesto della strategia della BCE orientata al medio periodo e incentrata sul mantenimento della stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo seguirà dunque tutti gli sviluppi con molta attenzione. Intervenedo con tempestività e fermezza sulla base della sua valutazione, farà in modo di 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 un orizzonte di medio-lungo periodo; ciò è quanto mai importante in una fase di volatilità dei mercati finanziari e prolungato aumento dell'incertezza. Questo contribuirà a realizzare condizioni favorevoli a una crescita economica sostenuta, al buon funzionamento dei mercati e all'ulteriore creazione di posti di lavoro. Per quanto concerne i mercati finanziari, il Consiglio direttivo continuerà a seguirne con grande attenzione i futuri andamenti.

Sulla base delle informazioni disponibili, si ritiene che la forte espansione economica registrata nell'area dell'euro nella prima metà del 2007 sia proseguita nel corso del terzo trimestre, come indicano i dati sulla produzione industriale e sulle vendite al dettaglio diffusi dopo la riu-

nione di ottobre del Consiglio direttivo. Sebbene la volatilità dei mercati finanziari sembri avere contribuito negli ultimi mesi a un peggioramento degli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese dell'area, questi permangono generalmente su livelli superiori alle medie storiche e continuano a segnalare il perdurare di una crescita sostenuta. Nell'insieme, le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro restano solide, tra cui in particolare i consistenti utili e l'elevata redditività delle imprese, la vigorosa crescita dell'occupazione e la disoccupazione in calo su livelli mai osservati da venticinque anni.

Le previsioni disponibili per il 2008 continuano a confermare lo scenario principale delineato dal Consiglio direttivo secondo cui la crescita del PIL in termini reali risulterebbe prossima a quella del prodotto potenziale. Tale scenario presuppone che l'economia mondiale seguiti a evidenziare capacità di tenuta e che il rallentamento dell'economia statunitense venga in parte compensato dal persistente vigore dei mercati emergenti. La perdurante vivacità della domanda esterna dovrebbe continuare a sostenere le esportazioni e gli investimenti dell'area dell'euro. Anche l'aumento dei consumi nell'area dovrebbe contribuire all'espansione economica, in linea con l'andamento del reddito disponibile reale, allorché la protratta crescita dell'occupazione creerà condizioni favorevoli. Nondimeno, dato il potenziale impatto della prolungata volatilità dei mercati finanziari e della rivalutazione dei premi al rischio sull'economia reale, il livello di incertezza che circonda tali prospettive sostanzialmente positive per l'attività economica resta elevato.

Nel complesso, si ritiene che le prospettive di crescita siano soggette a rischi verso il basso, legati principalmente a un impatto potenzialmente più ampio della rivalutazione del rischio in atto nei mercati finanziari sul clima di fiducia e sulle condizioni di finanziamento, a ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime, nonché ai timori di spinte protezionistiche e di possibili andamenti disordinati connessi agli squilibri mondiali.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per ottobre un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 2,6 per cento sui dodici mesi, in sensibile aumento rispetto al 2,1 per cento di settembre. Questo marcato incremento desta particolare preoccupazione ed è fondamentale che non incida sulle aspettative di inflazione a medio-lungo termine. In tale contesto, come già segnalato in precedenza dal Consiglio direttivo, gli effetti sfavorevoli derivanti dai prezzi dell'energia esercitano attualmente una forte pressione al rialzo sull'inflazione al consumo, riconducibile soprattutto alla notevole contrazione dei corsi dell'energia di un anno fa. Tali effetti sono stati inoltre acuiti dagli ulteriori cospicui rincari, osservati di recente, del greggio, delle materie prime non petrolifere e, in particolare, dei beni alimentari. Nel complesso, il Consiglio direttivo si attende che il tasso di inflazione rimanga su livelli nettamente superiori al 2 per cento nei prossimi mesi, per poi tornare a scendere nel corso del 2008.

Le prospettive per l'andamento dei prezzi a medio termine sono soggette, come pienamente confermato, a rischi al rialzo, connessi fra l'altro alla possibilità di corsi del petrolio e dei prodotti agricoli persistentemente elevati, che manterrebbero il forte slancio osservato nei mesi precedenti, nonché di incrementi inattesi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Inoltre, tenendo conto dell'esistenza di vincoli di capacità, della sostenuta crescita del PIL in termini reali osservata negli ultimi trimestri e dei segnali positivi provenienti dai mercati del lavoro, la dinamica salariale può risultare più vivace rispetto alle attese correnti. In aggiunta, si potrebbe manifestare un maggior potere delle imprese nel determinare i prezzi 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 e che siano evitati effetti di secondo impatto. Inoltre, l'indicizzazione esplicita o di fatto dei salari nominali ai prezzi deve essere ridotta e infine eliminata.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel me-

dio-lungo periodo. La vigorosa crescita della moneta e del credito degli ultimi mesi, che a settembre ha registrato valori superiori all'11 per cento sui dodici mesi sia per M3 sia per i prestiti delle IFM al settore privato, potrebbe avere risentito di diversi fattori di carattere temporaneo o straordinario, quali l'appiattimento della curva dei rendimenti e la recente volatilità dei mercati finanziari. Tuttavia, pur tenendo conto di tali fattori straordinari, il tasso di espansione di fondo della moneta e del credito resta sostenuto. Gli andamenti monetari continuano, dunque, a richiedere un'osservazione molto attenta, finalizzata da un lato a individuare le tendenze di fondo, dall'altro a comprendere meglio la dinamica di breve periodo. Questo consentirà di tracciare un quadro più esaustivo della reazione del settore privato all'accresciuta volatilità dei mercati finanziari.

Una valutazione di ampio respiro delle tendenze di fondo di moneta e credito riveste particolare importanza data la recente evoluzione dei mercati finanziari, poiché la volatilità osservata in tali mercati potrebbe influenzare il comportamento dei detentori di moneta nel breve periodo e incidere in tal modo sugli andamenti monetari. I dati monetari e creditizi possono pertanto fornire indicazioni rilevanti sulle reazioni delle istituzioni finanziarie, delle famiglie e delle imprese a tale volatilità e alla maggiore incertezza. Di fatto, i passati episodi di maggiore incertezza sui mercati finanziari sono stati associati a cospicue riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie liquide e sicure. Allo stadio attuale, tuttavia, vi sono scarse indicazioni che tali riallocazioni abbiano influenzato le dinamiche dell'aggregato monetario ampio e degli aggregati creditizi dopo il manifestarsi della volatilità ai primi di agosto, sebbene determinate voci di bilancio, quali le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, possano averne risentito considerevolmente.

Il tasso di crescita dei prestiti bancari alle famiglie e alle società non finanziarie è rimasto sostenuto negli ultimi mesi, indicando in linea di massima che non vi è una contrazione dell'offerta di credito. Tuttavia, non si può escludere

che il forte flusso dei prestiti rifletta in parte la reintermediazione di alcuni finanziamenti attraverso i bilanci bancari, data la carenza di liquidità in alcuni segmenti dei mercati delle attività cartolarizzate. Saranno necessari ulteriori dati e analisi per acquisire una visione più completa dell'impatto della volatilità sui bilanci bancari, sulle condizioni di finanziamento e sulla crescita monetaria e creditizia.

In sintesi, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria ha pienamente confermato la presenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine, in un contesto caratterizzato da vigorosa crescita della moneta e del credito e dalla solidità delle variabili economiche fondamentali nell'area dell'euro. Nel contempo, data la protratta incertezza, occorrono altre informazioni prima di pervenire a ulteriori conclusioni per la politica monetaria. Il Consiglio direttivo seguirà dunque tutti gli sviluppi con molta attenzione. La politica monetaria della BCE è pronta a contrastare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, in linea con il suo mandato. Intervendendo con tempestività e fermezza sulla base della sua valutazione, il Consiglio direttivo farà in modo di 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 un orizzonte di medio-lungo periodo, cosa quanto mai importante nel contesto attuale. Per quanto concerne i mercati finanziari, il Consiglio direttivo continuerà a seguirne con grande attenzione i futuri andamenti.

Passando alle politiche di bilancio, il Consiglio direttivo accoglie con favore l'accordo raggiunto dal Consiglio Ecofin di rafforzare il meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita, nonché la recente conferma da parte del Consiglio Ecofin di intensificare il suo impegno ad applicare integralmente il Patto. In particolare, le disposizioni del meccanismo preventivo, fra cui un aggiustamento strutturale di almeno lo 0,5 per cento del PIL l'anno, devono essere rispettate da tutti i paesi che presentano squilibri dei conti pubblici. A questo riguardo, i piani di

bilancio per il 2008 di diversi paesi evidenziano un orientamento prociclico delle politiche fiscali e un ingiustificato allentamento degli sforzi di riequilibrio. Questa situazione suscita preoccupazione in quanto le carenze nell'azione di risanamento compromettono soprattutto l'accordo dell'Eurogruppo di raggiungere solide posizioni di bilancio al più tardi entro il 2010.

Quanto alle politiche strutturali, il Consiglio direttivo sottolinea che uno dei principali effetti dell'attuazione di riforme ben articolate consiste in un miglioramento sostenibile dell'occupazione e della situazione reddituale di lavoratori e famiglie. Riforme volte a rafforzare gli incentivi per singoli e imprese a investire in capitale umano tendono ad accrescere nel complesso la domanda di lavoro e la produttività. Una diminuzione dei costi contributivi farebbe inoltre aumentare l'occupazione e i livelli di reddito netto dei lavoratori. Inoltre, la regolamentazione dei mercati del lavoro non dovrebbe dissuadere le imprese dall'offrire impieghi o i lavoratori dall'accettarli. È incoraggiante constatare come le passate riforme avviate in questo ambito abbiano contribuito a creare posti di lavoro e a ridurre la disoccupazione. È importante che i governi continuino in questa direzione e non vanifichino le riforme passate proprio quando iniziano a produrre effetti positivi. Inoltre, il Consiglio direttivo ribadisce il suo pieno sostegno a tutte le misure volte a promuovere la flessibilità dei mercati e ad accrescere la concorrenza, anche per quanto riguarda i mercati dei prodotti agricoli. A fronte del marcato rincaro delle materie prime alimentari a livello internazionale, un'ulteriore liberalizzazione e maggiori riforme dei mercati agricoli dell'UE contribuirebbero ad accrescere la loro efficienza e a far diminuire i prezzi a beneficio dei consumatori europei.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo analizza il processo di consolidamento in atto tra le borse europee e le possibili implicazioni per la politica monetaria. Il secondo presenta le caratteristiche e i concetti principali delle statistiche sui conti integrati trimestrali dell'area dell'euro, con particolare attenzione al loro potenziale utilizzo da parte della BCE.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

La crescita dell'economia mondiale continua a mostrare una certa tenuta, benché in moderazione rispetto agli elevati ritmi precedenti. I risultati delle indagini più recenti indicano che le turbolenze sui mercati finanziari potrebbero esercitare alcuni effetti negativi sull'economia statunitense, ma le robuste condizioni economiche delle economie emergenti continuano a sostenere la crescita mondiale. In settembre l'inflazione al consumo è tornata a salire nei paesi industriali e le pressioni dal lato dei costi sono rimaste elevate. Il nuovo rincaro del petrolio e delle altre materie prime determinerà probabilmente spinte al rialzo sull'inflazione a livello internazionale. Nel complesso le incertezze per le prospettive di crescita sono giudicate elevate, riflettendo principalmente la possibilità di più estese ricadute della rivalutazione dei rischi sul clima di fiducia e sulle condizioni di finanziamento in corso nei mercati finanziari, ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime nonché i timori di spinte protezionistiche e di un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri nei conti con l'estero.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

La crescita dell'economia mondiale continua a mostrare una certa tenuta, benché in moderazione rispetto agli elevati ritmi precedenti. I risultati delle indagini più recenti indicano che le turbolenze sui mercati finanziari potrebbero esercitare alcuni effetti negativi sull'economia statunitense, ma le robuste condizioni economiche delle economie emergenti continuano a sostenere la crescita mondiale. La produzione industriale nei paesi dell'OCSE (esclusa l'area dell'euro) ha continuato a evidenziare una relativa capacità di tenuta fino a luglio. Le indagini congiunturali più recenti indicano una prosecuzione della crescita economica mondiale, anche se a ritmi lievemente più moderati (cfr. riquadro 1).

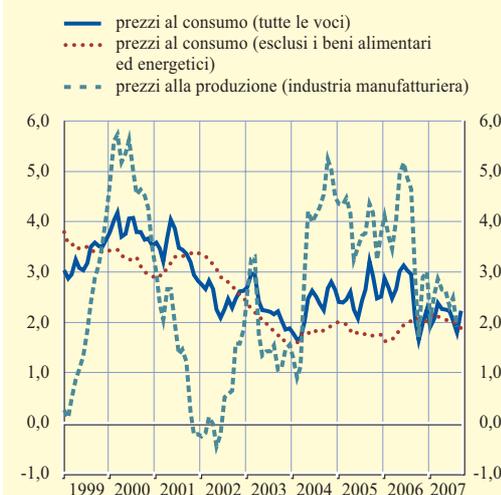
L'inflazione al consumo è tornata ad aumentare in settembre. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 2,2 per cento sui dodici mesi (dall'1,8 per cento di agosto), mentre quella calcolata al netto dei beni energetici e alimentari è rimasta sostanzialmente invariata all'1,9 per cento (cfr. figura 1). I risultati delle indagini sui prezzi degli input segnalano che le pressioni inflazionistiche si mantengono elevate. È inoltre probabile che l'ulteriore rincaro del petrolio e di altre materie prime determini spinte al rialzo sull'inflazione a livello mondiale.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica è rimasta vivace nonostante la correzione in atto sul mercato delle abitazioni e le turbolenze su quelli finanziari. Allo stesso tempo, le misure dell'inflazione al netto della componente energetica e di quella alimentare si sono mantenute su livelli relativamente moderati. Dati preliminari collocano la crescita del PIL in termini reali nel terzo trimestre, in ragione d'anno, al 3,9 per cento, contro il 3,8 per cento del secondo trimestre. Vi ha contribuito la dinamica sorprendentemente vivace dei consumi privati e delle esportazioni nette, che ha controbilanciato l'effetto frenante dell'edilizia residenziale.

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

Le condizioni del mercato del lavoro statunitense sono rimaste relativamente favorevoli, sostenendo quindi i consumi privati. Tuttavia, nel periodo recente la crescita tendenziale dell'occupazione si è indebolita e il tasso di disoccupazione è lievemente aumentato. Inoltre le ultime informazioni disponibili indicano che la correzione sul mercato degli immobili residenziali potrebbe essere più lunga del previsto, in quanto, ad esempio, le concessioni edilizie, le nuove abitazioni e le vendite di alloggi esistenti sono calate ulteriormente in settembre. Nell'insieme, pertanto, i riscontri degli indicatori recenti segnalano un indebolimento della crescita.

In settembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 2,8 per cento (dal 2,0 di agosto), principalmente a causa di un forte effetto base nei prezzi dell'energia, mentre al netto della componente alimentare ed energetica è rimasta pari al 2,1 per cento (cfr. figura 2).

Il 31 ottobre il Federal Open Market Committee ha deciso di abbassare di 25 punti base, al 4,50 per cento, il tasso obiettivo sui *federal funds* e di ridurre della stessa misura, al 5,00 per cento, il tasso di sconto.

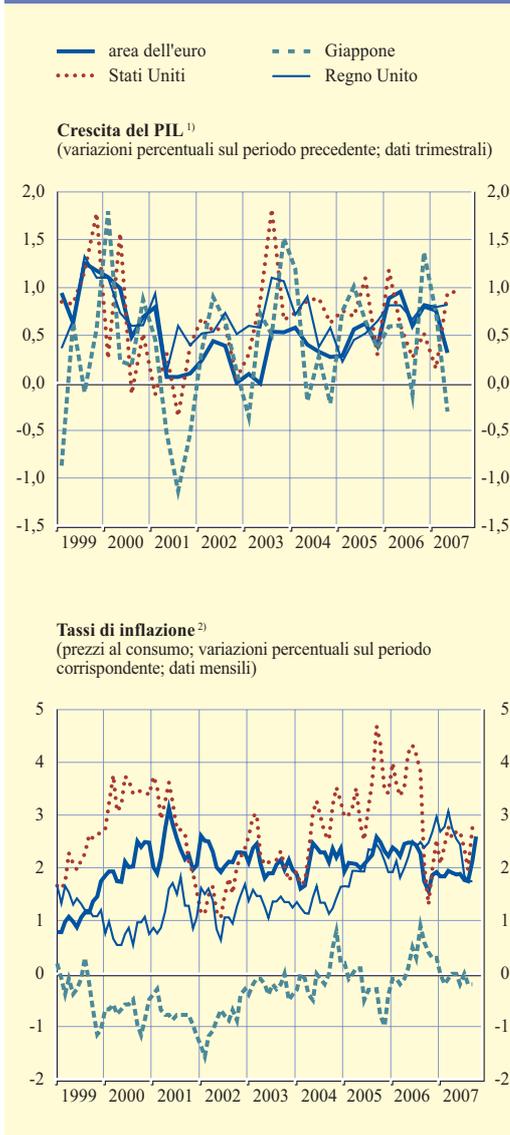
GIAPPONE

In Giappone è proseguita la ripresa dell'attività economica, mentre l'inflazione è rimasta prossima allo zero. Il prodotto è stato sostenuto dalla domanda interna e dal vigore delle esportazioni. I risultati dell'indagine Tankan della Banca del Giappone pubblicati in settembre segnalano una tenuta delle condizioni economiche, nonostante un ulteriore lieve deterioramento del clima di fiducia delle piccole e medie imprese nel terzo trimestre.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione ha continuato a risentire delle spinte al ribasso soprattutto sui salari (cfr. figura 2). In settembre l'inflazione al consumo sui dodici mesi si è collocata a -0,2 per cento, come in agosto, mentre il tasso di variazione dell'IPC al netto degli alimentari freschi è rimasto pari a -0,1 per cento per il sesto mese consecutivo.

Nella riunione dell'11 ottobre 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 titoli.

Figura 2 | principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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

REGNO UNITO

Nel Regno Unito le stime preliminari segnalano che nel terzo trimestre la crescita del PIL in termini reali sul trimestre precedente è rimasta vigorosa allo 0,8 per cento (cfr. figura 2). I dati relativi alle singole componenti del PIL non sono ancora noti, ma gli indicatori mensili mostrano una solida crescita dei consumi delle famiglie e una significativa accelerazione delle importazioni e delle esportazioni. Stando ai riscontri finora disponibili, la recente turbolenza finanziaria non avrebbe influito sull'attività. Tuttavia, le aspettative relative alla spesa per consumi e per investimenti nel 2008 sono lievemente diminuite negli ultimi mesi in linea con l'inasprimento delle condizioni creditizie. In settembre l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è stata pari all'1,8 per cento, invariata rispetto al mese precedente.

L'8 novembre 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 è rimasta vivace durante gli ultimi trimestri, riflettendo la crescita sostenuta della domanda interna. Gli andamenti dell'inflazione non sono stati univoci e in molti paesi i prezzi dei beni alimentari hanno determinato un pronunciato effetto al rialzo sull'inflazione.

L'economia reale ha seguito andamenti diversi in Svezia e Danimarca nel secondo trimestre. La crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è scesa a -0,4 per cento in Danimarca, mentre è salita allo 0,9 per cento in Svezia. Tali andamenti sono riconducibili soprattutto al generale indebolimento della domanda interna in Danimarca e a un'accelerazione dei consumi sia privati sia collettivi in Svezia. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è mantenuta su livelli contenuti in entrambe le economie negli ultimi mesi e in settembre è salita all'1,2 per cento in Danimarca e all'1,6 per cento in Svezia, di riflesso al rincaro dei beni energetici. Il 29 ottobre la Sveriges Riksbank ha innalzato il tasso di interesse principale di 25 punti base, al 4 per cento, in linea con le sue previsioni di inflazione e crescita del prodotto.

Per quanto concerne le quattro economie principali dell'Europa centrale e orientale, nel secondo trimestre il ritmo di espansione del prodotto è rimasto vigoroso nella Repubblica Ceca e in Polonia, mentre si è indebolito in Ungheria e Romania. L'incremento del PIL in termini reali è stato trainato principalmente dalla domanda interna in tutti i paesi in oggetto esclusa l'Ungheria, dove è riconducibile in larga parte alle esportazioni nette. Con riferimento ai prezzi, le quattro economie hanno evidenziato tassi di inflazione ancora significativamente diversi. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nella Repubblica Ceca e in Polonia è cresciuta in settembre al 2,8 e al 2,7 per cento rispettivamente, mentre in Romania è salita al 6,1 per cento principalmente a causa del rincaro degli alimentari. In Ungheria è scesa al 6,4 per cento, pur rimanendo sul livello più elevato dei quattro paesi, riflettendo il forte aumento delle imposte indirette e dei prezzi amministrati connesso al pacchetto di risanamento dei conti pubblici. Il 31 ottobre la Banca Națională a României ha innalzato il tasso di interesse di riferimento di 50 punti base, al 7,5 per cento, in risposta al recente deterioramento delle prospettive per l'inflazione.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività ha continuato a mostrare una certa tenuta, soprattutto nelle principali economie della regione. In Cina, in particolare, l'economia ha continuato ad espandersi ad un ritmo vigoroso, con una crescita del PIL in termini reali dell'11,5 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre. L'avanzo commerciale ha continuato ad ampliarsi e nei primi nove

mesi del 2007 ha raggiunto un livello cumulato di 186 miliardi di dollari, superiore del 69 per cento allo stesso periodo del 2006. In settembre l'inflazione al consumo sui dodici mesi è diminuita al 6,2 per cento, dal 6,5 per cento di agosto. Il 15 ottobre la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha innalzato di altri 50 punti base, al 13 per cento, l'obbligo di riserva delle banche. Le spinte inflazionistiche hanno continuato a moderarsi nelle altre economie principali della regione e più in particolare in India, dove l'inflazione dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura principale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – è scesa al 3,3 per cento sui dodici mesi in settembre.

AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica è rimasta vivace, anche se nelle principali economie la crescita e l'inflazione hanno seguito andamenti piuttosto eterogenei. In Brasile sono emersi segnali di una prosecuzione della robusta crescita osservata negli ultimi mesi e a settembre l'incremento sui dodici mesi della produzione industriale è stato pari al 5,6 per cento, contro il 6,6 per cento di agosto. In ottobre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC era pari al 4,1 per cento, dal 4,2 del mese precedente. Anche in Argentina l'economia ha continuato a espandersi rapidamente e in settembre la produzione industriale è cresciuta del 9,0 per cento sui dodici mesi. L'inflazione misurata sull'IPC è rimasta elevata, sebbene in lieve calo, e in ottobre era pari all'8,4 per cento. In Messico l'attività ha registrato un lieve miglioramento in agosto, quando la crescita sui dodici mesi della produzione industriale è salita al 2,6 per cento, dal 2,2 per cento di luglio, pur mantenendosi su livelli ridotti, riflettendo il contesto esterno meno favorevole. L'inflazione sui dodici mesi è scesa al 3,8 per cento in settembre dal 4,0 per cento di agosto.

Riquadro I

LE PROSPETTIVE DI CRESCITA MONDIALE A BREVE TERMINE: UNA VALUTAZIONE BASATA SULL'INDICE PMI

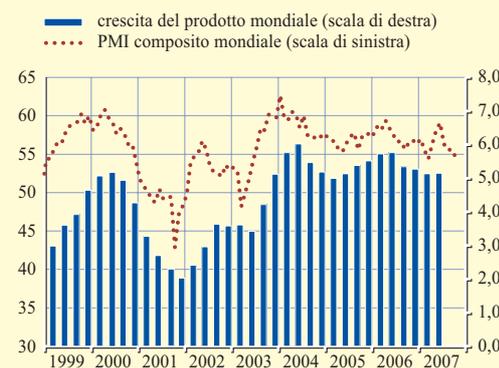
Dal momento che le statistiche di contabilità nazionale sono pubblicate con un notevole ritardo, è fondamentale esaminare i risultati delle indagini congiunturali per ottenere indicazioni più tempestive sull'economia mondiale. Nella situazione attuale, contraddistinta da una persistente incertezza economica, tali risultati possono fornire informazioni particolarmente preziose. Quando si conduce un'analisi prospettica si fa di norma riferimento all'indicatore anticipatore composito dell'OCSE, ma anche la situazione economica presente è difficile da analizzare sulla base dei dati di contabilità nazionale disponibili. Per gran parte dei paesi industriali, ad esempio, esistono soltanto statistiche preliminari o stime della crescita del PIL nel terzo trimestre e i dati di contabilità nazionale utilizzabili per una valutazione dell'attività nel quarto trimestre non saranno disponibili prima del gennaio 2008.

L'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' Index*, PMI) permette una valutazione più tempestiva delle condizioni della crescita a livello internazionale. Si tratta di un indicatore composito delle condizioni economiche mondiali formato da indici del settore manifatturiero e di quello dei servizi. Si basa su indagini condotte presso circa 10.000 responsabili degli acquisti in tutto il mondo, i quali sono intervistati sull'andamento della produzione nelle rispettive organizzazioni durante il mese precedente. Il saldo netto delle risposte è trasformato in un indice di diffusione stagionalizzato, nel quale 50 corrisponde al valore soglia tra contrazione ed espansione economica. In termini di copertura geografica, l'indice PMI comprende gran parte dei paesi dell'OCSE e un certo numero di grandi paesi non appartenenti a tale organizzazione (più in particolare Cina e Russia).

L'indice PMI e la crescita economica mondiale mostrano nell'insieme uno stretto comovimento (cfr. la figura). Il PMI ha rispecchiato la fase di forte crescita economica su scala internazionale registrata nel periodo 1999-2000 e poi il rallentamento connesso allo scoppio della bolla delle nuove tecnologie. Ha inoltre riflesso la successiva ripresa dell'attività. Di fatto, dal 2004 le condizioni economiche mondiali sono state piuttosto favorevoli rispetto ai livelli storici in quanto il tasso di espansione è stato significativamente superiore alla media degli ultimi vent'anni. Dopo essere diminuito tra giugno e settembre 2007, il PMI si è stabilizzato in ottobre su livelli prossimi a quelli di sei mesi prima. Si è mantenuto ben al di sopra del valore soglia di 50, a indicare la prosecuzione di una solida crescita economica.

PMI composito mondiale e crescita del prodotto mondiale

(PMI: indice di diffusione, destagionalizzato; PIL: tassi di crescita sul periodo corrispondente in valori percentuali)



Fonti: BCE e NTC Economics.
Nota: l'ultimo dato si riferisce a ottobre 2007 per il PMI e al secondo trimestre dello stesso anno per il PIL.

Un'analisi più sistematica delle proprietà di indicatore del PMI rispetto alla crescita del PIL mondiale conferma che tale indice costituisce una guida attendibile e tempestiva per la valutazione delle condizioni economiche mondiali¹⁾. Al momento, il modello basato sul PMI non fornisce indicazioni di un sensibile deterioramento dell'attività economica reale nella seconda metà del 2007.

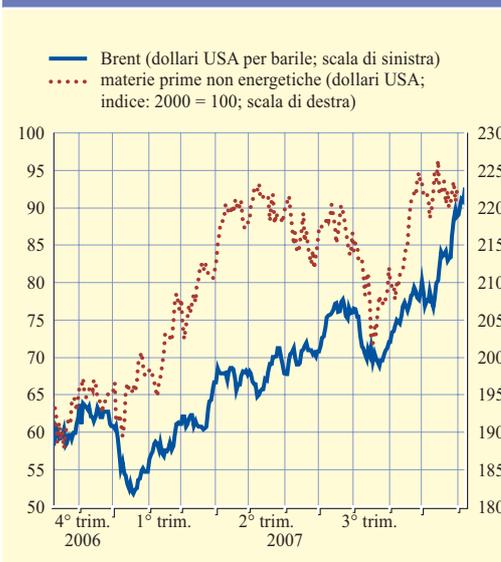
1) Da un'analisi della direzione della causalità emerge che gli andamenti del PMI anticipano i cambiamenti nella crescita mondiale, più che il contrario, e questo costituisce un presupposto fondamentale per l'utilità del PMI come indicatore. Inoltre, una specificazione dinamica del modello basato sul PMI offre una guida accurata per la valutazione delle condizioni economiche mondiali.

I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi hanno continuato a crescere sensibilmente, in presenza di una certa volatilità, raggiungendo nuovi massimi storici in ottobre e nella prima parte di novembre. Il 7 novembre il greggio di qualità Brent era quotato a 92,7 dollari al barile, un livello superiore di circa 15 dollari al massimo di agosto dello scorso anno. Se i prezzi sono espressi in euro, tale differenza positiva risulta pari ad appena due euro circa.

In presenza di un livello stagionalmente basso delle scorte e di alcune interruzioni della produzione nel Golfo del Messico connesse alla stagione degli uragani, la principale fonte di tensione nel breve periodo proviene dal lato dell'offerta. Il calo delle scorte e le persistenti tensioni geopolitiche hanno alimentato timori di una possibile scarsità di offerta in vista dell'incremento stagionale dei consumi per riscaldamento nell'Emisfero settentrionale. Esistono segnali di un aumento dell'offerta di greggio da parte dell'OPEC prima della data annunciata (1° novembre), nel tentativo di evitare vincoli di capacità durante la transizione verso i nuovi obiettivi di produzione a causa dei lavori programmati di manutenzione presso impianti e giacimenti in alcuni paesi membri in novembre. Secondo gli operatori, tuttavia, gli incrementi produttivi previsti non sono sufficienti per allentare le tensioni dal lato dell'offerta. La valutazione di ottobre dell'International Energy Agency segnala un equilibrio fra la domanda e l'offerta ancora teso verso la fine dell'anno, poiché le leggere revi-

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

Figura 4 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE



Fonte: OCSE.
 Nota: pl'osservazione più recente si riferisce ad agosto 2007.

sioni al ribasso della domanda nei paesi dell'OCSE sono controbilanciate dalla tenuta di quella dei paesi non appartenenti a tale organizzazione.

Nel breve periodo i corsi petroliferi dovrebbero restare elevati ed estremamente sensibili a variazioni minime dell'equilibrio tra la domanda e l'offerta e del contesto geopolitico. Gli operatori si attendono che restino alti anche nel medio periodo: i contratti *future* sul petrolio con scadenza nel dicembre 2009 sono attualmente scambiati a 83 dollari statunitensi.

Dopo un lieve calo in agosto, a settembre i prezzi delle materie prime non energetiche sono risaliti, rimanendo da allora su livelli storicamente elevati. Grazie a un contesto caratterizzato da un andamento positivo della domanda, carenze dal lato dell'offerta riconducibili a raccolti scadenti, basso livello delle scorte e maggiore domanda di superfici a seminativi per la produzione di carburanti biologici, i prezzi dei prodotti agricoli hanno continuato a crescere a ritmi estremamente sostenuti sui dodici mesi. Il mutare delle previsioni di raccolto e le restrizioni russe alle esportazioni hanno introdotto volatilità nel mercato del frumento. Verso la fine di ottobre l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche risultava superiore di circa il 17 per cento al livello di un anno prima.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Nonostante la turbolenza sui mercati finanziari, le prospettive per il contesto esterno e per la domanda estera dell'area dell'euro restano positive anche se in lieve moderazione rispetto alle precedenti condizioni estremamente favorevoli. In agosto il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito per i paesi dell'OCSE è diminuito ulteriormente, a indicare che si preannuncia un leggero indebolimento della crescita economica (cfr. figura 4). Ciò è in linea anche con i riscontri più recenti provenienti dall'indice mondiale dei responsabili degli acquisti.

Nel complesso, le incertezze per le prospettive di crescita sono giudicate elevate, riflettendo principalmente la possibilità di più estese ricadute della rivalutazione dei rischi sul clima di fiducia e sulle condizioni di finanziamento in corso nei mercati finanziari, ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime nonché i timori di spinte protezionistiche e di un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri nei conti con l'estero.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati di settembre confermano il vigore di fondo dell'espansione monetaria e creditizia. L'aggregato M3 è aumentato a un tasso dell'11,3 per cento sui dodici mesi, mentre i prestiti delle IFM al settore privato sono cresciuti dell'11,0 per cento. Finora, la dinamica dell'aggregato monetario non ha risentito in misura significativa delle recenti turbolenze finanziarie. Sussiste nondimeno l'evidenza che queste ultime hanno influenzato componenti e contropartite specifiche, in particolare le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. Nei mesi precedenti all'inizio delle turbolenze finanziarie la rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria in atto dal dicembre 2005 ha chiaramente influito sull'andamento della moneta e del credito, moderando la crescita di M1 e dell'indebitamento delle famiglie. Sebbene questa influenza sia rimasta palese alla fine del terzo trimestre, il tasso di espansione monetaria di fondo rimane vigoroso, indicando rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Finora la dinamica monetaria aggregata non sembra aver risentito in misura significativa delle recenti turbolenze nel mercato finanziario. Nel contesto di una curva dei rendimenti relativamente piatta, in settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è rimasto vigoroso all'11,3 per cento, dopo l'11,6 di agosto (cfr. figura 5), riflettendo un ulteriore incremento considerevole sul mese precedente, dello 0,8 per cento (dopo lo 0,9 e l'1,1 dei due mesi precedenti).

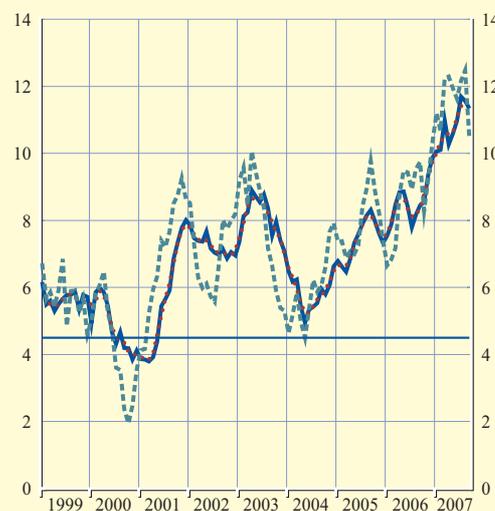
Nel contempo le turbolenze hanno interessato specifiche componenti e contropartite di M3, specie quelle strettamente connesse alle tensioni emerse nel mercato monetario (cfr. il riquadro 2 *L'impatto delle turbolenze nei mercati finanziari sull'andamento della moneta e del credito*). Non si è tuttavia verificato, almeno per ora, uno spostamento più generale a favore delle attività monetarie, che avrebbe potuto essere indotto da un più diffuso incremento dell'avversione al rischio nel settore privato non finanziario nel contesto delle turbolenze finanziarie. Questa valutazione si basa su una dettagliata analisi dei dati delle IFM tratti dai bilanci bancari di fine trimestre nonché dei dati su due interi mesi segnati dalle turbolenze.

Nei mesi precedenti all'inizio delle turbolenze finanziarie ai primi di agosto, la rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria in atto dal dicembre 2005 ha chiaramente influenzato l'andamento della moneta e del credito. L'impatto dell'incremento dei tassi di interesse a breve termine sulla dinamica monetaria è rimasto evidente alla fine del terzo trimestre, soprattutto nella moderazione della crescita

Figura 5 Crescita di M3

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

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



Fonte: BCE.

sui dodici mesi di M1, nel rallentamento dei prestiti al settore delle famiglie e nel vigoroso tasso di espansione dei depositi a termine a breve scadenza e degli strumenti negoziabili (diventati, in un contesto di curva dei rendimenti piatta, più interessanti di strumenti a più lunga scadenza e più rischiosi). Le turbolenze nei mercati finanziari potrebbero aver rafforzato ulteriormente l'espansione dei depositi a termine e dei titoli di debito delle IFM a breve scadenza, in quanto le attività liquide e sicure rivestono una particolare attrattiva in un contesto di accresciuta volatilità finanziaria.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è diminuito al 6,1 per cento in settembre, dal 6,7 di agosto, riflettendo una moderazione del tasso di incremento di entrambe le componenti, i depositi *overnight* e il circolante (cfr. tavola 1). Sul tasso di espansione di M1 agiscono attualmente due forze opposte: da un lato, un effetto frenante generato dall'aumento del costo opportunità di detenere M1 e, dall'altro, un effetto di stimolo proveniente da una più vigorosa domanda di M1 per scopi transattivi, dato il protratto vigore dell'attività economica fino a metà 2007.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è ulteriormente salito in settembre al 15,5 per cento, dal 15,3 di agosto. All'interno di questo aggregato, il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza) è diminuito, pur rimanendo elevato. In effetti, l'andamento di questo aggregato è riconducibile al fatto che sono stati considerevoli gli afflussi osservati in agosto e settembre.

L'attuale attrattiva dei depositi a termine riflette diversi fattori. In primo luogo, la remuneratività è aumentata sostanzialmente in linea con l'incremento dei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario. Il differenziale fra la remunerazione dei depositi a termine, da un lato, e quella dei depositi *overnight* e dei depositi a risparmio a breve, dall'altro, si è costantemente ampliato, inducendo la sostituzione degli ultimi con i primi. In secondo luogo, data la curva dei rendimenti

Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 ago.	2007 set.
M1	45,5	6,8	7,0	6,2	6,5	6,7	6,1
Banconote e monete in circolazione	7,3	11,1	10,5	10,0	8,8	8,7	8,2
Depositi <i>overnight</i>	38,2	6,0	6,3	5,5	6,1	6,3	5,7
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,5	11,1	11,9	13,1	15,0	15,3	15,5
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	21,5	25,2	29,5	33,2	37,6	38,6	38,3
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	18,0	1,1	-0,8	-2,1	-3,2	-3,5	-3,6
M2	85,0	8,7	9,1	9,2	10,3	10,5	10,2
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	15,0	11,3	16,9	19,3	18,8	17,9	18,0
M3	100,0	9,0	10,2	10,6	11,5	11,6	11,3
Credito a residenti nell'area dell'euro		8,8	8,0	8,1	8,7	8,8	8,7
Credito alle amministrazioni pubbliche		-3,1	-4,5	-4,4	-4,0	-4,2	-4,3
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,4	-1,3	-1,2	-0,9	-0,7	-1,5
Credito al settore privato		11,9	11,1	11,0	11,7	11,8	11,6
Prestiti al settore privato		11,2	10,6	10,5	11,0	11,2	11,0
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		9,0	10,0	10,3	10,3	10,4	9,6

Fonte: BCE.

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

relativamente piatta nell'area dell'euro, i depositi a termine rimangono interessanti anche rispetto ad attività a più lunga scadenza e più rischiose non comprese in M3, dal momento che offrono maggiore liquidità e minor rischio a un costo contenuto in termini di rendimento. Infine, l'aumento dei depositi a termine può riflettere flussi generati dal recente aumento della volatilità nei mercati finanziari in quanto gli investitori cercano strumenti di risparmio liquidi e sicuri.

Il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è stato sostanzialmente invariato in settembre, a seguito di andamenti divergenti dei singoli strumenti. Il tasso di espansione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, che è la componente di maggior rilevanza fra gli strumenti negoziabili compresi in M3, è ulteriormente diminuito. L'analisi più specifica dell'andamento nel corso dei due mesi di turbolenze indica che le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno subito deflussi netti particolarmente rilevanti per un totale di 25 miliardi di euro. Nel contempo, afflussi considerevoli pari a 11 e 47 miliardi di euro sono stati registrati nel bimestre rispettivamente per contratti pronti contro termine e titoli di debito a breve termine delle IFM, andando a rafforzare il tasso di incremento di questi strumenti.

In settembre è rimasto sostanzialmente invariato il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine detenuti presso le IFM (i "depositi di M3", che rappresentano la maggior aggregazione di componenti di M3 per cui sono disponibili dati per settore detentore). Gli andamenti tuttavia sono stati divergenti nei vari settori. In particolare, il rallentamento dei depositi di M3 detenuti da società finanziarie e non finanziarie è stato compensato dall'accelerazione di quelli detenuti dalle famiglie, il più importante settore detentore di moneta. Quest'ultimo incremento potrebbe forse riflettere uno spostamento delle scelte di investimento delle famiglie verso attività monetarie liquide e sicure, in quanto l'avversione al rischio potrebbe essere aumentata nel contesto del recente andamento dei mercati finanziari.

Riquadro 2

L'IMPATTO DELLE TURBOLENZE NEI MERCATI FINANZIARI SULL'ANDAMENTO DELLA MONETA E DEL CREDITO

Dalla metà di luglio nei mercati finanziari si sta verificando un episodio di turbolenza associato a una ridefinizione del prezzo del rischio di credito, che si è riflesso più in generale in una mancanza di fiducia da parte degli investitori. I vari segmenti di mercato sono stati interessati in misura diversa. Gli enti creditizi e, più in generale, gli intermediari finanziari sono stati l'epicentro delle turbolenze, data la protratta incertezza riguardo alla natura e all'entità dell'esposizione degli stessi al rischio di credito.

Gli andamenti degli aggregati monetari e creditizi per l'intero mese di settembre (che comprende l'importante tappa di fine trimestre) non indicano, almeno per ora, alcun effetto significativo della perdurante incertezza sul ritmo complessivo della dinamica monetaria. Nondimeno, è possibile riscontrare un certo impatto nelle voci specifiche del bilancio consolidato delle IFM strettamente correlate alle tensioni nei mercati monetari, i quali si trovano al centro delle turbolenze. In particolare, è possibile individuare un qualche impatto nell'andamento dei prestiti e dei depositi di altri intermediari finanziari non monetari (AIF), nelle consistenze di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e nell'evoluzione dei titoli di debito a breve termine delle IFM. Il presente riquadro analizza le componenti e contropartite di M3 che sono state influenzate dalle turbolenze. Esso non tratta invece le voci di bilancio che hanno esibito,

in agosto e settembre, un'evoluzione sostanzialmente in linea con i profili recenti, come i prestiti al settore privato, la cui prostrata forte dinamica può tuttavia essere oggetto di diverse interpretazioni.

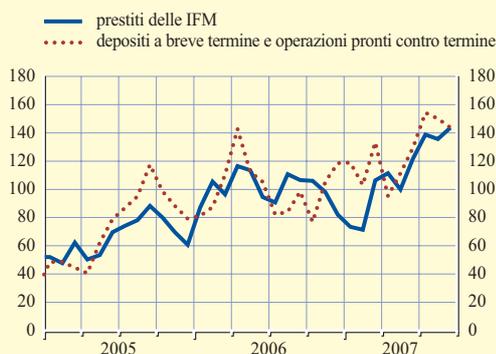
Andamenti dell'indebitamento e delle consistenze monetarie di altri intermediari finanziari

In settembre si è registrata la più elevata domanda netta mensile di prestiti delle IFM da parte degli AIF dall'avvio della Terza fase dell'UEM, determinando un tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti (e dei depositi a breve termine) a tali intermediari molto sostenuto (cfr. figura A). Sebbene ciò sia in parte riconducibile a effetti stagionali, l'elevata domanda di credito sembra originare prevalentemente dai fondi di investimento. Questa tesi è avvalorata dall'analisi della scomposizione per scadenze dei prestiti agli AIF, la quale indica che il rafforzamento del tasso di crescita sui dodici mesi in settembre è stato trainato dai prestiti con scadenza compresa fra uno e cinque anni. Tale fascia di scadenze supera la durata tipica delle operazioni pronti contro termine e dei prestiti concessi nel contesto di operazioni di *stand-by*. Tuttavia, vi è evidenza che una parte dei prestiti agli AIF sia attribuibile alle turbolenze.

In primo luogo, una parte dei prestiti agli AIF è stata indirizzata alle società veicolo, soggetti solitamente istituiti dagli enti creditizi per emettere titoli a breve termine con *rating* elevato, con lo scopo, per le banche stesse, di garantirsi un canale preferenziale di finanziamento, di agevolare la gestione del bilancio in modo da ottenere un alleggerimento dei requisiti patrimoniali e di sfruttare il differenziale tra il rendimento dei titoli a lungo termine e di quelli a breve. Per ottenere un *rating* elevato sulla carta commerciale emessa da tali società veicolo, la grande maggioranza degli enti creditizi ha concesso loro linee di credito per il 100 per cento dell'importo emesso. A seguito della ridefinizione del prezzo dei rischi insiti nelle attività sottostanti detenute dalle società veicolo, gli investitori sono diventati restii a continuare a finanziare questi soggetti, inducendoli a ricorrere a operazioni di credito di *stand-by*. Questi finanziamenti sono quindi connessi a una reintermediazione dei prestiti sui bilanci delle IFM, dal momento che i mercati di varie *asset backed securities* sono diventati illiquidi.

Figura A Prestiti delle IFM ad altri intermediari finanziari, e depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine da parte di questo settore: flussi sui dodici mesi

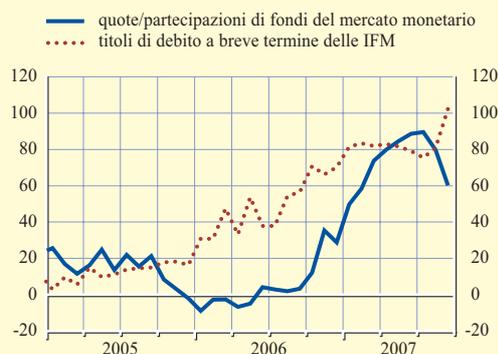
(miliardi di euro; dati non corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura B Flussi sui dodici mesi diretti verso quote/partecipazioni di fondi del mercato monetario e verso titoli di debito a breve termine delle IFM

(miliardi di euro; dati corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Inoltre, parte della domanda di prestiti da parte degli AIF in settembre può essere attribuita a una domanda di prestiti interbancari con garanzia relativamente vigorosa rispetto a quella delle operazioni senza garanzia, in conseguenza delle turbolenze nel mercato monetario. In linea di principio, le attività interbancarie sono escluse dal calcolo degli aggregati monetari e creditizi. Tuttavia, qualsiasi prestito interbancario con garanzia che venga regolato attraverso piattaforme di contrattazione elettroniche (classificate come intermediari finanziari non monetari) rientrerà nella categoria dei prestiti ad AIF e si rifletterà, dal lato delle passività di bilancio delle IFM, in un incremento dei depositi detenuti, compresi i contratti pronti contro termine.

Infine, non si può escludere che le turbolenze abbiano indotto, all'interno dei prestiti a breve termine agli AIF, una sostituzione fra le sottocategorie degli AIF, in quanto alcune operazioni finanziarie sono state sospese, mentre le transazioni sopra descritte hanno acquisito rilevanza.

Andamenti delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari

L'impatto delle turbolenze sugli aggregati monetari e creditizi è risultato evidente nella significativa riduzione, in agosto e settembre, delle consistenze di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, per circa 25 miliardi di euro. L'andamento potrebbe riflettere l'accresciuta apprensione da parte degli investitori rispetto a questi strumenti, in quanto è cambiata la percezione del relativo profilo di rischio. Nei trimestri recenti alcuni fondi comuni monetari hanno assunto esposizioni rischiose detenendo *asset backed securities*, in larga misura al fine di accrescere i propri rendimenti e ottenere risultati migliori del tasso di *benchmark* sul mercato monetario. I timori, ampiamente manifestati, circa la qualità delle attività di un ristretto numero di fondi si sono tradotti in vendite generalizzate di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, in quanto gli investitori non hanno fatto distinzione fra le attività detenute dai singoli fondi.

Nel contempo, l'andamento complessivo degli aggregati monetari suggerisce che la riduzione delle consistenze di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ha coinciso con un incremento dei depositi a termine a breve scadenza detenuti dagli investitori al dettaglio. Gli investitori istituzionali avrebbero in parte sostituito le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari con titoli di debito a breve termine delle IFM, sostenendo le emissioni da parte di queste ultime. Nel complesso, tali andamenti segnalano la propensione, da parte del settore detentore di moneta, a continuare a investire in titoli e depositi delle IFM per tutto il periodo delle turbolenze. Non vi è, quindi, evidenza che queste fonti di finanziamento per le IFM si siano esaurite.

La relazione fra le operazioni supplementari di mercato aperto della BCE e gli aggregati monetari e creditizi

Al fine di allentare le tensioni nel mercato monetario in agosto e settembre, la BCE ha condotto numerose operazioni supplementari di mercato aperto con varie scadenze fino a tre mesi¹⁾. Le operazioni supplementari hanno cambiato la tempistica dell'offerta di liquidità durante il periodo di mantenimento e prolungato la scadenza delle operazioni in corso dell'Eurosistema. È importante sottolineare che tali operazioni non hanno cambiato l'importo complessivo di liquidità fornita nei rispettivi periodi di mantenimento delle riserve.

1) Cfr. il riquadro *Le operazioni supplementari di mercato aperto della BCE nel periodo dall'8 agosto al 5 settembre* nel numero di settembre 2007 di questo Bollettino.

Le operazioni supplementari di mercato aperto condotte dalla BCE dagli inizi di agosto, al pari di tutte le operazioni di mercato della BCE, sono state transazioni fra l'Eurosistema e le IFM, con creazione di depositi presso l'Eurosistema. Nel contesto del bilancio consolidato delle IFM, che è la base per la compilazione degli aggregati monetari, sono escluse tutte le posizioni fra IFM nonché quelle fra IFM e banca centrale. Le operazioni condotte dalla BCE, quindi, non possono avere alcun impatto diretto su M3, a prescindere dal loro volume.

Tuttavia, il cambio di tempistica e di composizione per scadenza delle operazioni sembra aver agevolato la regolare conduzione dell'attività bancaria durante la fase di turbolenza, attività che sarebbe stata altrimenti pregiudicata dalle frizioni nel mercato interbancario. In particolare, la stabilizzazione del tasso di interesse *overnight* su livelli prossimi al tasso minimo di offerta nelle operazioni regolari di rifinanziamento dell'Eurosistema ha contribuito a garantire che le decisioni di politica monetaria del Consiglio direttivo fossero trasmesse al processo di creazione della moneta e del credito in una maniera più vicina alle normali circostanze di quanto non si sarebbe verificato altrimenti.

Conclusioni

I dati sulla moneta e sul credito disponibili fino a settembre mostrano che le turbolenze nei mercati finanziari hanno avuto un impatto su alcune voci del bilancio consolidato delle IFM che sono strettamente connesse alla natura delle turbolenze stesse. In particolare, sono stati interessati l'andamento dei prestiti e dei depositi degli altri intermediari finanziari non monetari, le consistenze di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito delle IFM.

Allo stesso tempo, sulla base di un'ampia serie di informazioni dettagliate, non vi è stato alcun effetto visibile sugli aggregati monetari e creditizi ampi. In prospettiva, le turbolenze potrebbero esercitare un'influenza più profonda anche sull'andamento complessivo di M3, qualora dovessero innescare un incremento più diffuso dell'avversione al rischio.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito totale ai residenti nell'area dell'euro ha segnato un lieve calo, pur rimanendo su livelli sostenuti. L'andamento complessivo riflette un maggior tasso di decremento del credito alle amministrazioni pubbliche, ma anche un tasso di espansione lievemente inferiore per il credito al settore privato. In settembre, le IFM hanno continuato a ridimensionare il portafoglio dei titoli delle amministrazioni pubbliche, in linea con il profilo generale osservato dal marzo 2006. Le IFM potrebbero aver venduto tali titoli per generare liquidità e coprire il fabbisogno finanziario in un contesto di turbolenze finanziarie.

I prestiti al settore privato hanno continuato a espandersi vigorosamente, a un tasso sui dodici mesi dell'11,0 in settembre, dopo l'11,2 di agosto. La lieve moderazione osservata nel mese in esame riflette l'andamento dei prestiti ai settori non finanziari nonché alle società di assicurazione e ai fondi pensione.

In settembre il tasso di variazione dei prestiti alle famiglie è diminuito al 6,7 per cento, dal 7,0 del mese precedente. La flessione non è significativamente maggiore di quella osservata nel periodo di rallentamento dei prestiti, iniziato nella primavera del 2006. Non vi è quindi evidenza, almeno finora, di una riduzione dell'offerta di prestiti bancari alle famiglie nei dati di bilancio delle IFM. In effetti, in agosto e settembre le IFM hanno erogato prestiti alle famiglie per 36 miliardi di euro in termini netti. Questi andamenti riflettono in larga misura la dinamica dei mutui per l'acquisto di abitazioni,

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 ago.	2007 set.
Società non finanziarie	42,6	13,0	13,0	12,7	13,8	14,2	14,1
Fino a 1 anno	29,7	10,5	9,9	10,1	12,2	12,9	13,4
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,2	20,5	19,9	19,2	19,9	20,4	19,9
Oltre 5 anni	51,2	12,0	12,4	12,0	12,6	12,8	12,4
Famiglie ²⁾	47,7	8,6	8,1	7,5	7,0	7,0	6,7
Credito al consumo ³⁾	12,8	8,0	7,1	6,5	5,7	5,8	5,0
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	71,4	10,2	9,4	8,6	8,1	8,1	7,8
Altri prestiti	15,8	2,7	3,2	3,7	3,3	3,3	3,4
Società di assicurazione e fondi pensione	1,1	29,1	27,6	23,8	26,6	27,9	25,5
Altri intermediari finanziari non monetari	8,6	16,4	12,3	15,9	19,8	19,7	20,1

Fonte: BCE.

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

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

2) In base alla definizione SEC 95.

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

che in settembre sono aumentati del 7,8 per cento sui dodici mesi, ovvero a un tasso lievemente inferiore rispetto all'8,1 per cento di agosto (cfr. tavola 2). La moderazione della crescita dei prestiti per acquisto di abitazioni è stata in linea con il rallentamento dei prezzi delle abitazioni e dell'attività del mercato immobiliare in numerose economie dell'area dell'euro, nonché con il graduale andamento crescente dei tassi sui mutui ipotecari in tutta l'area negli ultimi trimestri. Il tasso di incremento del credito al consumo è diminuito al 5,0 per cento in settembre, dal 5,8 di agosto.

Sempre in settembre il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato al 14,1 per cento. La crescita dell'indebitamento delle società non finanziarie è quindi rimasta prossima ai livelli più elevati dal 1980 ¹⁾. Nei mesi di agosto e settembre considerati nel complesso le IFM hanno erogato prestiti alle società non finanziarie per 71 miliardi di euro in termini netti. Resta difficile interpretare le implicazioni di un vigoroso indebitamento da parte delle società non finanziarie nel contesto delle turbolenze finanziarie. Per il momento l'evidente capacità delle banche di erogare prestiti suggerisce l'assenza di gravi problemi nell'offerta di credito bancario. Nel contempo, in considerazione dei margini patrimoniali complessivamente sufficienti e dei vigorosi fondamentali delle società non finanziarie, l'attività di prestito continua a suscitare interesse, sebbene a un prezzo potenzialmente più elevato per il rischio di credito nel caso di taluni prenditori. In linea di principio, gli ingenti flussi mensili netti di prestiti a società non finanziarie potrebbero anche risultare da una difficoltà delle banche di cartolarizzare i prestiti, date le recenti tensioni nei mercati dei titoli garantiti da attività. Inoltre, una parte di questi crediti può riflettere l'incapacità delle banche di rimuovere attualmente dai propri bilanci i prestiti "ponte" associati all'attività di *leveraged buyout* (LBO) o di fusione e acquisizione. Un indebitamento più elevato delle società non finanziarie può essere il frutto di un possibile tentativo di anticipare le future esigenze di fondi, in previsione di un peggioramento delle condizioni di finanziamento, ma ciò avrebbe determinato anche maggiori consistenze di depositi detenuti dalle società non finanziarie, cosa che invece non

1) Cfr. il riquadro 1 *Nuove serie storiche dell'area dell'euro relative ai prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie* nel numero di ottobre 2007 di questo Bollettino.

è avvenuta. Nel contempo la dinamica dell'indebitamento in agosto e settembre potrebbe riflettere il fabbisogno finanziario attuale per spese in conto capitale nel contesto di una robusta attività economica. Allo stato attuale, non vi sono evidenze di gravi limitazioni nell'offerta di prestiti alle società non finanziarie. Ciò nonostante, di riflesso alla rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria dal dicembre 2005, le condizioni di finanziamento si sono inasprite, esercitando un effetto frenante sulla dinamica di indebitamento delle società non finanziarie.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti agli altri intermediari finanziari (AIF) è aumentato al 20,1 per cento in settembre, dal 19,7 del mese precedente. In agosto e settembre il flusso mensile di prestiti agli AIF è ammontato complessivamente a 43 miliardi di euro in termini netti.

Tra le altre contropartite di M3, il tasso di incremento delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è diminuito al 9,6 per cento in settembre, dal 10,4 per cento del mese precedente. Questa flessione è stata generalizzata fra le singole componenti.

Un ulteriore deflusso significativo di 29 miliardi di euro è stato osservato in settembre nelle attività nette sull'estero delle IFM, dopo quello di 34 miliardi di agosto. Di conseguenza, il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero è sceso a 207 miliardi di euro nel mese in esame, dai 244 miliardi di quello precedente (cfr. figura 6). Fra la fine dell'anno scorso e l'inizio di quest'anno gli operatori dei mercati finanziari hanno visto opportunità di investimento favorevoli nell'area dell'euro, nel contesto di una bassa volatilità e di un'ampia liquidità dei mercati finanziari. Queste condizioni hanno determinato considerevoli afflussi di capitali. Nel contesto delle recenti turbolenze e di una maggiore volatilità dei mercati finanziari, le posizioni di investimento aperte hanno cessato di essere redditizie per effetto della rivalutazione del rischio e, quindi, sono state liquidate. I conseguenti deflussi di capitale osservati negli ultimi due mesi sono associati a una flessione delle attività nette sull'estero delle IFM.

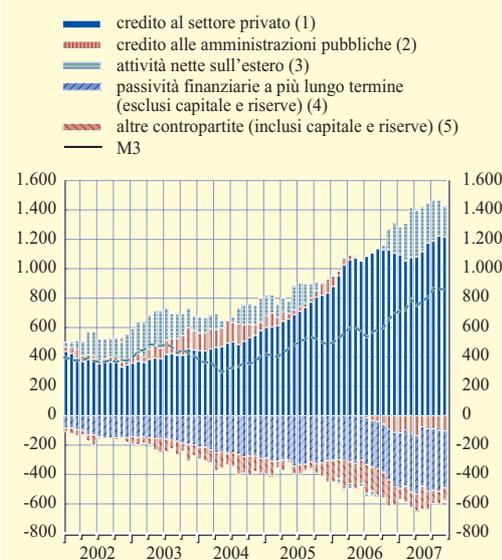
Nel complesso, le informazioni più recenti (basate su dati fino alla fine di settembre) mostrano il protrarsi di una robusta crescita della moneta e del credito, con scarsi segnali di un impatto specifico delle turbolenze nei mercati finanziari sull'espansione degli aggregati ampi della moneta e del credito. La dinamica monetaria di fondo è rimasta vigorosa, indicando rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo.

2.2 EMISSIONI DI TITOLI

In agosto i titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro hanno continuato a crescere a un tasso sostenuto, sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente, per effetto di un lieve incre-

Figura 6 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

mento del tasso di espansione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle IFM che ha compensato la moderata decelerazione osservata per le società non finanziarie e le amministrazioni pubbliche. Il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da istituzioni finanziarie non monetarie è rimasto sostanzialmente invariato su un livello elevato. L'emissione di azioni quotate non ha subito variazioni di rilievo, rimanendo relativamente contenuta rispetto all'emissione di debito.

TITOLI DI DEBITO

In agosto il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro, pari al 9,1 per cento, è stato inferiore di 0,1 punti percentuali a quello di luglio (cfr. tavola 3). Per quanto riguarda la struttura per scadenze dell'emissione di titoli di debito, il tasso di incremento dell'emissione di titoli a breve termine è aumentato al 15,2 per cento in agosto, dal 12,6 per cento del mese precedente, mentre quello dell'emissione di titoli a lungo termine è lievemente diminuito, passando dall'8,7 all'8,4 per cento. Riguardo a questi ultimi, il tasso di espansione dei titoli a tasso variabile, pari al 15,4 per cento, è stato ancora una volta significativamente superiore a quello dei titoli a tasso fisso, collocatosi al 5,3 per cento in agosto. Ciò potrebbe riflettere il protrarsi di una domanda piuttosto sostenuta di titoli a tasso variabile in un contesto caratterizzato da una curva dei rendimenti relativamente piatta.

Il tasso di incremento dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è diminuito al 9,6 per cento in agosto, dal 10 per cento del mese precedente (cfr. figura 7), riflettendo in parte l'ammortamento netto dei titoli di debito osservato in agosto. In periodi di turbolenza dei mercati come quello osservato di recente può tornare utile anche analizzare gli andamenti a breve termine usando per il periodo più recente dati destagionalizzati. Ancorché sia necessaria cautela nell'interpretare questi dati, essi possono contribuire a individuare i punti di svolta nelle serie. I tassi di crescita sui tre mesi espressi in ragione d'anno e costruiti sulla base di dati destagionalizzati mostrano una flessione maggiore per luglio e quindi indicano una decelerazione più marcata. In termini di struttura per scadenze, il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi da società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato al 7 per cento in agosto, mentre quello dell'emissione di titoli a breve termine da parte di tale tipologia di emittenti, che era in aumento da febbraio, è diminuito di 0,7 punti percentuali e si è collocato al 24,5 per cento.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2007 ago.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 lug.	2007 ago.
Emissione di titoli di debito:	11.834	7,0	7,9	8,0	8,7	9,0	9,1
IFM	4.931	8,4	9,8	10,5	10,5	10,8	11,1
Società finanziarie non monetarie	1.342	25,9	28,3	26,9	27,5	27,3	27,4
Società non finanziarie	682	3,9	4,3	4,9	6,3	10,0	9,6
Amministrazioni pubbliche	4.879	2,8	2,8	2,4	3,2	3,3	3,1
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.571	2,3	2,4	2,1	3,1	3,3	3,1
Altre amministrazioni pubbliche	308	11,8	9,1	6,8	5,8	2,6	2,6
Emissione di azioni quotate:	6.522	1,2	1,1	1,1	1,2	1,5	1,4
IFM	1.042	1,8	2,0	2,3	1,8	1,4	1,3
Società finanziarie non monetarie	583	1,5	1,1	1,0	1,5	1,5	1,4
Società non finanziarie	4.897	1,1	0,8	0,8	1,0	1,5	1,4

Fonte: BCE.

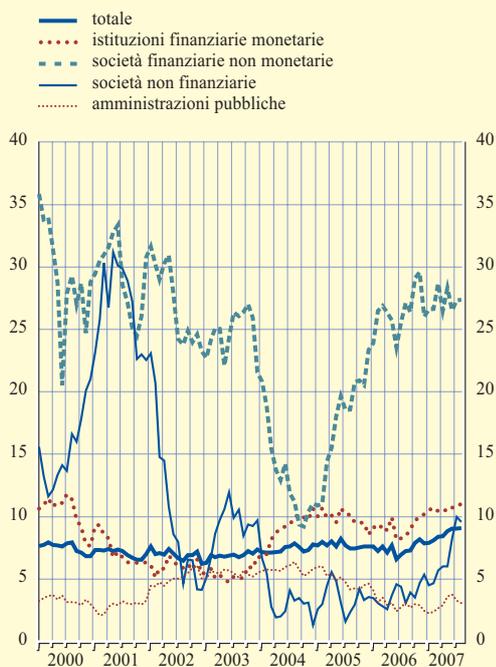
1) Per maggiori dettagli, cfr. le Note tecniche relative alle sezioni 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

In agosto il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è lievemente aumentato all'11,1 per cento, segnalando che le banche stanno continuando a raccogliere fondi necessari a soddisfare la considerevole domanda generata dalla vigorosa crescita dei prestiti alle società non finanziarie. L'andamento è riconducibile principalmente al considerevole dinamismo osservato nell'emissione di titoli a breve termine, il cui tasso di incremento è aumentato in agosto al 16,9 per cento, valore superiore di 2,9 punti percentuali rispetto al dato registrato a luglio. Il tasso di crescita dell'emissione da parte delle IFM di titoli a lungo termine è rimasto sostanzialmente invariato in agosto al 10 per cento circa. I dati destagionalizzati per i titoli a lungo termine, tuttavia, indicano una lieve riduzione di questo tasso di variazione. È notevolmente aumentato, invece, il tasso di variazione sui tre mesi espresso in ragione d'anno dei titoli a breve termine emessi dalle IFM.

Il tasso di espansione dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è rimasto sostanzialmente invariato al 27,4 per cento in agosto, valore significativamente superiore a quello dei titoli di debito emessi dal settore delle IFM. Gli andamenti a breve termine, tuttavia, indicano in qualche misura una decelerazione nel settore delle società finanziarie non monetarie. La maggior parte dell'attività di emissione di questo comparto è stata probabilmente connessa alle attività di cartolarizzazione delle banche e potrebbe essere influenzata negativamente dalle recenti turbolenze nei mercati finanziari, ancorché non sia ancora osservabile alcun impatto importante nei dati di agosto. Inoltre, una decelerazione dell'attività di cartolarizzazione delle banche potrebbe anche riflettersi in un rallentamento dell'attività di LBO (cfr. riquadro 3).

Figura 7 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

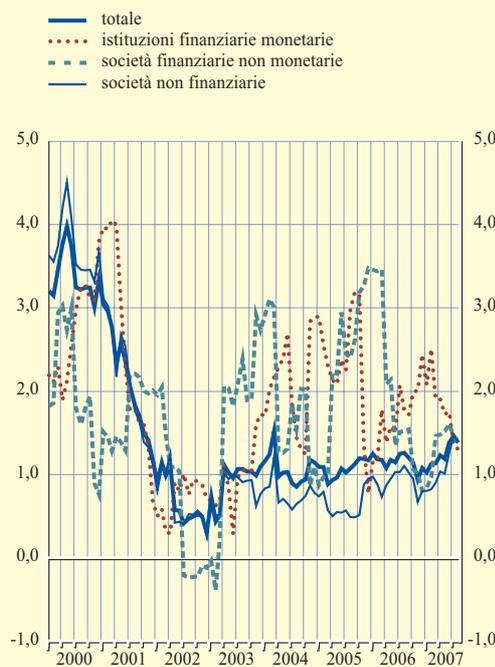
(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

Figura 8 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è lievemente diminuito in agosto, al 3,1 per cento dal 3,3 di luglio. Il calo è riconducibile a una moderata flessione del tasso di variazione dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni centrali, passato dal 3,3 per cento di luglio al 3,1 di agosto, mentre il tasso di crescita dell'emissione da parte del settore delle altre amministrazioni pubbliche è rimasto invariato al 2,6 per cento.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato all'1,4 per cento in agosto (cfr. tavola 3). Ciò riflette il fatto che si è avuta una variazione modesta dei tassi di crescita relativi all'emissione di azioni quotate da parte di IFM, istituzioni finanziarie non monetarie e società non finanziarie, collocatisi rispettivamente all'1,3, 1,4 e 1,4 per cento (cfr. figura 8).

Riquadro 3

IMPATTO DELLE TENSIONI NEI MERCATI DEL CREDITO SULL'ATTIVITÀ DI LBO

Nel biennio 2005-2006 le acquisizioni con indebitamento (*leveraged buyout*, LBO) di società dell'area dell'euro effettuate da operatori di *private equity* hanno toccato vette senza precedenti. Ciò ha contribuito ad alimentare il boom che, negli anni recenti, ha interessato più in generale l'attività di fusione e acquisizione, concorrendo alla forte progressione della crescita dei prestiti erogati a società non finanziarie nell'area dell'euro. Negli ultimi mesi, tuttavia, l'attività di LBO ha subito un considerevole rallentamento, di fronte alla rivalutazione dei rischi in atto e a causa delle tensioni nei mercati globali del credito. Queste tensioni hanno avuto fra l'altro ripercussioni sui mercati degli strumenti di cartolarizzazione e di finanza strutturata (come le *collateralized loan obligation*), che negli ultimi anni avevano favorito l'offerta di finanziamenti a basso costo per le transazioni di LBO, consentendo alle banche di smobilizzare agevolmente anche prestiti altamente rischiosi. Il presente riquadro esamina l'impatto esercitato dalle turbolenze nei mercati del credito sull'attività di LBO e i suoi potenziali effetti per la crescita dei prestiti delle IFM a favore delle imprese.

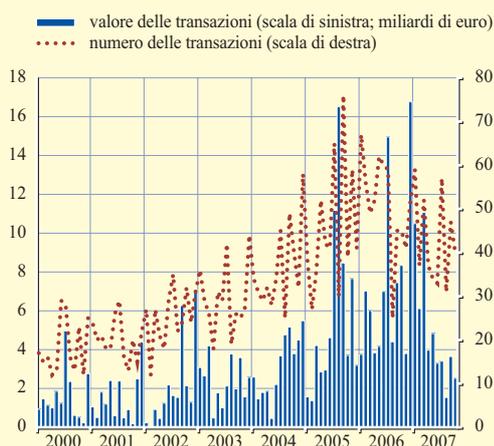
Andamento delle operazioni di acquisizione con indebitamento (LBO)

In base ai dati più recenti, negli ultimi tre mesi le operazioni di LBO basate nell'area dell'euro hanno subito un calo marcato in termini sia di valore sia di numero. Il loro valore medio mensile da fine giugno 2007 è in effetti risultato pari ad appena 2,9 miliardi di euro, contro i 6,6 miliardi dei due anni e mezzo precedenti (cfr. figura A). Anche il numero di transazioni è diminuito, toccando un livello prossimo a quello prevalente nel 2003, dopo due anni e mezzo di intensa attività.

La diminuzione dell'attività di LBO è probabilmente riconducibile a fattori dal lato sia dell'offerta sia della domanda. Da quest'ultimo lato, l'aumento degli *spread* osservato a partire da giugno 2007 potrebbe aver frenato la domanda di prestiti collegati a operazioni di LBO. Tale aumento ha interessato tutte le categorie di rating, colpendo tuttavia in particolar modo i mutuatari con minore merito di credito (quali le società altamente indebitate oggetto di acquisizione), i cui *spread* si sono significativamente ampliati rispetto ai livelli storicamente bassi dell'ultimo biennio. Fra fine giugno e il 7 novembre 2007 i differenziali delle obbligazioni ad alto rendimento dell'area dell'euro sono in effetti cresciuti di circa 160 punti base (rispetto ai 40 punti base scarsi di aumento registrati nello stesso periodo dagli *spread* sulle obbligazioni delle società non finanziarie con rating BBB).

Figura A Transazioni di LBO nell'area dell'euro

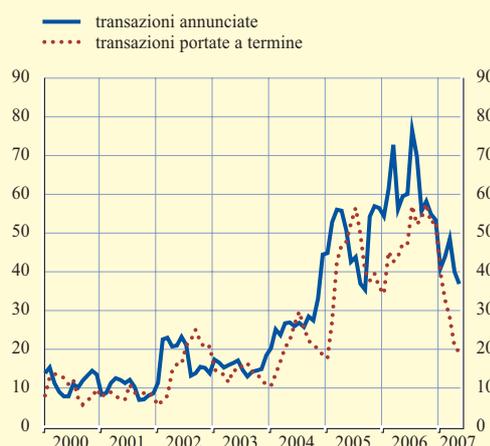
(dati mensili)



Fonte: Bureau van Dijk (Zephyr).

Figura B Transazioni di LBO annunciate e portate a termine nell'area dell'euro

(dati mensili; miliardi di euro; totali mobili di sei mesi)



Fonte: Bureau van Dijk (Zephyr).

È probabile che la contrazione dell'attività di LBO sia strettamente collegata anche al fatto che, a seguito delle recenti tensioni sui mercati del credito, le banche incontrino crescenti difficoltà a cedere nei mercati secondari i prestiti relativi ad operazioni di LBO che si sono già impegnate a finanziare nei mesi precedenti.

A titolo illustrativo, la figura B indica che, in base alla passata esperienza, le “operazioni perfezionate” dovrebbero toccare il punto di svolta superiore intorno a tre-quattro mesi dopo le “operazioni annunciate”. Ciò nonostante, nei mesi recenti il valore delle operazioni perfezionate si è considerevolmente ridotto, benché in precedenza nel corso del 2007 si fossero annunciate operazioni per un valore ingente. Il valore totale delle operazioni perfezionate nel semestre terminato nell'ottobre 2007 è stato pertanto pari a soli 19 miliardi di euro, contro i 40 miliardi registrati mediamente nel periodo a partire dall'inizio del 2005. Al contempo, il valore totale delle operazioni annunciate è stato pari a soli 37 miliardi di euro (a fronte di una media semestrale di 50 miliardi per il periodo da gennaio 2005).

L'impatto sul settore bancario

La flessione significativa nel valore delle operazioni di LBO perfezionate negli ultimi mesi potrebbe, in parte, essere dovuta alle crescenti difficoltà incontrate nel reperire finanziamenti, come indica il numero crescente di prestiti ad alto grado di leva annunciati ma non sottoscritti osservato nel corso del 2007 (cfr. figura C). La quota delle operazioni annunciate ma non sottoscritte sul totale delle operazioni annunciate (sottoscritte e non sottoscritte) ha così toccato quest'anno quasi il 60 per cento, contro una media del 15 per cento nei dieci anni precedenti. Ciò potrebbe indicare, fra l'altro, che i soggetti promotori abbiano rinunciato alle operazioni precedentemente annunciate alla luce dell'accresciuta incertezza nei mercati finanziari e della rivalutazione del rischio osservate negli ultimi mesi. Inoltre, è possibile che, di fronte alle sempre maggiori difficoltà incontrate nel rimuovere dai propri bilanci buona parte dei prestiti ad alto grado di leva, le banche dell'area dell'euro siano divenute meno propense a sottoscrivere di nuovi, poiché le emissioni nei mercati dei prestiti ad alto grado di leva hanno ristagnato, intensificando i preesistenti timori circa la capacità dei mercati di assorbire la grande quantità di emissioni programmate in connessione con operazioni di LBO.

Secondo l'indagine recentemente condotta dal Comitato per la vigilanza bancaria riguardo all'attività di LBO delle banche, queste ultime considererebbero il rischio di *warehousing* ("immagazzinaggio") o di *underwriting* ("sottoscrizione") come la principale fonte di rischio in questo comparto. La stessa indagine indicava fra l'altro che possono trascorrere generalmente fino a quattro mesi dalla stipula del contratto di prestito prima che le banche riescano a distribuire interamente la loro esposizione a fronte di prestiti ad alto grado di leva¹⁾. Ciò detto, si può notare che, in base ai dati sulle singole operazioni forniti da Dealogic Loanware, nel periodo da gennaio a settembre 2007 le banche dell'area dell'euro si sono impegnate a fornire circa 84 miliardi di euro di finanziamenti per operazioni di LBO. Alla luce degli ultimi andamenti nei mercati del credito, esse potrebbero essere state costrette a mantenere in bilancio tali prestiti più a lungo del previsto.

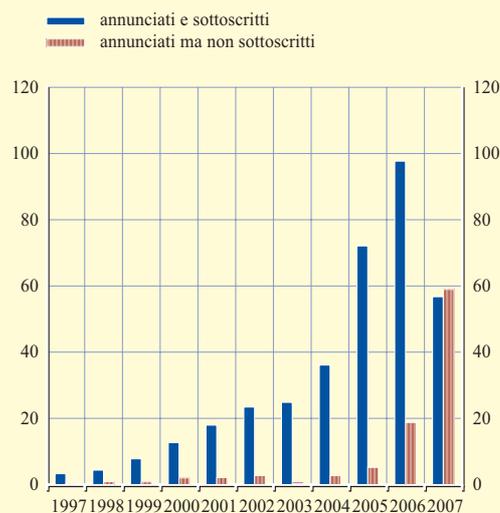
La quantità considerevole di prestiti ad alto grado di leva non cedibili o cedibili soltanto a un tasso scontato, unitamente all'aumento del rischio di insolvenza delle società fortemente indebitate, potrebbe esercitare pressioni al ribasso sugli utili e sugli indici patrimoniali delle banche attive nel finanziamento delle LBO, che presentano quindi esposizioni al mercato dei prestiti ad alto grado di leva. In effetti, date le dimensioni delle esposizioni in parola, le banche che non riescono a disfarsi di tali prestiti potrebbero essere temporaneamente vincolate dai requisiti patrimoniali, e ritrovarsi di conseguenza nella necessità di ridurre l'attività di fido. In base all'Indagine sul credito bancario di ottobre 2007 condotta dall'Eurosistema, è aumentata la probabilità che i prestiti collegati a operazioni ingenti di fusione e acquisizione risentano di un inasprimento dei criteri di concessione del credito nell'ultimo trimestre dell'anno²⁾.

È assai verosimile che l'impennata delle LBO e di altre operazioni collegate a fusioni e acquisizioni negli ultimi tre anni abbia contribuito alla forte crescita registrata dal credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro. Pertanto, è lecito attendersi che una loro riduzione, parallelamente all'impatto di condizioni di finanziamento generalmente più restrittive, concorra a moderare nei prossimi mesi la crescita dei prestiti erogati dalle IFM dell'area dell'euro alle società non finanziarie. Tuttavia, l'eventualità che molte banche dell'area dell'euro debbano mantenere per un periodo più lungo del previsto i prestiti ad alto grado di leva già concordati, non essendo al momento in grado di "re-intermediare" quei prestiti, potrebbe avere prodotto negli ultimi mesi alcune spinte al rialzo sui volumi dei prestiti delle IFM, in aggiunta agli effetti esercitati dalla domanda di credito da parte delle imprese (cfr. anche la Sezione 2.1).

- 1) Cfr. anche l'articolo "I leveraged buyout e la stabilità finanziaria" nel numero di agosto 2007 di questo Bollettino.
- 2) Cfr. il riquadro "Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro" nel numero di ottobre 2007 di questo Bollettino.

Figura C Contratti di prestito a leva finanziaria nell'area dell'euro

(dati mensili; miliardi di euro)



Fonte: Dealogic Loanware.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In ottobre e nella prima parte di novembre il differenziale fra i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi con e senza garanzia per le scadenze oltre il brevissimo termine si è mantenuto insolitamente elevato, pur riducendosi progressivamente nel corso del periodo. Al contempo, la pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario è leggermente aumentata e il differenziale fra tassi sui depositi non garantiti a dodici e a un mese si è portato poco al di sopra dei 40 punti base.

In ottobre e nella prima parte di novembre il differenziale fra i tassi interbancari sui depositi con e senza garanzia per le scadenze oltre il brevissimo termine è rimasto elevato, riflettendo il protrarsi delle tensioni in tale segmento del mercato monetario. Il differenziale fra i tassi sui depositi privi di garanzia (Euribor) e quelli sui depositi garantiti (quali i tassi ricavati dall'Eonia Swap Index o dall'Eurepo, l'indice per i contratti pronti contro termine del settore privato), che era aumentato significativamente nel periodo di turbolenza dei mercati, è rimasto su livelli elevati per tutto il mese di ottobre. Dopo avere raggiunto i 74 punti base il 2 ottobre, il differenziale fra l'Euribor a tre mesi e il corrispondente Eurepo è calato, in particolare nella prima metà del mese, portandosi a 53 punti base l'8 novembre.

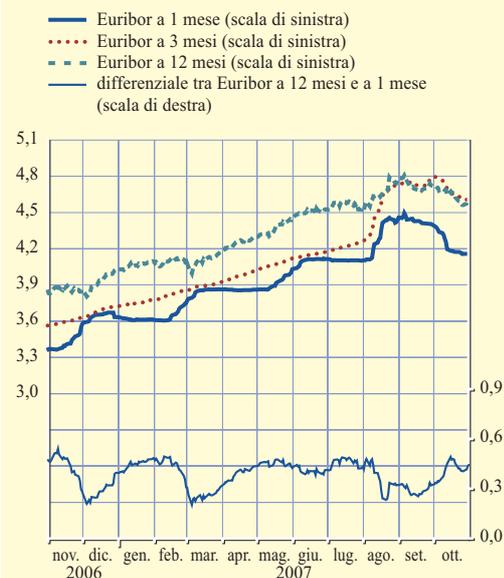
L'Euribor a tre mesi è diminuito di 21 punti base, portandosi dal 4,80 per cento del 2 ottobre al 4,59 per cento il 7 novembre. I tassi Euribor a uno, sei e dodici mesi hanno mostrato un andamento simile, collocandosi rispettivamente al 4,14, 4,60 e 4,60 per cento l'8 novembre. Nel periodo in esame la pendenza della curva dei rendimenti Euribor è leggermente aumentata, con un incremento del differenziale fra il tasso a dodici mesi e quello a un mese da un livello di appena 33 punti base all'inizio di ottobre a 45 punti base l'8 novembre (cfr. figura 9).

Il 7 novembre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2007, marzo e giugno 2008 si situavano rispettivamente al 4,56, 4,39 e 4,31 per cento. Rispetto ai livelli osservati all'inizio di ottobre, si sono registrati una riduzione di 4 punti base per il contratto con scadenza a dicembre 2007 e aumenti di 4 e 5 punti base rispettivamente per i contratti con scadenza a marzo e giugno 2008.

Il 4 ottobre il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE, lasciando al 4,00 per cento il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. In considerazione delle condizioni di liquidità previste dalla BCE per la fine del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria, il 9 ottobre, ultimo giorno del periodo, è stata effettuata un'operazione di regolazione puntuale con la quale la BCE ha assorbito dal mercato 24,5 miliardi di euro. L'Eonia si è portato al

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

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



Fonti: BCE e Reuters.

3,945 per cento (cfr. figura 10). Nei primi giorni del periodo di mantenimento successivo, con termine il 13 novembre, l'Eonia è diminuito, collocandosi l'11 ottobre al 3,818 per cento. Il giorno seguente la BCE ha effettuato un'altra operazione di regolazione puntuale della durata di cinque giorni, con cui sono stati assorbiti 30 miliardi di euro. A partire dal 15 ottobre l'Eonia è tornato su valori prossimi al 4 per cento, in linea con la norma.

Al fine di assecondare la domanda delle controparti di adempiere agli obblighi di riserva nella fase iniziale del periodo di mantenimento, la BCE ha intensificato la politica di aggiudicare un volume di liquidità superiore a quello di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali, continuando a perseguire il raggiungimento di condizioni di liquidità equilibrate alla fine del periodo. Di conseguenza, nelle operazioni di rifinanziamento principali settimanali dell'Eurosistema condotte il 9, 16, 23 e 30 ottobre la BCE ha aggiudicato rispettivamente 40, 18, 14,5 e 9,5 miliardi di euro aggiuntivi rispetto ai corrispondenti volumi di riferimento. I rispettivi tassi marginali sono stati del 4,12, 4,11, 4,11 e 4,14 per cento. Nell'ultima asta del 6 novembre il volume assegnato dalla BCE è stato superiore di 3,5 miliardi a quello di riferimento, mentre il relativo tasso marginale è risultato pari al 4,14 per cento. Al termine della prima settimana del periodo di mantenimento corrente l'Eonia risultava essersi sostanzialmente stabilizzato, ad eccezione del 31 ottobre quando, a causa degli effetti di fine mese, è salito al 4,131 per cento.

Nell'operazione ordinaria di rifinanziamento a più lungo termine del 31 ottobre (condotta secondo la normale procedura ORLT e con un importo di aggiudicazione fisso di 50 miliardi di euro) i tassi marginale e medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 4,45 e al 4,53 per cento. Il tasso marginale è risultato inferiore di 15 punti base all'Euribor a tre mesi prevalente alla stessa data.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

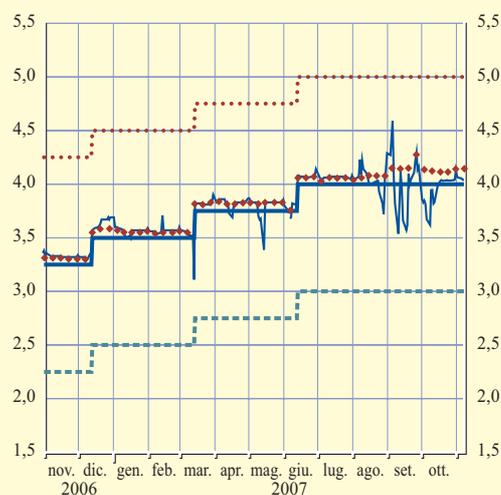
In ottobre e agli inizi di novembre i rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono diminuiti. Il recente andamento rendimenti dei titoli di Stato sembra essere stato determinato principalmente dal minore ottimismo degli operatori riguardo alle prospettive per l'attività economica. Le aspettative di inflazione e i relativi premi per il rischio, misurati dai tassi di inflazione di pareggio a lungo termine, sono aumentati leggermente nell'area dell'euro, restando pertanto su livelli piuttosto elevati.

In ottobre e agli inizi di novembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti su entrambe le sponde dell'Atlantico. Questo andamento è in larga misura associabile con la riduzione-

Figura 10 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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

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

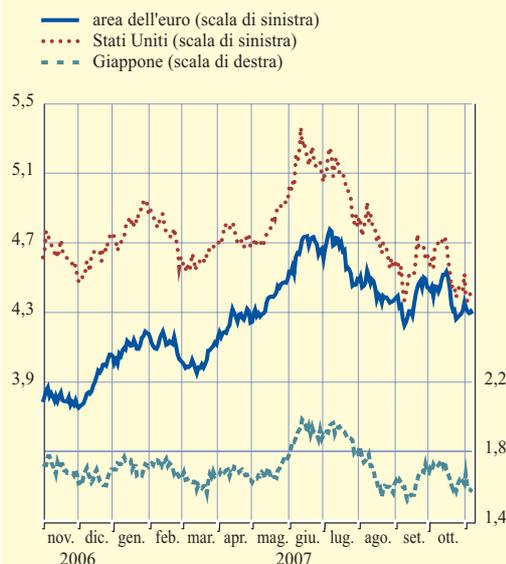


Fonti: BCE e Reuters.

ne dei rendimenti obbligazionari in termini reali, dovuta alla revisione al ribasso delle prospettive per l'attività economica da parte degli operatori di mercato. Nel complesso, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro sono diminuiti di 15 punti base fra la fine di settembre e il 7 novembre 2007, collocandosi a quest'ultima data al 4,3 per cento (cfr. figura 11). Nello stesso periodo i rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti si sono ridotti di 25 punti base portandosi il 7 novembre al 4,4 per cento. Di conseguenza, nel periodo in esame il differenziale di rendimento fra i titoli obbligazionari a lungo termine delle due regioni si è ridotto di circa 10 punti base. In Giappone il rendimento dei titoli di Stato decennali ha segnato una flessione di 10 punti base rispetto al livello di fine settembre, collocandosi il 7 novembre all'1,6 per cento. L'incertezza degli operatori circa gli andamenti a breve termine nei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita ricavata dal prezzo delle opzioni, si è ridotta fino a metà ottobre sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti ed è in seguito ritornata su valori prossimi a quelli di fine settembre.

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



Fonti: Bloomberg e Reuters.

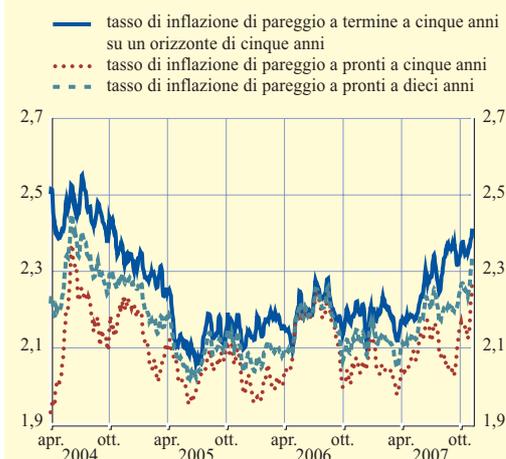
Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a 10 anni o alla scadenza disponibile più vicina a 10 anni.

Negli Stati Uniti il calo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine è riconducibile a quello dei rendimenti in termini reali che si sono ridotti in misura persino maggiore di quelli nominali. Questo calo riflette principalmente il deterioramento delle prospettive di crescita del paese percepito dagli operatori che sarebbe collegato agli effetti economici avversi prodotti dal rincaro del petrolio, dal peggioramento delle condizioni nel settore degli immobili residenziali e dall'incertezza riguardo alle ripercussioni delle turbolenze nel mercato finanziario causate dalla crisi dei mutui *subprime*. Nel periodo in esame anche le revisioni al ribasso delle aspettative relative ai tassi di interesse sugli orizzonti medio-lunghi hanno contribuito al calo dei rendimenti obbligazionari. In linea con le attese del mercato, il 31 ottobre il FOMC ha deciso di ridurre l'obiettivo per il tasso sui *federal funds* di 25 punti base. Al contempo, non si può escludere che nello stesso periodo la maggiore domanda da parte degli investitori di titoli di qualità elevata, quali quelli di Stato, abbia spinto verso il basso i premi al rischio incorporati nei rendimenti obbligazionari a lungo termine. Le aspettative di inflazione degli operatori di mercato e i relativi premi al rischio, misurati dai tassi di inflazione di pareggio, sono aumentati negli Stati Uniti, specie sugli orizzonti più brevi. Ciò può essere dovuto ai nuovi massimi toccati dai prezzi del petrolio e all'ulteriore deprezzamento del dollaro USA, di norma associati a maggiori spinte inflazionistiche a breve termine.

Nell'area dell'euro i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine hanno generalmente seguito gli andamenti dei mercati internazionali, e in particolare di quello statunitense, diminuendo in ottobre e agli inizi di novembre. La riduzione dei tassi di interesse nominali a lungo termine nell'area si è inoltre accompagnata a una diminuzione dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate a lungo termine. Ciò conferma l'opinione secondo cui gli operatori avrebbero rivisto leggermente al ribasso le aspettative per l'attività economica anche nell'area dell'euro, pur se in misura minore che negli Stati Uniti.

Figura 12 Inflazione di pareggio, a pronti e a termine, ricavata da rendimenti zero coupon nell'area dell'euro

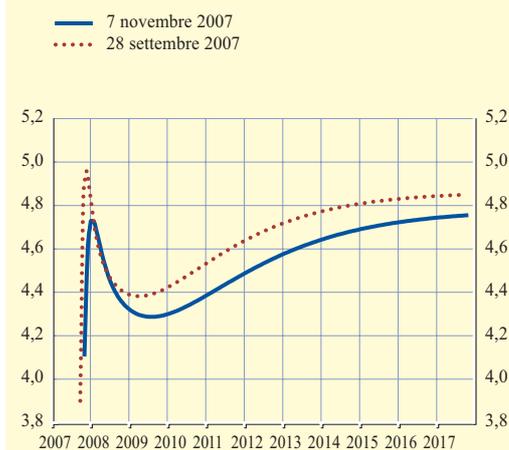
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 13 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.

Nel periodo in rassegna i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine su tutti gli orizzonti sono in una certa misura ulteriormente aumentati dai livelli già relativamente elevati dei mesi precedenti. In un contesto caratterizzato dal recente incremento dell'inflazione armonizzata al consumo nell'area dell'euro e dai nuovi massimi dei corsi petroliferi, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale (che misura le attese di inflazione a lungo termine e i connessi premi al rischio) è salito dal 2,3 per cento di fine settembre al 2,4 per cento il 7 novembre (cfr. figura 12). Nel periodo in esame l'aumento del tasso di inflazione di pareggio a pronti relativo allo stesso orizzonte quinquennale è stato leggermente superiore.

Tra la fine di settembre e gli inizi di novembre nell'area dell'euro la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti è stata interessata da uno spostamento verso il basso sulle scadenze medio-lunghe (cfr. figura 13). Per gli orizzonti più lunghi, tale spostamento rifletterebbe in larga misura un calo dei premi al rischio collegato con una riallocazione dei capitali verso i titoli di Stato a lungo termine ritenuti più sicuri.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In agosto la maggior parte dei tassi di interesse delle IFM ha continuato ad aumentare. I tassi sui prestiti sono cresciuti più vigorosamente di quelli sui depositi e, nel complesso, la trasmissione dai tassi di interesse del mercato monetario è rimasta in linea con l'esperienza storica.

In agosto i tassi di interesse a breve termine delle IFM su depositi e prestiti sono aumentati (cfr. tavola 4 e figura 14). L'incremento più significativo si è osservato nel caso dei tassi sui prestiti

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

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

							Variazione in punti base fino a agosto 2007 ²⁾		
	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 lug.	2007 ago.	2007 gen.	2007 apr.	2007 lug.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,87	3,27	3,51	3,77	3,85	3,93	60	34	8
con durata prestabilita oltre due anni	2,68	2,84	2,71	2,73	3,02	3,03	12	19	1
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,26	2,37	2,38	2,41	2,44	2,52	17	10	8
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,68	2,86	3,14	3,31	3,39	3,45	48	25	6
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie	1,36	1,53	1,72	1,79	1,82	1,87	27	12	5
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,98	3,47	3,67	3,93	4,01	4,08	59	34	7
con durata prestabilita oltre due anni	3,70	4,03	3,61	4,09	4,38	4,18	10	30	-20
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	7,79	7,60	7,69	8,09	8,07	8,47	73	63	40
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,31	4,55	4,78	4,99	5,06	5,16	51	33	10
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,63	4,55	4,69	4,89	5,02	5,08	50	36	6
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,69	5,80	6,06	6,18	6,31	6,43	53	31	12
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,74	5,08	5,29	5,53	5,59	5,74	58	37	15
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,59	4,67	4,83	5,00	5,09	5,15	50	29	6
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,03	4,50	4,67	4,90	4,92	5,00	54	30	8
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,48	4,63	4,86	5,17	5,18	5,30	59	42	12
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	3,34	3,68	3,89	4,15	4,22	4,54	79	56	32
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	3,62	3,79	3,94	4,45	4,48	4,19	25	8	-29
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,70	3,83	3,95	4,57	4,55	4,27	25	12	-28

Fonte: BCE.

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

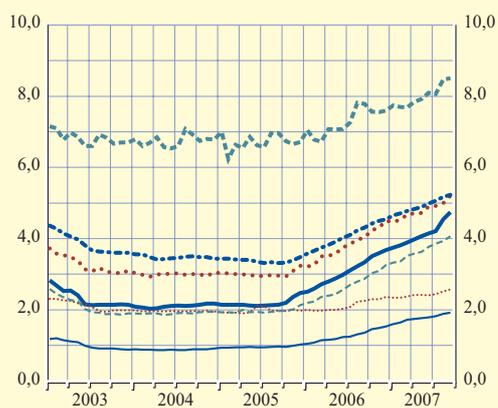
2) Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

erogati alle famiglie a fini di consumo, che fra luglio e agosto sono saliti di 40 punti base, compensando così il calo del mese precedente. I tassi di interesse sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono aumentati di 10 punti base nel caso dei mutui a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale fino a un anno e di 6 punti base per i mutui con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso fra cinque e dieci anni. Allo stesso tempo, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale fino a un anno sono saliti di 15 punti base nel caso dei prestiti di importo fino al milione di euro e di 8 punti base per quelli di ammontare maggiore. Inoltre, i tassi bancari sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie con durata prestabilita fino a un anno sono cresciuti di 8 punti base circa. Dati più recenti indicano che la tendenza al rialzo dei tassi di interesse a breve termine osservata ultimamente è proseguita in settembre, quando i tassi sui prestiti alle società non finanziarie hanno segnato gli incrementi maggiori, facendo seguito, seppur solo in parte, all'aumento dei tassi del mercato monetario.

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

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi ponderati¹⁾)

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



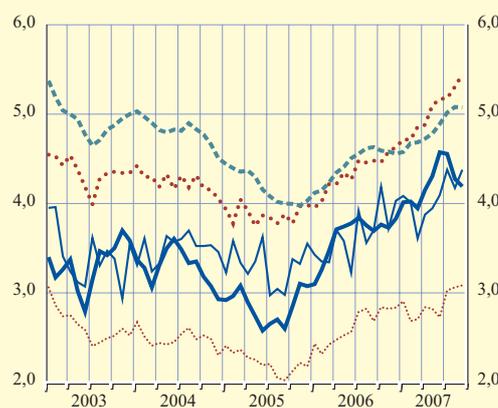
Fonte: BCE.

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

Figura 15 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi ponderati¹⁾)

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



Fonte: BCE.

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

In una retrospettiva di più lungo periodo, la velocità di trasmissione delle variazioni dei tassi di interesse di mercato a quelli bancari è aumentata negli ultimi mesi, dopo che per un certo periodo gli andamenti dei tassi bancari avevano riflesso con ritardo quelli dei tassi di mercato. Fra settembre 2005 e agosto 2007 il tasso a tre mesi del mercato monetario è aumentato di 240 punti base. Nello stesso periodo, i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui depositi delle famiglie sono saliti di 197 punti base, quelli sui prestiti fino a un milione di euro alle società non finanziarie sono cresciuti di 193 punti base, quelli sui mutui per l'acquisto di abitazioni di 185 punti base e quelli sui prestiti al consumo di appena 150 punti base.

In agosto i tassi di interesse a lungo termine delle IFM sui depositi con scadenza superiore ai due anni sono rimasti sostanzialmente invariati per le famiglie e hanno subito un calo di 20 punti base per le società non finanziarie (cfr. tavola 4 e figura 15), mentre i rendimenti dei titoli di Stato a due anni sono diminuiti di 29 punti base. Nello stesso periodo i tassi di interesse a lungo termine delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti alle società non finanziarie di importo fino a un milione di euro sono aumentati di 6 punti base, mentre i tassi a lungo termine sui prestiti alle società non finanziarie di importo superiore al milione sono cresciuti di 12 punti base.

(cfr. figura 15). A titolo di confronto, il rendimento di un titolo di Stato comparabile è calato di 28 punti base. In settembre i tassi a lungo termine sui prestiti alle società non finanziarie sono saliti ulteriormente, mentre quelli sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti stabili.

Nel complesso, la trasmissione dai tassi di mercato a quelli del credito bancario continua a essere sostanzialmente in linea con la dinamica storica. L'aumento di agosto dei tassi sui prestiti alle società non finanziarie è inoltre coerente con un aumento del rischio di credito percepito dagli operatori di mercato, come mostra l'incremento degli *spread* sui *credit default swap* e sulle obbligazioni societarie, nonché quello dei tassi *swap*, osservati in concomitanza con le recenti turbolenze sul mercato del credito. Al contempo, guardando al periodo fino ad agosto, le banche non sembrano aver trasmesso ai tassi praticati una percentuale significativa dell'aumento dei costi di raccolta risultante dalle tensioni presenti nei mercati monetari a breve termine e in altri segmenti del mercato finanziario.

In una prospettiva di più lungo termine, nel periodo dal settembre 2005 i tassi a lungo termine delle IFM hanno continuato ad aggiustarsi con ritardo agli aumenti di quelli di mercato, in linea con gli andamenti storici. Fra settembre 2005 e luglio 2007 i rendimenti dei titoli di Stato a due e a cinque anni dell'area dell'euro sono saliti rispettivamente di 200 e di 167 punti base, mentre l'incremento dei tassi sui depositi a lungo termine delle famiglie è stato di soli 100 punti base. Per quanto riguarda i tassi sui prestiti delle IFM, quelli sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale compreso fra cinque e dieci anni sono aumentati di soli 108 punti base. Quanto ai prestiti alle società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso di oltre cinque anni, i tassi di interesse delle IFM sono aumentati in misura compresa fra 109 e 142 punti base a seconda delle dimensioni del prestito. Tra i fattori che spiegano il livello tuttora contenuto dei margini bancari figurano probabilmente la sempre maggiore concorrenza fra banche e operatori non bancari e l'allentamento dei criteri per la concessione del credito che si è osservato fino al secondo trimestre del 2007.

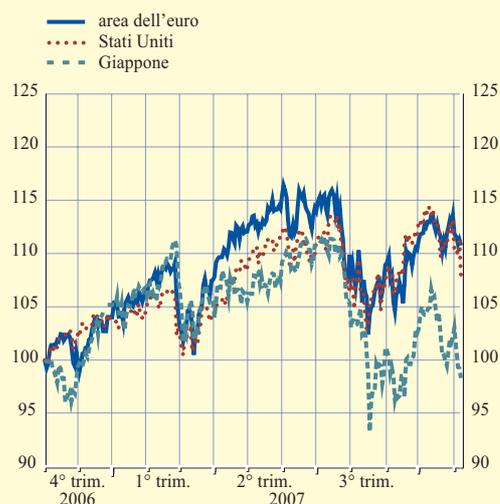
2.6 MERCATI AZIONARI

Al 7 novembre le quotazioni azionarie nei principali mercati si collocavano, malgrado la significativa volatilità, su livelli simili a quelli di fine settembre. I potenziali effetti avversi – diretti e indiretti – sugli utili societari provenienti dalle turbolenze che hanno colpito i mercati finanziari durante l'estate hanno esercitato pressioni al ribasso sui corsi azionari mondiali, i quali hanno tuttavia beneficiato del calo dei tassi di interesse a lungo termine. La volatilità implicita dei mercati azionari si collocava in novembre su livelli simili a quelli di fine settembre, e quindi ancora elevati.

In ottobre gli indici azionari generali dell'area dell'euro e degli Stati Uniti si sono ulteriormente stabilizzati, dopo le ingenti correzioni dei mesi estivi (cfr. figura 16). Rimanevano tuttavia timori circa gli effetti avversi diretti e indiretti per gli utili societari provenienti dalle turbolenze nei mercati finanziari e dalle tensioni sul mercato dei mutui *subprime* statunitensi che ne erano all'origine. Il calo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, utilizzati come fattore di sconto per gli utili futuri, ha fornito sostegno alle quotazioni azionarie. Nel complesso, i corsi azionari nell'area dell'euro, misurati dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono rimasti pressoché invariati fra fine settembre e il 7 novembre. Le quotazioni statunitensi e quelle giapponesi, misurate dagli indici Standard & Poor's 500 e Nikkei 225, sono invece calate nello stesso periodo del 3 e del 4 per cento rispettivamente. La volatilità implicita del mercato azionario, che rappresenta una misura dell'incertezza degli operatori riguardo all'evoluzione di questo mercato, è calata agli inizi di ottobre nei principali mercati, per poi tuttavia tornare a salire e concludere il periodo in esame su livelli prossimi a quelli di fine settembre (cfr. figura 17).

Figura 16 Indici dei corsi azionari

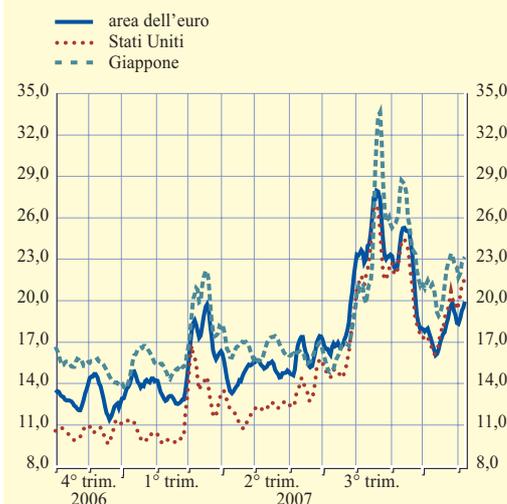
(indice: 1° novembre 2006 = 100; dati giornalieri)



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

Figura 17 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.

I corsi azionari negli Stati Uniti si sono ulteriormente stabilizzati in ottobre. Sebbene, rispetto a settembre, in ottobre i tassi di crescita sull'anno precedente degli utili attesi per le società comprese nell'indice Standard & Poor's 500 siano aumentati lievemente, rimanendo pertanto su livelli considerevoli in una prospettiva storica, il corrispondente tasso di crescita degli utili effettivi per azione è calato su valori a una sola cifra per la prima volta dall'estate 2003. È inoltre aumentato in ottobre il numero di società e di analisti professionisti del mercato azionario che hanno riveduto al ribasso le proprie stime sugli utili, sia per i dodici mesi a venire sia per l'orizzonte da tre a cinque anni. Hanno agito nella direzione opposta, sospingendo verso l'alto le quotazioni azionarie, il calo dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti e le mutevoli aspettative riguardo all'evoluzione futura dei tassi di interesse ufficiali.

I corsi azionari dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in esame. Benché in ottobre la crescita degli utili effettivi e attesi delle società dell'area sia rimasta vigorosa, il sentimento di mercato in proposito sembra essersi lievemente deteriorato. La crescita sull'anno precedente degli utili effettivi per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx è risultata pari al 17 per cento in ottobre, in leggero rialzo rispetto al mese precedente, mentre le aspettative degli analisti in materia si orientavano verso una crescita del 9 per cento nei dodici mesi successivi e dell'8 per cento nei tre-cinque anni seguenti, rimanendo sostanzialmente invariate rispetto a settembre. Al contempo, le stime sugli utili nei dodici mesi a venire, formulate dalle società incluse nell'indice e dagli analisti di mercato, sono state, nel complesso, corrette significativamente al ribasso in ottobre. Un tale andamento era stato osservato per l'ultima volta agli inizi del 2005. Fra i fattori che hanno impresso slancio ai corsi azionari nell'area dell'euro figura la riduzione del tasso privo di rischio incorporato nel fattore di sconto per gli utili societari futuri, dovuta al calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine.

3 PREZZI E COSTI

Si stima che in ottobre l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo abbia registrato un brusco aumento al 2,6 per cento, dal 2,1 e 1,7 in settembre e agosto rispettivamente. L'andamento di breve periodo dell'inflazione armonizzata continua a risentire principalmente della recente dinamica dei prezzi di alimentari trasformati e beni energetici, rafforzando gli effetti al rialzo sul tasso di inflazione derivanti dalla marcata flessione dei corsi petroliferi osservata un anno fa. Per contro, le altre componenti dell'indice mostrano andamenti più moderati, nonostante l'alto grado di utilizzo della capacità produttiva e il protrarsi di forti spinte inflazionistiche lungo la catena produttiva. Nei prossimi mesi i rincari petroliferi e la perdurante accelerazione dei prezzi mondiali dei beni alimentari dovrebbero sospingere ulteriormente l'inflazione. All'inizio del 2008 il tasso di inflazione armonizzata dovrebbe rimanere elevato, per poi tornare su livelli moderati. I dati hanno pienamente confermato che le prospettive di inflazione sono soggette a rischi verso l'alto, connessi alla possibilità che i prezzi di petrolio e materie prime agricole rimangano elevati, nonché ad aumenti imprevisti di prezzi amministrati e imposte indirette. Inoltre, tenendo conto dell'esistenza di vincoli di capacità, dello slancio della crescita del PIL osservato negli ultimi trimestri e dei segnali positivi provenienti dai mercati del lavoro, la dinamica salariale potrebbe risultare più vivace rispetto alle attese correnti e il maggior potere delle imprese nel determinare i prezzi potrebbe manifestarsi in segmenti di mercato a bassa concorrenza.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER OTTOBRE 2007

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in ottobre l'inflazione armonizzata ha raggiunto il 2,6 per cento (cfr. tavola 5), il valore più elevato da due anni. I dati disaggregati per le componenti dell'indice saranno disponibili a metà novembre. Tuttavia, le informazioni disponibili suggeriscono che le componenti principali all'origine dell'incremento dell'inflazione complessiva sarebbero quelle dei beni energetici e degli alimentari trasformati. L'ulteriore contributo dell'energia è dovuto principalmente all'effetto sull'inflazione del calo dei prezzi dei beni energetici nello stesso mese dello scorso anno (ovvero, un effetto base), mentre i recenti rincari del greggio sarebbero stati in parte compensati dall'appezzamento del tasso di cambio.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2005	2006	2007 mag.	2007 giu.	2007 lug.	2007 ago.	2007 set.	2007 ott.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,2	2,2	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6
Beni energetici	10,1	7,7	0,3	0,9	0,0	-0,9	3,0	.
Alimentari non trasformati	0,8	2,8	3,1	3,0	2,8	2,4	2,1	.
Alimentari trasformati	2,0	2,1	1,9	2,0	1,9	2,5	3,1	.
Beni industriali non energetici	0,3	0,6	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	.
Servizi	2,3	2,0	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	4,1	5,1	2,4	2,3	1,8	1,8	2,7	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	52,9	50,3	52,6	55,2	52,4	55,2	57,7
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,4	24,8	11,9	14,2	7,8	5,4	6,9	3,5

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

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

INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A SETTEMBRE 2007

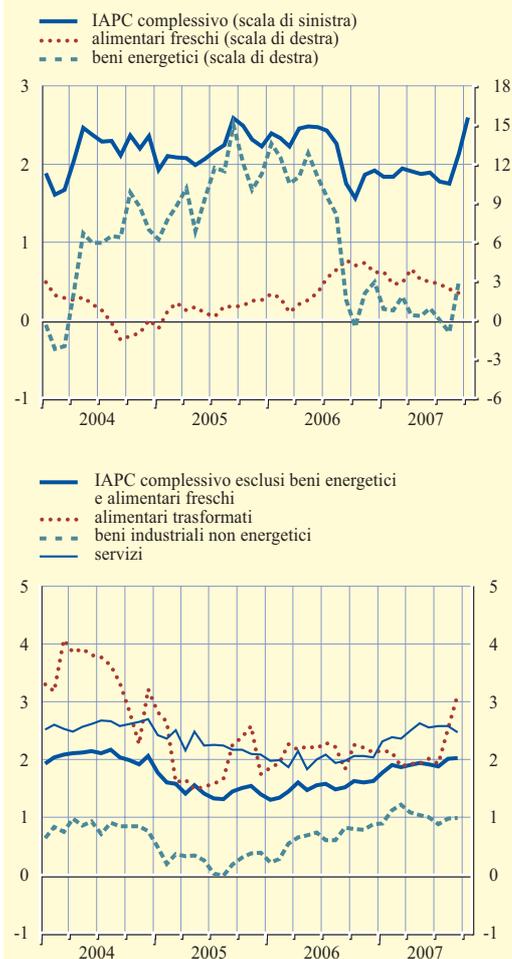
Prima di ottobre, nell'area dell'euro l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo era già aumentata in misura considerevole al 2,1 per cento in settembre, dall'1,7 di agosto (cfr. figura 18). Questa accelerazione dei prezzi, che ha portato il tasso di inflazione al di sopra del 2 per cento per la prima volta dall'agosto 2006, era stata ampiamente anticipata.

In settembre la dinamica di breve periodo dell'inflazione armonizzata ha risentito principalmente dell'andamento della componente energetica. Un consistente effetto base derivante dalla dinamica dei prezzi dei beni energetici e l'impatto dei recenti rincari petroliferi hanno determinato una forte accelerazione dei prezzi dell'energia (al 3,0 per cento). Per contro, la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è calata dal 2,4 al 2,1 per cento tra agosto e settembre, essenzialmente per effetto della dinamica dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli.

In settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici è rimasto invariato al 2,0 per cento. Nello stesso mese la dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati è aumentata marcatamente al 3,1 per cento per il secondo mese consecutivo, in un contesto caratterizzato dai forti rincari dei prodotti caseari e cereali in numerosi paesi, connessi alle attuali pressioni mondiali sui prezzi delle materie prime agricole. Per contro, in settembre le dinamiche delle altre due componenti dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici sono risultate più contenute. L'incremento sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici è rimasto invariato all'1,0 per cento. Nonostante la presenza di spinte inflazioniste lungo la catena produttiva, attestate dalla recente dinamica dei prezzi alla produzione nell'industria, e il grado di utilizzo della capacità produttiva a un livello storicamente elevato nel settore manifatturiero, l'incremento della componente dei beni industriali non energetici è rimasto moderato negli ultimi mesi. Questo effetto potrebbe essere riconducibile al calo dell'inflazione all'importazione dei beni di consumo, molto probabilmente in seguito all'apprezzamento del tasso di cambio. In settembre l'inflazione nei servizi è lievemente calata al 2,5 per cento, dal 2,6 nei quattro mesi precedenti, riflettendo il minore contributo delle componenti telecomunicazioni e sistemazioni alberghiere. Tuttavia, l'inflazione nel settore rimane relativamente elevata, probabilmente perché le imprese di servizi sono riuscite a trasferire più agevolmente i rincari ai clienti.

Figura 18 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

L'andamento dei prezzi degli alimentari avrebbe contribuito in maniera significativa all'incremento delle percezioni e delle attese di inflazione tra i consumatori, come risulta dagli indicatori qualitativi desunti dall'indagine della Commissione Europea presso i consumatori (cfr. riquadro 4).

Riquadro 4

ANDAMENTI RECENTI DELLE PERCEZIONI E DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE DEI CONSUMATORI NELL'AREA DELL'EURO

Le misure d'inflazione desunte dalle indagini sulle percezioni e sulle aspettative di inflazione dei consumatori nell'area dell'euro sono aumentate nettamente negli ultimi mesi. Questo riquadro esamina tali andamenti, considera le determinanti all'origine degli aumenti e delinea le possibili implicazioni.

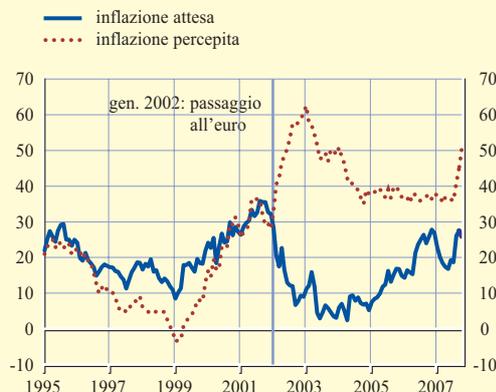
Indagine della Commissione europea presso i consumatori

La Commissione europea raccoglie mensilmente le opinioni dei consumatori sugli andamenti dell'inflazione nell'area dell'euro nell'ambito della propria indagine presso i consumatori. Le risposte di tale indagine hanno carattere qualitativo e una misura aggregata delle opinioni dei consumatori è sintetizzata sotto forma di "saldo percentuale", frutto della ponderazione della frequenza delle risposte nelle diverse categorie¹⁾. In base a tali misure, le percezioni qualitative dei consumatori sull'inflazione nei precedenti dodici mesi sono aumentate significativamente negli ultimi mesi, raggiungendo livelli che non si registravano dal gennaio 2004 (cfr. figura A). In agosto e settembre anche le aspettative qualitative dei consumatori sugli andamenti dell'inflazione nei dodici mesi successivi hanno subito un marcato incremento. In ottobre esse sono diminuite rispetto alla rilevazione di settembre, ma sono rimaste sui valori elevati di fine 2006. Va osservato che aumenti bruschi e simultanei sia delle percezioni sia delle aspettative di inflazione non si erano mai registrati dalla sostituzione del contante in euro nel gennaio 2002, da allora le due serie avevano evidenziato una correlazione negativa.

Per definizione, i saldi percentuali forniscono solo informazioni qualitative sul cambiamento di direzione delle percezioni e delle aspettative di inflazione dei consumatori, non danno alcuna indicazione sull'entità dei tassi d'inflazione percepiti e attesi. Dato che tali saldi sono differenti per natura dall'inflazione misurata sullo IAPC, un confronto diretto tra questi due indicatori non

Figura A Misure qualitative dell'inflazione percepita e attesa dai consumatori dell'area dell'euro

(saldi percentuali; dati destagionalizzati)



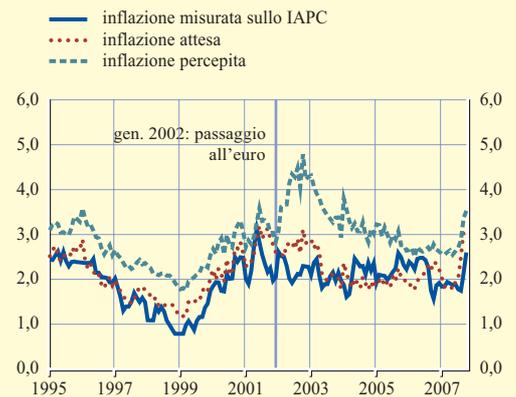
Fonte: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

1) Per una trattazione dei dati relativi ai prezzi contenuti nelle indagini presso i consumatori dell'area dell'euro, cfr. il riquadro *L'inflazione percepita dai consumatori si discosta ancora dalle statistiche ufficiali?* nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino. Si veda anche l'articolo *Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro* nel numero di maggio 2007 di questo Bollettino.

è possibile. Tuttavia, le risposte qualitative dell'indagine della Commissione europea presso i consumatori possono essere tradotte in stime quantitative dei tassi d'inflazione percepiti e attesi, che sono direttamente confrontabili con lo IAPC. A tal fine sono stati proposti vari approcci²⁾. A titolo illustrativo, questo riquadro utilizza una metodologia basata sull'approccio probabilistico³⁾. Tale metodologia è esposta a una serie di limiti. In particolare, gli indicatori quantificati possono dipendere dalle ipotesi tecniche sottostanti. Inoltre, è impensabile che il partecipante medio dell'indagine possa raccogliere ed elaborare la stessa quantità d'informazioni incorporata nello IAPC. Infine, benché agli interpellati venga richiesto specificamente di valutare gli andamenti dei "prezzi al consumo", non è fatto alcun riferimento esplicito ad uno specifico indice dei prezzi.

Figura B Misure quantitative dell'inflazione misurata sullo IAPC percepita e attesa dai consumatori dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: il dato sull'inflazione misurata sullo IAPC in ottobre 2007 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Storicamente, vi è stata una correlazione stretta e abbastanza diretta tra l'evoluzione delle percezioni e delle aspettative di inflazione quantificate dall'indagine della Commissione europea presso i consumatori e gli andamenti dello IAPC effettivo nell'area dell'euro (cfr. figura B). Un'eccezione, tuttavia, è rappresentata dal periodo della sostituzione del contante in euro, durante il quale le percezioni e le attese di inflazione dei consumatori si sono discostate dallo IAPC. Più di recente, l'inflazione misurata sullo IAPC è bruscamente aumentata solo in settembre, mentre le misure dell'inflazione percepita e attesa sono cresciute marcatamente da agosto. In base alle misure quantitative, in ottobre sia l'inflazione percepita sia quella attesa si sono collocate su livelli superiori al tasso effettivo dello IAPC. Tuttavia, tali confronti dovrebbero essere operati con grande cautela, data la dipendenza dalle ipotesi formulate nel quantificare i dati qualitativi.

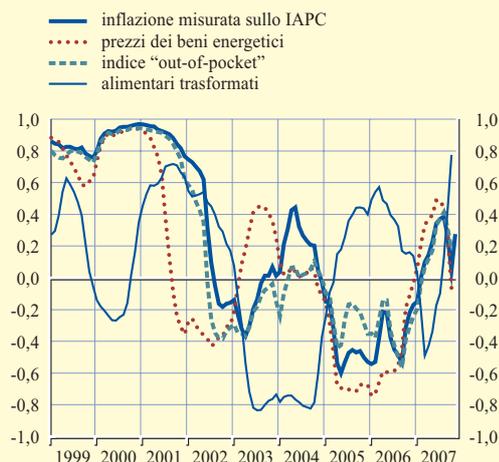
Possibili fattori alla base dell'aumento delle percezioni e delle aspettative di inflazione dei consumatori

È stato argomentato che i consumatori attribuirebbero una maggiore importanza agli andamenti dei prezzi dei beni e dei servizi da loro acquistati più di frequente. In base a tale opinione, questi articoli avrebbero un impatto incisivo sul clima di fiducia relativo all'inflazione percepita dai consumatori, più di quanto sarebbe giustificato dalla quantità di denaro effettivamente spesa per il loro acquisto. Una misura di tali spese è l'indice dei pagamenti in contanti che, a pesi correnti, rappresenta circa il 40 per cento dello IAPC complessivo dell'area dell'euro⁴⁾. Tuttavia, di recen-

- 2) Per un'analisi delle principali tecniche, cfr. ad esempio E. D'Elia, *Using the results of qualitative surveys in quantitative analysis*, Istituto di Studi e Analisi Economica (ISAE), Working Paper n. 56, settembre 2005.
- 3) Per i dettagli metodologici di tale tecnica, cfr. M. Forsells e G. Kenny, *The rationality of consumers' inflation expectations: survey-based evidence for the euro area*, Working Paper della BCE n. 163, 2002.
- 4) Sebbene non siano disponibili dati sulla frequenza di acquisto o sui mezzi di pagamento per il paniere dello IAPC, gli esperti della BCE hanno compilato su base discrezionale un'approssimazione delle variazioni di prezzo dei beni e servizi acquistati frequentemente compresi nello IAPC, comprendente beni non durevoli e servizi ai consumatori quotidiani quali i generi alimentari, le bevande, il tabacco, i beni per la casa non durevoli, i servizi di trasporto, il carburante, i servizi postali, gli alberghi, i ristoranti, il caffè e il taglio dei capelli. Si veda anche il riquadro *Il recente andamento dell'inflazione percepita nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2003 di questo Bollettino.

Figura C Correlazione fra misura quantitativa dell'inflazione percepita e misure di inflazione effettiva

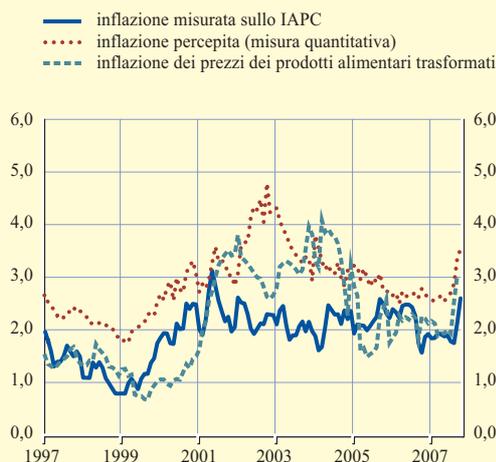
(coefficienti di correlazione su un campione a scorrimento di 24 mesi)



Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: il dato sull'inflazione misurata sullo IAPC in ottobre 2007 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura D Confronto fra inflazione percepita, inflazione misurata sullo IAPC e inflazione dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: il dato sull'inflazione misurata sullo IAPC in ottobre 2007 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

te le spese in contanti hanno mostrato correlazioni con l'inflazione percepita e attesa sostanzialmente analoghe a quelle dello IAPC complessivo, il che suggerisce che esse hanno contribuito un po' più dello IAPC complessivo a spiegare le percezioni dei consumatori (cfr. figura C). Una conclusione simile vale per i prezzi dell'energia.

Gli andamenti dei prezzi dei generi alimentari, tra cui quelli dei prodotti alimentari trasformati, sembrano avere avuto di recente un'incidenza più diretta sulle percezioni e sulle attese di inflazione dei consumatori. Negli ultimi mesi, i prezzi dei prodotti alimentari trasformati hanno subito rialzi marcati, accompagnati da aumenti della sensazione d'inflazione dei consumatori (cfr. figura D)⁵⁾. Storicamente, inoltre, i prezzi degli alimentari hanno mostrato una correlazione più elevata con le percezioni di inflazione che con l'indice delle spese in contanti e lo IAPC. La componente dei prodotti alimentari trasformati rappresenta soltanto il 12 per cento circa del paniere dello IAPC e in passato incrementi di tale componente non hanno necessariamente determinato aumenti simili nelle percezioni di inflazione. Tuttavia, l'impatto sulle percezioni potrebbe essere stato ulteriormente amplificato dal vasto spazio dedicato dai mezzi di comunicazione di alcuni paesi a tali rincari.

Implicazioni

L'aumento delle percezioni e delle aspettative di inflazione legato ai prezzi degli alimentari può incidere sull'economia dell'area dell'euro tramite vari canali. L'incremento dell'inflazione dei prezzi degli alimentari è stato citato come un motivo della diminuzione della fiducia dei

5) Cfr. il riquadro *Recenti andamenti dei prezzi degli alimentari nei mercati mondiali e nell'area dell'euro* nel numero di settembre 2007 di questo Bollettino.

consumatori negli ultimi mesi. Di fatto, sebbene i dati disponibili sull'occupazione continuino a essere favorevoli, negli ultimi mesi il clima prevalente tra i consumatori in merito alla propria situazione finanziaria ed economica si è leggermente deteriorato, il che sarebbe associato con i recenti e attesi rincari degli alimentari.

A livello di banca centrale, è importante monitorare se l'aumento dell'inflazione percepita ha il potenziale di esercitare effetti duraturi sull'inflazione attesa. Le aspettative di inflazione delle famiglie private, che emergono dall'indagine della Commissione europea presso i consumatori, possono essere incrociate con altre informazioni raccolte da esperti di previsioni. Nel complesso, le attese di inflazione di più lungo periodo basate sulle indagini sono rimaste stabili al 2.0 per cento secondo i dati di ottobre di Euro Zone Barometer e all'1,9 per cento secondo i dati di ottobre di Consensus Economics. Nell'ultima Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE esse si sono riportate sull'1,9 per cento (cfr. riquadro 5). Questi tassi attesi sono sostanzialmente in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Tuttavia, i tassi d'inflazione di pareggio derivati dalle obbligazioni indicizzate e dai tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro sono aumentati dagli inizi di settembre, indicando che nei mercati finanziari le attese di inflazione o i premi per il rischio d'inflazione sono cresciuti. Inoltre, secondo i partecipanti all'SPF la probabilità che l'inflazione a termine a cinque anni superi il 2 per cento è altresì aumentata leggermente nell'ultima rilevazione.

In prospettiva, i prezzi degli alimentari, che di recente hanno trainato il clima di fiducia sull'inflazione prevalente tra i consumatori, continueranno probabilmente ad aumentare nei prossimi mesi, come suggerito ad esempio dal brusco aumento delle attese sui prezzi di vendita di alimentari, bevande e tabacco nell'ultima indagine della Commissione europea presso le imprese. Allo stadio attuale, comunque, le quotazioni disponibili sul comparto dei future suggeriscono un alleggerimento della pressione al rialzo dei prezzi degli alimentari nell'arco del 2008. Ciò nonostante, l'attuale crescita repentina dei prezzi degli alimentari potrebbe determinare un ulteriore peggioramento del clima di fiducia prevalente tra i consumatori in merito all'inflazione nei prossimi mesi e porre un rischio al rialzo per l'inflazione. Di conseguenza, le autorità monetarie devono tenere sotto stretta osservazione tutte le misure disponibili relative alle aspettative di inflazione del pubblico. E' essenziale evitare eventuali trasmissioni dell'attuale aumento dei tassi d'inflazione alle aspettative di inflazione nel più lungo periodo.

Il rincaro degli alimentari è in parte connesso ai forti aumenti della domanda di prodotti agricoli su scala globale. Il Consiglio direttivo della BCE ritiene che in un contesto di mercato rialzo dei prezzi delle materie prime alimentari a livello internazionale, un'ulteriore liberalizzazione e riforma dei mercati agricoli dell'UE concorrerebbe ad accrescerne l'efficienza e favorirebbe i consumatori europei attraverso prezzi più bassi. Il successo dei negoziati commerciali mondiali del Doha Round dovrebbe altresì contribuire a migliorare il funzionamento del commercio mondiale, in generale, e dei mercati agricoli in Europa e in tutto il mondo.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Tra agosto e settembre la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è aumentata sensibilmente dall'1,8 al 2,7 per cento, a seguito di un periodo di calo progressivo (cfr. figura 19). Questa accelerazione è stata determinata principalmente da un forte rialzo dei prezzi alla produzione dei beni energetici, riflettendo non solo

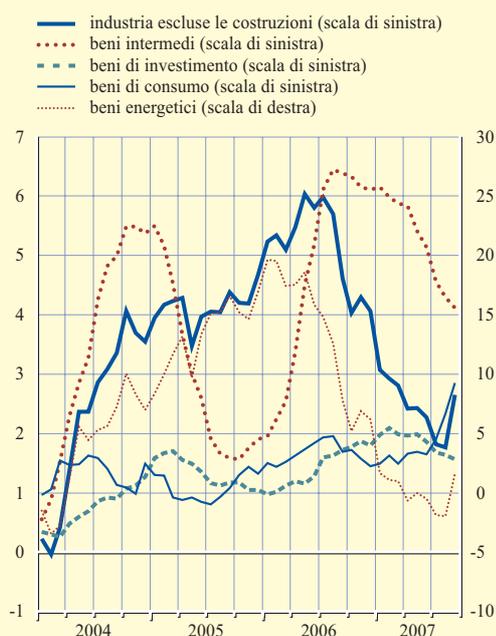
un effetto base ma anche un marcato incremento sul mese precedente, che ha seguito i rincari del greggio dalla fine di agosto. In settembre l'inflazione alla produzione al netto di beni energetici e costruzioni è leggermente aumentata al 3,1 per cento, per effetto degli andamenti opposti delle sue componenti. La dinamica di breve periodo dei prezzi alla produzione dei beni intermedi e di investimento è rimasta moderata, mentre il tasso di crescita dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è aumentato ulteriormente, al 2,9 per cento. Questa accelerazione ha rispecchiato un nuovo vigoroso incremento dei prezzi alla produzione dei beni alimentari di consumo. Tuttavia, la dinamica dei prezzi dei beni di consumo, al netto di tabacchi e alimentari, è rimasta sostanzialmente stabile per tutto l'anno, intorno all'1,3 per cento, a indicare l'esaurirsi delle pressioni sui prezzi dei beni industriali non energetici.

Nel complesso, le pressioni sui prezzi sono rimaste elevate lungo la catena produttiva; in particolare, si sarebbero rafforzate quelle sui prezzi alla produzione dei beni alimentari, che dovrebbero avere un impatto al dettaglio. Inoltre, i recenti rincari petroliferi dovrebbero esercitare spinte verso l'alto sui prezzi alla produzione dei beni energetici.

Nel contempo, le più recenti informazioni sul processo di determinazione dei prezzi, desunte dall'indagine presso i responsabili degli acquisti condotta da NTC Economics (cfr. figura 20), indicano un'ulteriore attenuazione delle pressioni sui prezzi degli input nel settore manifatturiero e un rialzo dei prezzi degli input nei servizi. In ottobre l'indicatore dei costi degli input (non salariali) nel settore manifatturiero è calato ulteriormente, in quanto i rincari del greggio e dei prodotti petrolchimici sono stati compensati da una flessione dei prezzi delle materie prime non

Figura 19 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

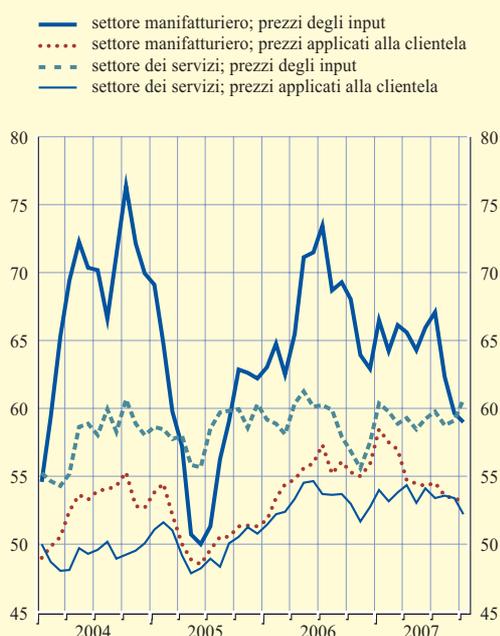
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 20 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.

energetiche, in particolare i metalli. Secondo gli intervistati, il forte apprezzamento dell'euro ha contribuito a compensare l'effetto dei rincari degli input denominati in dollari. In ottobre l'indice dei prezzi applicati alla clientela è calato lievemente, segnalando probabilmente la presenza di vincoli nella capacità dei produttori di determinare i prezzi rispetto al mese precedente. Per contro, nel settore dei servizi l'indice dei prezzi degli input è aumentato in modo significativo. I rincari del greggio, e conseguentemente dei trasporti e delle tariffe energetiche, le crescenti pressioni salariali e l'incremento dei costi di finanziamento sono stati indicati come le principali cause delle pressioni sui costi. L'indicatore dei prezzi applicati alla clientela nei servizi è calato ulteriormente, probabilmente per effetto della concorrenza più vigorosa. Tuttavia, tutti gli indicatori di prezzo delle indagini congiunturali rimangono su livelli alquanto elevati rispetto ai parametri storici.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Dopo la pubblicazione dei dati sui redditi per occupato nel secondo trimestre del 2007, il quadro completo desunto dai principali indicatori del costo del lavoro continua a segnalare un andamento contenuto nella prima metà dell'anno nel complesso dell'area (cfr. tavola 6).

Nel secondo trimestre del 2007, la dinamica dei redditi per occupato è calata all'1,8 per cento, dal 2,1 rivisto al ribasso nel primo trimestre (cfr. figura 21). La flessione tra il primo e il secondo trimestre è stata determinata in larga misura da un andamento specifico per paese (in particolare, un effetto base derivante dall'adeguamento salariale dello scorso anno nel settore pubblico italiano). Ciò è lievemente in contrasto con i segnali provenienti da altri indicatori del costo del lavoro, in quanto nel secondo trimestre sia il tasso di crescita delle retribuzioni contrattuali sia quello del costo orario del lavoro sono aumentati nell'area dell'euro. Entrambi, tuttavia, hanno fortemente risentito degli andamenti specifici in Germania e si sono mantenuti prossimi ai valori medi osservati nel 2006. Tali andamenti, insieme ad alcune informazioni preliminari sulla dinamica delle retribuzioni contrattuali nel terzo trimestre, continuano a suggerire che l'andamento del costo del lavoro è rimasto complessivamente moderato negli ultimi mesi.

Tuttavia, nonostante il rallentamento dei redditi per occupato nel secondo trimestre, la simultanea flessione della produttività del lavoro ha determinato un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto all'1,1 per cento.

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

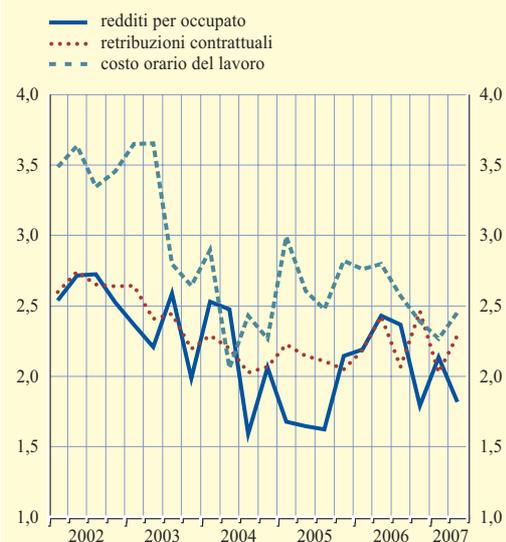
Le dinamiche a livello settoriale mostrano un calo significativo della crescita dei redditi per occupato nei servizi tra il primo e il secondo trimestre del 2007 (cfr. figura 22). Sebbene ciò sia stato determinato in larga misura dall'andamento nel settore pubblico italiano citato in precedenza, anche la dinamica dei redditi per occupato nel settore dei servizi di mercato ha registrato una lieve flessione. Per contro, nel settore industriale i dati più recenti hanno segnalato un'accelerazione dei redditi per occupato tra il primo e il secondo trimestre, sebbene il tasso di incremento nella prima metà del 2007 sia rimasto sostanzialmente in linea con quelli osservati negli ultimi anni.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

La dinamica di breve periodo dell'inflazione armonizzata dovrebbe continuare a essere determinata in prevalenza dalle sue componenti più volatili. Nei prossimi mesi è probabile che i rincari degli alimentari, insieme alla protratta dinamica dei prezzi dell'energia, mantengano l'inflazione complessiva su alti livelli. All'inizio del 2008 l'inflazione dovrebbe rimanere elevata, per poi tornare su valori moderati nel corso dell'anno. I risultati della Survey of Professional Forecasters della BCE per il quarto trimestre del 2007 indicano che le previsioni di inflazione per gli anni 2007-09 non sono variate e le aspettative di

Figura 21 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



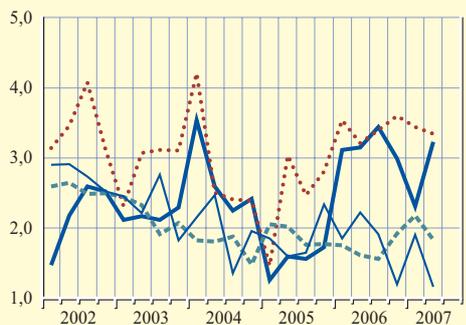
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 22 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

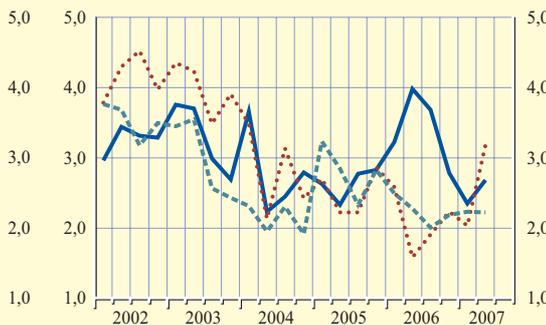
Redditi per occupato

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



Indice del costo orario del lavoro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

inflazione a più lungo termine sono relativamente ben ancorate (cfr. riquadro 5). Tuttavia, come indicato nella Sezione 2.4, altri indicatori ricavati dagli strumenti dei mercati finanziari segnalano una lieve tendenza al rialzo nelle aspettative di inflazione a più lungo termine.

In prospettiva, i dati più recenti hanno pienamente confermato che le prospettive per l'inflazione rimangono soggette a rischi verso l'alto. Tali rischi sono connessi a ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime agricole, soprattutto nella misura in cui gli shock sui prezzi agricoli si protrarranno nei mercati mondiali. Esiste poi il rischio che si verifichino aumenti imprevisi di prezzi amministrati e imposte indirette. Inoltre, tenendo conto dell'esistenza di vincoli di capacità, dello slancio della crescita del PIL osservato negli ultimi trimestri e dei segnali positivi provenienti dai mercati del lavoro, una dinamica salariale più vivace rispetto alle attese correnti potrebbe costituire un ulteriore rischio per l'inflazione, specialmente se associata a un maggiore potere di fissazione dei prezzi in segmenti di mercato a bassa concorrenza.

Riquadro 5

I RISULTATI DELLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE PER IL QUARTO TRIMESTRE DEL 2007

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

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

In media, i partecipanti all'SPF non hanno rivisto le aspettative di inflazione per il 2007, il 2008 e il 2009, che restano invariate al 2,0 per cento (cfr. tavola)¹⁾. Le previsioni di inflazione riflettono l'aspettativa che effetti base sfavorevoli connessi all'energia manterranno l'inflazione elevata nel quarto trimestre del 2007 e agli inizi del 2008. Diversamente dalla precedente indagine, i partecipanti si aspettano che le maggiori pressioni inflazionistiche provenienti dagli elevati prezzi di petrolio, alimentari e materie prime vengano contrastate da un indebolimento dell'attività economica. Le aspettative di inflazione dell'SPF sono in linea con le proiezioni macroeconomiche formulate in settembre 2007 dagli esperti della BCE e con i valori pubblicati nelle edizioni di ottobre 2007 di *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer*.

Secondo i partecipanti, tali aspettative di inflazione sono soggette soprattutto a rischi al rialzo, connessi in particolare a inattesi rincari del petrolio, degli alimentari e delle materie prime non energetiche, nonché a vincoli di capacità produttiva e a pressioni salariali associate a condizioni tese sul mercato del lavoro. Nel contempo, diversi intervistati menzionano che un ulteriore apprezzamento dell'euro e una crescita del PIL mondiale inferiore alle attese pongono rischi al ribasso per le aspettative di inflazione.

Ai partecipanti all'indagine è stato inoltre chiesto di assegnare una distribuzione di probabilità alle proprie previsioni. Questa distribuzione fornisce informazioni sulla probabilità che i risul-

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione					A più lungo termine ³⁾
	2007	settembre 2008	2008	settembre 2009	2009	
SPF, 4° trim. 2007	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	1,9
Precedente SPF, 3° trim. 2007	2,0	-	2,0	-	2,0	2,0
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE	1,9-2,1	-	1,5-2,5	-	-	-
Consensus (ottobre 2007)	2,0	-	2,0	-	2,0	1,9
Euro Zone Barometer (ottobre 2007)	2,0	-	2,0	-	2,0	2,0
Crescita del PIL in termini reali	2007	2° trim. 2008	2008	2° trim. 2009	2009	A più lungo termine³⁾
SPF, 4° trim. 2007	2,6	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2
Precedente SPF, 3° trim. 2007	2,7	-	2,3	-	2,2	2,2
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE	2,2-2,8	-	1,8-2,8	-	-	-
Consensus (ottobre 2007)	2,6	-	2,0	-	2,1	2,0
Euro Zone Barometer (ottobre 2007)	2,6	-	2,1	-	2,1	2,0
Tasso di disoccupazione¹⁾	2007	agosto 2008	2008	agosto 2009	2009	A più lungo termine³⁾
SPF, 4° trim. 2007	7,0	6,7	6,7	6,6	6,6	6,4
Precedente SPF, 3° trim. 2007	7,0	-	6,7	-	6,6	6,4
Consensus (ottobre 2007)	7,0	-	6,7	-	-	-
Euro Zone Barometer (ottobre 2007)	6,8	-	6,7	-	6,6	6,3

1) In percentuale delle forze di lavoro.

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

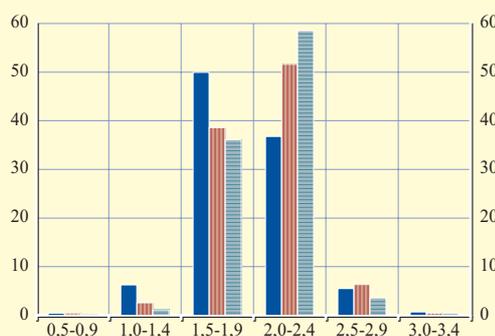
tati futuri si collochino all'interno di un determinato intervallo. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte fornisce indicazioni sul modo in cui i partecipanti valutano, in media, il rischio che il risultato effettivo si situi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. La distribuzione di probabilità delle attese di inflazione per il 2007 e il 2008 si è spostata verso valori superiori rispetto all'SPF per il terzo trimestre del 2007 (cfr. figura A).

Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione sui dodici mesi nel 2007 e nel 2008 (*Survey of Professional Forecasters*, ultime tre inchieste)¹⁾

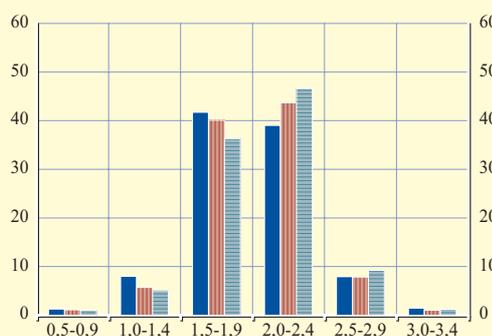
(valori percentuali)

■ SPF 2° trim.
■ SPF 3° trim.
■ SPF 4° trim.

a) 2007



b) 2008



Fonte: BCE.

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

La maggior parte delle risposte ricade nell'intervallo compreso tra 2,0 e 2,4 per cento per entrambi gli anni.

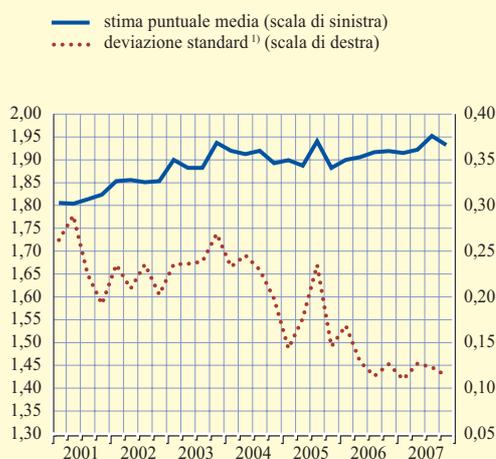
Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

In base ai risultati dell'ultima indagine SPF, le aspettative di inflazione a più lungo termine (cinque anni) sono state riviste al ribasso dall'1,95 all'1,93 per cento. Arrotondata a un decimale, tale revisione determina una variazione dal 2,0 all'1,9 per cento. Queste aspettative puntuali sono lievemente inferiori a quelle di *Euro Zone Barometer* per il 2011, ma in linea con quelle di *Consensus Economics* per l'inflazione sull'orizzonte da sei a dieci anni, entrambe pubblicate in ottobre 2007. La deviazione standard delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'SPF è andata calando, a indicazione di un più ampio consenso, tra le previsioni degli intervistati, per quanto concerne il tasso di inflazione a più lungo termine (cfr. figura B).

La probabilità attribuita dai partecipanti al fatto che l'inflazione a lungo termine possa collocarsi su un livello pari o superiore al 2 per cento è aumentata al 48 per cento, dal 47 dell'indagine precedente (cfr. figura C). I risultati dell'indagine possono essere confrontati con il tasso di inflazione di pareggio, un indicatore delle aspettative di inflazione a più lungo termine degli operatori di mercato, calcolato come differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione²⁾. L'aumento della probabilità che l'inflazione a termine a cinque anni possa collocarsi al 2 per cento, o più in alto, è in linea con l'andamento dell'inflazione di pareggio implicita nei tassi di interesse a termine attesa tra cinque anni per il quinquennio successivo (cfr. figura C). Tuttavia, non è opportuno interpretare i tassi di inflazione di pareggio come misure dirette delle aspettative di inflazione, in quanto potrebbero incorporare anche vari premi per il rischio (come l'incertezza sull'inflazione e premi di liquidità).

Figura B Aspettative di inflazione di lungo periodo (stime puntuali - su un orizzonte di cinque anni)

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)

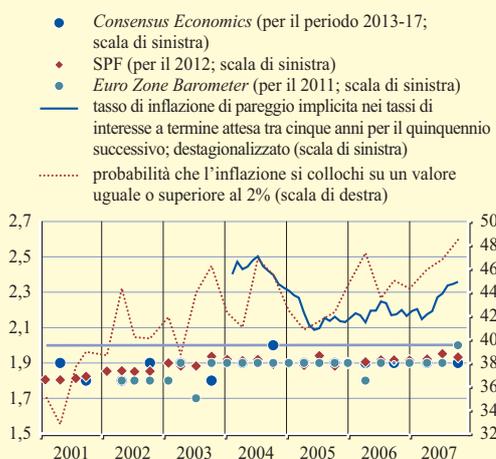


Fonte: BCE.
1) Deviazione standard delle stime puntuali espresse da ciascuno dei partecipanti all'indagine.

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

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; valori percentuali)



Fonti: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Aspettative per la crescita del PIL in termini reali

Rispetto alla precedente indagine, le aspettative per la crescita del PIL in termini reali nel 2007 e nel 2008 sono state riviste al ribasso rispettivamente di 0,1 e 0,2 punti percentuali, collocandosi attualmente al 2,6 per cento per il 2007 e al 2,1 per cento per il 2008. Queste revisioni al ribasso rispecchiano principalmente due fattori. In primo luogo, la crescita degli investimenti dovrebbe essere inferiore a quanto anticipato precedentemente a causa di un inasprimento dei criteri per la concessione del credito e di maggiori costi del capitale, sulla scia dei recenti andamenti dei mercati del credito. In secondo luogo, le esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero risentire dell'apprezzamento dell'euro e di un lieve rallentamento della crescita mondiale dovuto a un'espansione dell'economia statunitense inferiore a quanto previsto in precedenza. Nel contempo, diversi esperti evidenziano i continui miglioramenti dei mercati del lavoro dell'area dell'euro quale indicatore della buona tenuta dell'economia dell'area alla turbolenza finanziaria. La crescita attesa del PIL per il 2009 è rimasta invariata al 2,2 per cento.

In tutti gli anni, i rischi riguardanti tali aspettative vengono valutati dai partecipanti verso il basso, soprattutto in connessione con l'aumento dei corsi petroliferi, l'apprezzamento dell'euro, l'incertezza in merito agli andamenti dei mercati finanziari e la possibilità di un rallentamento più pronunciato del previsto dell'economia statunitense.

Le aspettative di crescita per il 2007 e il 2008 contenute nell'SPF rientrano negli intervalli delle proiezioni macroeconomiche formulate in settembre 2007 dagli esperti della BCE e sono sostanzialmente in linea con quelle riportate nelle ultime edizioni di *Euro Zone Barometer* e *Consensus Economics*. Per il 2009, la stima puntuale del tasso di crescita del PIL in termini reali è leggermente superiore ai risultati forniti da *Euro Zone Barometer* e da *Consensus Economics* in ottobre.

Le aspettative per la crescita a più lungo termine (per il 2012) non sono state riviste e rimangono invariate al 2,2 per cento. Stando ai partecipanti all'SPF, le prospettive di crescita a più lungo termine dipendono principalmente da ulteriori riforme strutturali del mercato del lavoro e dei sistemi previdenziali, nonché dai flussi migratori.

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

Le aspettative sul tasso di disoccupazione per il 2007, il 2008 e il 2009 non sono state riviste e si collocano rispettivamente al 7,0, al 6,7 e al 6,6 per cento. Gli esperti in materia di previsione si aspettano un proseguimento delle tendenze favorevoli del mercato del lavoro, mentre ulteriori riduzioni del tasso di disoccupazione sono considerate dipendere dal successo delle riforme del mercato del lavoro. Le attese sul tasso di disoccupazione per il 2007 e il 2008 contenute nell'SPF sono in linea con quelle riportate nell'ultima indagine di *Consensus Economics*; per contro, rispetto alle aspettative contenute nell'edizione di ottobre dell'*Euro Zone Barometer*, esse sono leggermente superiori per il 2007 e in linea per il 2008 e il 2009.

Le aspettative sul tasso di disoccupazione a più lungo termine non sono state riviste e si situano al 6,4 per cento per il 2012. Il saldo dei rischi di queste previsioni viene valutato verso l'alto su tutti gli orizzonti. Gli interpellati continuano a indicare che il calo del tasso di disoccupazione nell'orizzonte a più lungo termine è in larga misura subordinato a ulteriori, e più radicali, riforme del mercato del lavoro.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

I dati relativi alla prima metà del 2007 confermano che il ritmo dell'attività nell'area dell'euro è tornato, come previsto, su livelli ordinari: i tassi di incremento trimestrale del PIL in termini reali sono scesi in media allo 0,5 per cento, dallo 0,7 della seconda metà del 2006. Le ultime informazioni sull'economia dell'area indicano il proseguimento di una crescita sostenuta, nonostante una lieve moderazione. Sebbene i dati relativi alla produzione industriale per luglio e agosto fossero rivisti al rialzo, le informazioni disponibili all'inizio del quarto trimestre suggerivano il protrarsi del rallentamento atteso nell'industria e nelle costruzioni. Al contempo, tuttavia, il tasso di espansione nel settore dei servizi si è mantenuto inalterato. In prospettiva, lo scenario principale continua a presentare un aumento del prodotto in linea con la crescita potenziale, per quanto soggetto a rischi di revisione al ribasso. Tali rischi sono principalmente connessi al maggiore impatto della rivalutazione dei rischi, in atto nei mercati finanziari, sul clima di fiducia e sulle condizioni di finanziamento, nonché all'aumento del prezzo del greggio e delle materie prime, ai timori di spinte protezionistiche e alla crescente incertezza sullo scenario mondiale dovuta agli squilibri globali.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

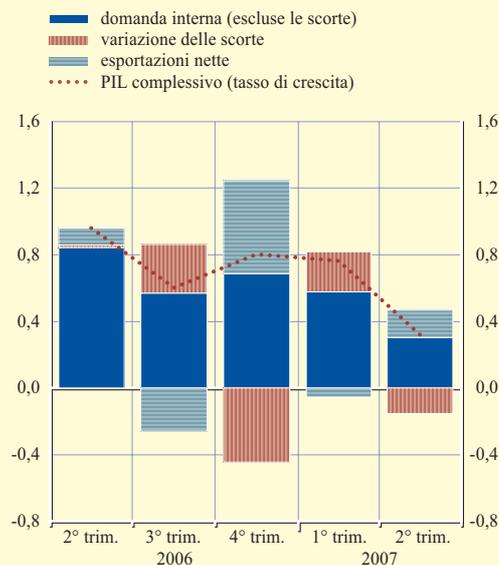
La seconda stima dell'Eurostat relativa ai dati di contabilità nazionale ha confermato che il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento nel secondo trimestre del 2007, mentre il tasso di incremento relativo al primo trimestre è stato rivisto al rialzo allo 0,8 per cento (cfr. figura 23). La scomposizione della crescita del PIL nel secondo trimestre in base alle componenti della domanda interna (al netto delle scorte) è rimasta invariata. I dati sia sulle esportazioni che sulle importazioni sono stati lievemente rivisti al ribasso, non influenzando tuttavia il contributo positivo delle esportazioni nette. Anche l'apporto delle scorte ha subito una leggera correzione al ribasso.

La seconda stima dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro ha fornito informazioni sulla scomposizione degli investimenti fissi lordi per il secondo trimestre del 2007, confermando che il calo degli investimenti totali osservato in primavera ha rispecchiato principalmente la dinamica del settore delle costruzioni. In tale comparto, l'influsso positivo delle condizioni meteorologiche, insolitamente favorevoli nei primi mesi dell'anno, ha consentito un completamento anticipato dei lavori. Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, che rappresentano circa la metà degli investimenti totali, sono aumentati dell'1,4 per cento nel secondo trimestre, dopo un incremento dell'1,0 per cento nel primo.

Tenendo in considerazione la volatilità sul trimestre precedente, le ultime informazioni disponibili

Figura 23 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.

li sui conti nazionali confermano che la crescita del PIL dell'area dell'euro nella prima metà del 2007 è stata in linea con il potenziale. Nonostante un'attenuazione, l'espansione degli investimenti è rimasta vigorosa, mentre i consumi privati hanno evidenziato un incremento moderato.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

I mutamenti della composizione settoriale della crescita del valore aggiunto nella prima metà del 2007 hanno rispecchiato gli adeguamenti nella composizione del lato della domanda della dinamica del PIL. Nel periodo in esame la crescita del valore aggiunto nel settore industriale è stata vivace, pur mostrando un rallentamento, mentre è rimasta sostenuta nel comparto dei servizi.

In agosto 2007 la produzione industriale (al netto delle costruzioni), in termini di media mobile a tre mesi, è aumentata dell'1,3 per cento. Tale aumento è ascrivibile alla forte espansione in tutti i principali comparti industriali (cfr. figura 24). Nei primi due mesi del terzo trimestre il livello medio della produzione industriale (al netto delle costruzioni) ha superato significativamente (1,7 per cento) il livello osservato per l'insieme del secondo trimestre, a fronte di un tasso di incremento sul periodo precedente dello 0,5 per cento nel secondo trimestre. Sui tre mesi precedenti, i nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono saliti del 2,1 per cento in agosto, rispetto al 2,3 per cento di luglio. Nel settore delle costruzioni, che rappresenta circa il 20 per cento del valore aggiunto nell'industria, la produzione in agosto è aumentata dello 0,2 per cento in termini di media mobile a tre mesi, evidenziando un lieve recupero rispetto al calo dello 0,3 per cento del secondo trimestre del 2007. Nel complesso le ultime informazioni disponibili suggeriscono che la crescita nel settore industriale sia verosimilmente rimasta robusta nel terzo trimestre del 2007, apportando pertanto un contributo significativo all'espansione del PIL.

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI INDUSTRIALE E DEI SERVIZI

I risultati delle indagini disponibili fino a ottobre suggeriscono che all'inizio del quarto trimestre del 2007 (cfr. figura 25) si sia moderatamente protratta la crescita del settore mentre è proseguita un'espansione nei servizi.

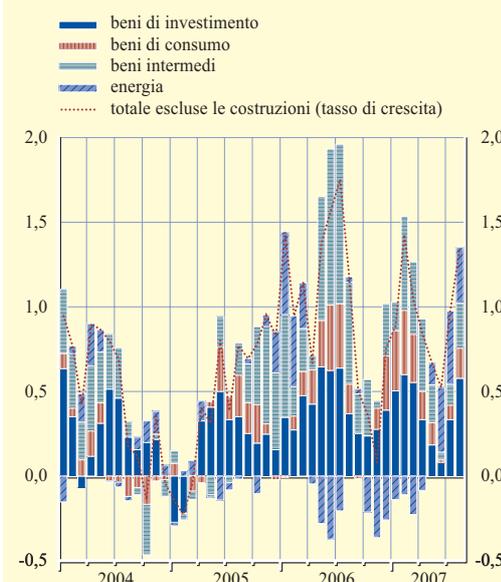
Sia l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero sia l'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea sono diminuiti in ottobre. In tale mese, i dati delle indagini per il comparto dei servizi sono stati più favorevoli: il PMI ha segnato un certo recupero, mentre l'indicatore della Commissione europea è rimasto stabile.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Sulla base degli ultimi indicatori della spesa delle famiglie, la crescita dei consumi privati ha fornito un contributo positivo all'espansione del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel terzo trimestre del 2007.

Figura 24 Crescita della produzione industriale e contributi

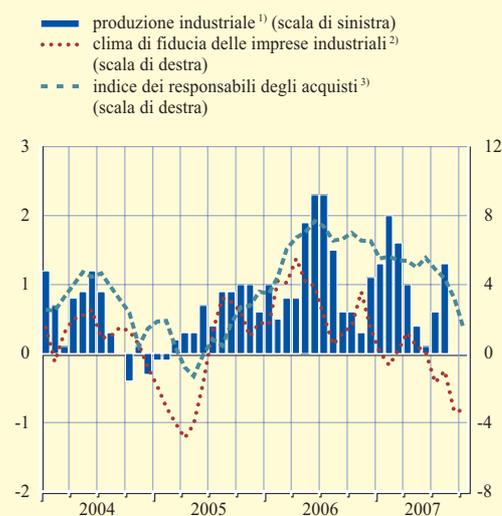
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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.

Figura 25 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.

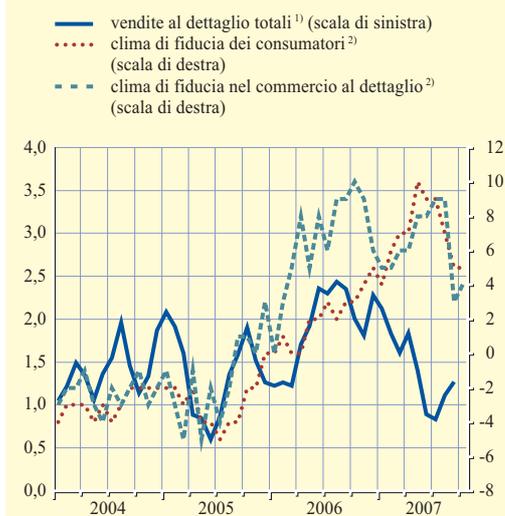
1) Variazioni percentuali della media mobile a tre mesi rispetto al trimestre precedente.

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

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

Figura 26 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.

Secondo l'ultima stima dell'Eurostat, in settembre le vendite al dettaglio nell'area hanno mostrato un incremento dello 0,3 per cento su base mensile (cfr. figura 26). Nell'insieme del terzo trimestre, esse sono aumentate dello 0,7 per cento, rispetto allo 0,2 del secondo. Inoltre, sempre nel terzo trimestre le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area si sono accresciute dell'1,0 per cento. Complessivamente, ci si attende che le vendite al dettaglio e le immatricolazioni di nuove autovetture abbiano apportato un contributo positivo e superiore al loro valore storico, all'espansione dei consumi privati nel terzo trimestre. In aggiunta, la fiducia nel settore delle vendite al dettaglio è aumentata lievemente in ottobre, mentre quella dei consumatori si è mantenuta invariata a un livello superiore alla sua media. Il protrarsi dell'andamento favorevole nel mercato del lavoro, comporta che le condizioni restino, in prospettiva, propizie alla crescita dei consumi privati.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

Gli ultimi dati disponibili confermano le tendenze positive osservate nel mercato del lavoro dell'area dell'euro negli ultimi anni.

DISOCCUPAZIONE

In settembre il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro è sceso al 7,3 per cento, rispetto al 7,4 (rivisto) di agosto (cfr. figura 27). A seguito di un cambiamento della fonte delle statistiche sulla disoccupazione in Germania, il tasso di disoccupazione dell'area è stato rivisto al rialzo di 0,5 punti percentuali (cfr. il riquadro 6 "Recenti revisioni delle statistiche sulla disoccupazione

nell'area dell'euro"). Tuttavia, ciò non ha comportato variazioni significative della tendenza al ribasso precedentemente osservata. Di fatto, il dato di settembre rimane il più basso registrato dagli inizi degli anni ottanta. Negli ultimi dodici mesi, il tasso di disoccupazione ha segnato un calo significativo, pari a 0,7 punti percentuali, sebbene il ritmo della diminuzione sia gradualmente rallentato dall'inizio del 2007. Nel terzo trimestre il numero di disoccupati nell'area è sceso in media di circa 55.000 unità al mese, rispetto alle 125.000 circa nel primo trimestre.

OCCUPAZIONE

Secondo gli ultimi dati diffusi dall'Eurostat l'occupazione nell'area dell'euro ha mostrato un notevole incremento nel secondo trimestre del 2007, portandosi allo 0,5 per cento sul primo (cfr. tavola 7). Inoltre, le informazioni divenute disponibili dopo la precedente pubblicazione indicano per il primo trimestre un andamento ancor più positivo di quanto inizialmente stimato: la crescita dell'occupazione in tale periodo è stata rivista al rialzo di 0,2 punti percentuali, allo 0,6 per cento. In base alla scomposizione settoriale disponibile, questa correzione riflette principalmente le revisioni al rialzo relative al settore industriale, in particolare alle costruzioni.

Sulla base dei risultati delle indagini disponibili fino a ottobre, la dinamica favorevole in atto nel mercato del lavoro dell'area dell'euro negli ultimi anni sembra essersi protratta all'inizio del quarto trimestre del 2007. Secondo l'indagine PMI di NTC Economics, la crescita dell'occupazione in ottobre sarebbe rimasta positiva nei settori sia dell'industria sia dei servizi. Un quadro analogo emerge dall'indagine della Commissione europea.

Figura 27 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

RECENTI REVISIONI DELLE STATISTICHE SULLA DISOCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

La disoccupazione è uno dei più importanti e tempestivi indicatori della dinamica del mercato del lavoro. Al fine di fornire una misura del fenomeno comparabile fra paesi, l'Eurostat ha sviluppato dati mensili armonizzati sulla disoccupazione per i paesi dell'Unione europea, oltre che per l'area dell'euro e la UE nel loro insieme, con serie storiche che iniziano dai primi anni novanta. Questo riquadro descrive brevemente le serie armonizzate sulla disoccupazione nonché la revisione delle statistiche per l'area dell'euro indotta dall'adozione delle rilevazioni dell'indagine sulle forze di lavoro (*Labour Force Survey*, LFS) quale base per il calcolo dei dati sulla disoccupazione in Germania. Tale cambiamento, che è il risultato degli sforzi compiuti a livello UE di produrre dati armonizzati, ha determinato una significativa revisione al rialzo del numero di disoccupati tedeschi, ma riflette un effetto puramente statistico e non altera in misura significativa la positiva dinamica sottostante del mercato del lavoro dell'area negli anni recenti.

Misurazione della disoccupazione

I dati nazionali sulla disoccupazione più facilmente disponibili sono quelli di fonte amministrativa, di norma pubblicati con frequenza mensile. Tipicamente tali dati registrano tra i disoccupati tutte le persone in cerca di lavoro idonee a ricevere un'indennità di disoccupazione ai sensi della normativa nazionale. Tuttavia, i criteri di idoneità per l'iscrizione alle liste di disoccupazione e l'assegnazione delle indennità possono variare da paese a paese, e ciò complica l'utilizzo dei dati a fini di raffronto internazionale o per la compilazione degli aggregati per l'area dell'euro. Inoltre, l'introduzione di modifiche ai criteri ha un impatto sull'analisi delle sottostanti dinamiche economiche del mercato del lavoro.

La compilazione di dati sul mercato del lavoro comparabili a livello internazionale si basa sulle rilevazioni dell'indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat – condotta presso le famiglie degli Stati membri della UE – e sull'utilizzo di definizioni armonizzate a livello internazionale dello status occupazionale dei partecipanti. I dati sulla disoccupazione di fonte LFS possono presentare significative differenze rispetto a quelli di fonte amministrativa, tanto in termini di livelli che di tassi; la discrepanza può essere più o meno rilevante a seconda del paese. La definizione UE di disoccupazione, adottata dalla LFS, è conforme alle disposizioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (OIL), che considera disoccupati tutti gli individui di età compresa tra 15 e 74 anni che sono senza lavoro al momento della rilevazione, hanno compiuto un'azione di ricerca nelle quattro settimane precedenti e sono disponibili al lavoro immediatamente o entro due settimane. Attualmente, tutti gli Stati membri forniscono i risultati della LFS con frequenza trimestrale, sulla base di rilevazioni continue. Per ottenere risultati mensili sulla disoccupazione, l'Eurostat interpola ed estrapola i dati trimestrali delle LFS usando i dati delle indagini nazionali e le serie mensili nazionali sui disoccupati registrati¹⁾.

1) Le serie mensili sulla disoccupazione sono calcolate per quattro categorie di persone in ciascuno Stato membro (uomini e donne di età compresa fra 15 e 24 anni, e uomini e donne nel gruppo 25-74). Le serie sono quindi destagionalizzate e utilizzate per il calcolo di tutti gli aggregati nazionali ed europei.

Nuova fonte di dati armonizzati sulla disoccupazione in Germania

La Germania ha adottato una nuova indagine continua sulle forze di lavoro nel 2005, ma per produrre dati mensili sulla disoccupazione sulla base dell'LFS, è stato necessario procedere a ulteriori innovazioni metodologiche. Durante tale lavoro di affinamento, la produzione di dati sulla disoccupazione conformi ai criteri dell'OIL è stata assicurata da un'indagine telefonica, i cui risultati sono stati utilizzati per produrre i dati armonizzati mensili sulla disoccupazione tedesca fino all'aprile 2007 (quando l'indagine è stata interrotta).

L'indagine telefonica è stata sostituita dall'indagine continua LFS con i dati sulla disoccupazione tedesca di settembre. I dati mensili sono ora coerenti con il livello di disoccupazione registrato dalla LFS, mentre le variazioni mensili destagionalizzate continueranno ad essere calcolate sulla base dei dati sui disoccupati registrati finché non si disporrà di serie storiche di fonte LFS di lunghezza sufficiente. Ciò ha prodotto una significativa revisione al rialzo dei dati rispetto a quelli dell'indagine telefonica, producendo così dei risultati più in linea con quelli relativi ai disoccupati registrati. Di fatto le nuove serie registrano circa 800.000 disoccupati in più dal 2005, con una revisione al rialzo del tasso di disoccupazione tedesco fra gli 1 e i 2 punti percentuali, a 8,3 e 8,1 per cento in agosto e settembre, rispettivamente, laddove il tasso di disoccupazione di fonte amministrativa in Germania era dell'8,8 per cento a fine settembre.

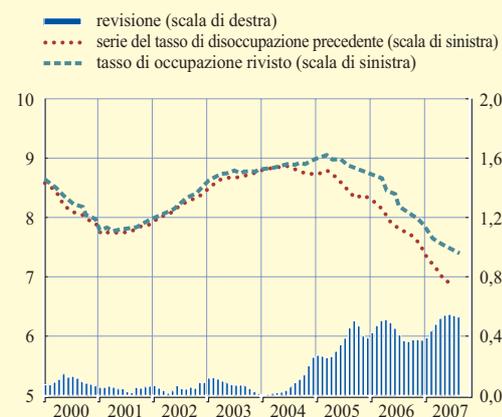
È difficile individuare le ragioni precise delle differenze fra i risultati sulla disoccupazione ottenuti dall'indagine continua LFS e quelli dell'indagine telefonica. Le indagini usano le stesse definizioni, anche se presentano alcune differenze fondamentali nella formazione dei campioni e nelle tecniche di indagine. L'istituto di statistica tedesco sta attualmente lavorando alla soluzione di tale problema²⁾.

Impatto sulla disoccupazione armonizzata nell'area dell'euro

La revisione dei dati tedeschi ha modificato anche il quadro complessivo per l'area dell'euro (cfr. la figura). In base alle serie riviste, l'impatto del rallentamento economico nel 2001-2003 sul tasso di disoccupazione è stato più prolungato di quanto inizialmente previsto: la tendenza al rialzo del tasso di disoccupazione si protrae fino all'inizio del 2005, toccando un massimo in marzo, circa un anno più tardi di quanto inizialmente stimato. Pertanto, nel 2005 il tasso di disoccupazione è lievemente aumentato, rispetto al 2004, non diminuito, attestandosi all'8,7 per cento in dicembre, 0,4

Andamenti del tasso di disoccupazione prima e dopo la revisione dei dati

(percentuale della forza lavoro; punti percentuali; dati mensili, destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

2) L'istituto statistico francese sta valutando la qualità e precisione dei dati della LFS, soprattutto alla luce degli andamenti divergenti fra disoccupazione registrata e disoccupazione armonizzata. Di conseguenza si prevede che i dati desunti dalla LFS per la Francia, compresi quelli sulla disoccupazione, saranno rivisti alla fine di novembre.

punti percentuali in più rispetto al dato registrato in precedenza. Infine, un calo lievemente più contenuto durante l'espansione economica in atto ha portato a una revisione al rialzo di 0,5 punti percentuali del tasso di disoccupazione di agosto, al 7,4 per cento, a fronte del 7,3 per cento in settembre.

Nel complesso, permane un quadro di continuo miglioramento del mercato del lavoro dell'area dell'euro nell'attuale fase di espansione. In particolare, il tasso di disoccupazione rivisto continua a collocarsi sul livello più basso dall'inizio degli anni ottanta. Tale valutazione positiva è altresì confermata dai tassi di occupazione e partecipazione, saliti in misura sostanziale nell'ultimo decennio per collocarsi, rispettivamente, intorno al 65 e 70 per cento della popolazione in età lavorativa nel 2006. Nel complesso, la revisione al rialzo del tasso di disoccupazione offre un'immagine più coerente del mercato del lavoro dell'area negli ultimi anni. Nonostante la crescita economica e la creazione di posti di lavoro, sostenute dalla contenuta dinamica dei salari, abbiano avuto un effetto positivo sul tasso di disoccupazione, l'aumento del tasso di partecipazione – in parte collegato alle riforme del mercato del lavoro – ha ritardato e contenuto quest'effetto.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

La crescita sostenuta dell'economia reale dell'area dell'euro nella prima metà del 2007 è proseguita nel terzo trimestre. Per quanto la volatilità nei mercati finanziari sembra avere contribuito a determinare una flessione degli indicatori del clima di fiducia presso i consumatori e le imprese negli ultimi mesi, tali indicatori rimangono generalmente al di sopra dei loro valori medi e continuano a segnalare il persistere di una crescita sostenuta. Nel complesso, i fondamentali dell'area restano solidi: gli utili e la redditività delle imprese esibiscono dinamiche sostenute, l'occupazione mostra una crescita robusta e la disoccupazione è scesa a livelli non osservati da venticinque anni.

Le previsioni disponibili per il 2008 seguitano a confermare lo scenario principale secondo cui la crescita dell'economia si attesterebbe in prossimità del suo livello potenziale. Tale scenario si basa sulle prospettive di tenuta dell'economia mondiale e sulle attese che la crescita delle economie emergenti compensi l'indebolimento della congiuntura americana. Il perdurare di una forte domanda esterna dovrebbe continuare a sostenere le esportazioni e gli investimenti dell'area dell'euro. Anche l'aumento dei consumi nell'area dovrebbe contribuire all'espansione economica, in linea con l'andamento del reddito reale disponibile, così come il protrarsi dell'aumento dell'occupazione dovrebbe spingere nella stessa direzione. Tuttavia, in considerazione del potenziale impatto di una prolungata volatilità dei mercati finanziari e della rivalutazione dei premi al rischio sull'economia reale, il livello di incertezza circa questo scenario, sostanzialmente favorevole, rimane alto.

Nel complesso, si ritiene che le prospettive di crescita siano soggette a rischi verso il basso. Tali rischi sono connessi principalmente all'impatto sul clima di fiducia e sulle condizioni di finanziamento della rivalutazione dei rischi in atto sui mercati finanziari, a ulteriori rincari dei prezzi di petrolio e di materie prime, nonché a timori di nuove spinte protezionistiche e a evoluzioni disordinate degli equilibri mondiali.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Nei tre mesi fino a ottobre 2007 l'euro si è apprezzato in termini effettivi nominali, a seguito del rafforzamento nei confronti di gran parte delle divise dei principali partner commerciali dell'area. Dopo essersi mantenuto sostanzialmente stabile in agosto ed essersi apprezzato sensibilmente in settembre, si è stabilizzato in ottobre, tornando a rafforzarsi all'inizio di novembre.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 7 novembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 24 importanti partner commerciali dell'area – era superiore del 3,2 per cento al livello di fine luglio e di circa il 7 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 28). Il rafforzamento dell'euro nel periodo è stato piuttosto generalizzato e solo in parte attenuato dal suo deprezzamento rispetto alle valute di alcuni Stati membri dell'UE. Dopo essersi mantenuto sostanzialmente stabile in agosto ed essersi apprezzato sensibilmente in settembre, si è stabilizzato in ottobre, tornando a rafforzarsi all'inizio di novembre.

In un'ottica a più lungo termine, in ottobre il tasso di cambio effettivo reale dell'euro – deflazionato tramite l'IPC e misurato rispetto allo stesso gruppo di partner commerciali – era superiore di quasi il 9 per cento alla propria media di lungo periodo (calcolata a partire dal gennaio 1993).

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Dopo essersi indebolito sul dollaro statunitense tra luglio e la metà di agosto, nel periodo successivo l'euro ha evidenziato un rafforzamento piuttosto consistente. L'indebolimento iniziale sarebbe riconducibile alla maggiore avversione al rischio registrata su scala mondiale a seguito delle turbolenze nei mercati creditizi in agosto e all'incertezza circa il grado di esposizione delle varie aree economiche al mercato statunitense dei mutui sub-prime. Successivamente, tuttavia, l'effetto congiunto della revisione delle prospettive economiche degli Stati Uniti da parte degli operatori e della pubblicazione di una serie di dati meno positivi del previsto (in particolare sul mercato delle abitazioni e del lavoro negli Stati Uniti) ha fornito sostegno all'euro. Il 7 novembre la moneta unica era scambiata a 1,47 dollari, un livello superiore del 7,4 per cento a quello di fine luglio e di oltre il 17 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 29).

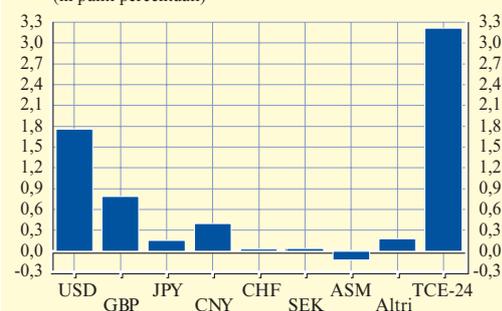
Figura 28 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti ¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale ²⁾

Dal 31 luglio al 7 novembre 2007
(in punti percentuali)



Fonte: BCE.

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

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

YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo essere rimasto stabile in luglio, l'euro si è fortemente deprezzato rispetto allo yen giapponese nella prima metà di agosto. In tale periodo lo yen ha registrato un rafforzamento generalizzato, per lo più riconducibile alla turbolenza sui mercati finanziari mondiali, che avrebbe determinato un ridimensionamento delle operazioni di *carry trade* in essere sulla divisa giapponese, in presenza di una maggiore avversione al rischio e di una revisione del premio per il rischio da parte degli investitori. Il successivo allentamento delle tensioni sui mercati finanziari ha determinato un nuovo rafforzamento dell'euro sullo yen. Nonostante un temporaneo apprezzamento della moneta nipponica nella prima metà di ottobre, il 7 novembre l'euro era quotato a 166,07 yen, un valore superiore dell'1,5 per cento rispetto a fine luglio e del 13,7 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 29).

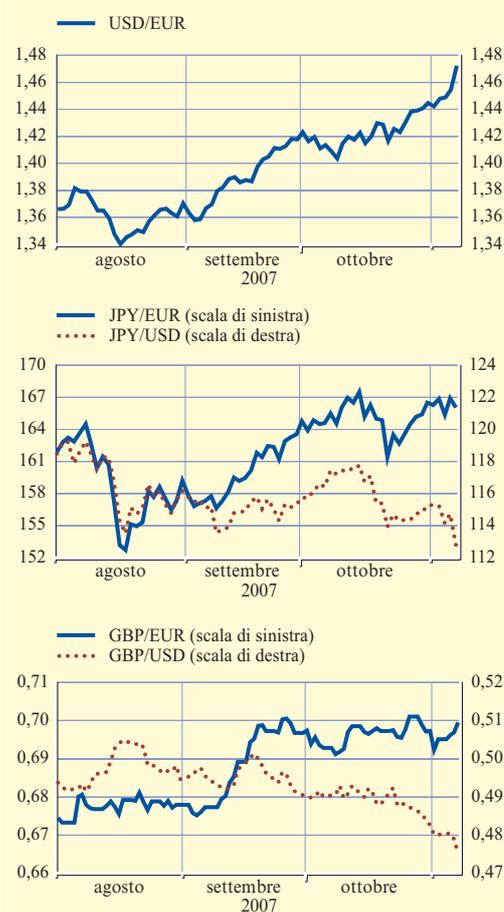
VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Dalla fine di luglio gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 30). La corona slovacca, che dalla rivalutazione di marzo è rimasta nella fascia di apprezzamento rispetto alla sua nuova parità centrale,

ha evidenziato un nuovo rafforzamento, soprattutto in ottobre. Il 7 novembre lo scostamento dalla parità ha quasi raggiunto il 6,5 per cento. Il

Figura 29 Tassi di cambio

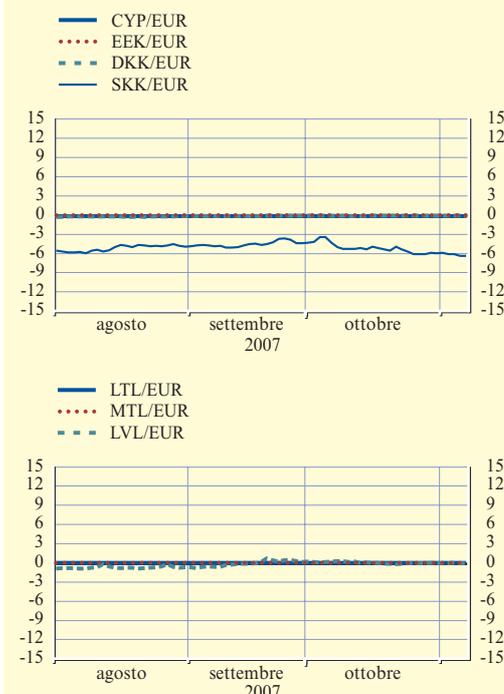
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Figura 30 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

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

lat lettone ha perso circa l'1 per cento sull'euro dalla fine di luglio e il 7 novembre era scambiato a un livello sostanzialmente corrispondente alla propria parità centrale.

Per quanto riguarda le valute degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di luglio e il 7 novembre l'euro ha registrato un apprezzamento sulla sterlina britannica e il leu romeno (rispettivamente del 3,8 e 7,6 per cento) e un deprezzamento (di circa il 4 per cento) sulla corona ceca e lo zloty polacco.

ALTRE VALUTE

Negli ultimi tre mesi l'euro è rimasto sostanzialmente stabile, seppur in presenza di una lieve volatilità, nei confronti del franco svizzero, mentre si è deprezzato sul dollaro canadese, la corona norvegese e il dollaro australiano (rispettivamente dell'8,2, di circa il 2,5 e dell'1,6 per cento). Inoltre, ha registrato un significativo rafforzamento sulle divise di alcuni dei principali partner commerciali asiatici dell'area.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nell'agosto 2007 il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un avanzo pari a circa lo 0,3 per cento del PIL dell'area, a fronte di un disavanzo dello 0,5 per cento un anno prima, riflettendo in larga misura il continuo aumento dell'avanzo del conto dei beni in atto dal luglio 2006. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino ad agosto 2007 gli investimenti diretti e di portafoglio hanno continuato a registrare nel loro insieme ampi afflussi netti, contro i deflussi netti di un anno prima.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

In agosto le esportazioni e le importazioni di beni e servizi sono aumentate rispettivamente del 2,9 e del 2,7 per cento (in termini di medie mobili a tre mesi destagionalizzate), a fronte di corrispondenti tassi di crescita pari all'1,3 e -0,4 per cento nei tre mesi fino a maggio. Sia per le esportazioni sia per le importazioni, la crescita riflette in larga misura gli andamenti del conto dei beni, che sono stati parzialmente controbilanciati dalla dinamica modesta dei servizi (cfr. tavola 8).

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino a luglio, indica che l'accelerata dinamica delle esportazioni è principalmente riconducibile all'aumento dei prezzi delle esportazioni dell'area, anche di riflesso al fatto che i rincari degli input importati si sono in parte trasferiti su tali prezzi. Nei tre mesi fino a luglio i volumi delle esportazioni sono rimasti sostanzialmente stabili (cfr. figura 31).

Quanto alle importazioni, la scomposizione in volumi e prezzi dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area suggerisce che i prezzi delle importazioni hanno continuato ad aumentare nei tre mesi fino a luglio. Ciò riflette non soltanto i

Figura 31 Scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi

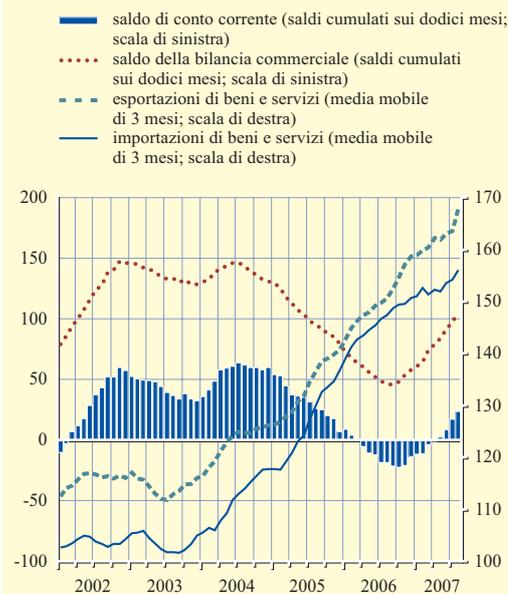
(indice: 1° trim. 2003 = 100; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2007.

Figura 32 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro

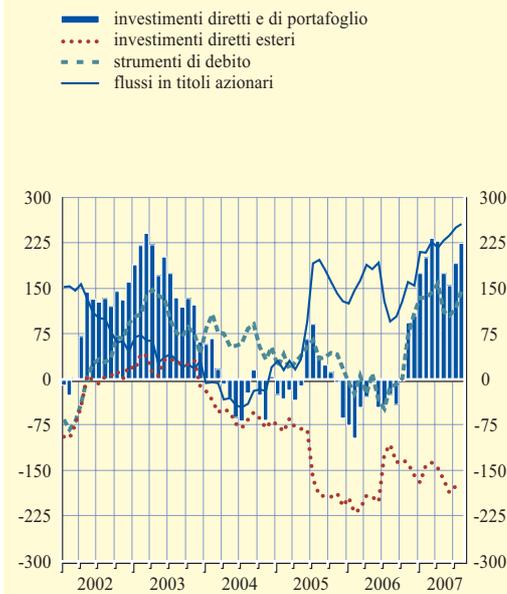
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 33 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro

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



Fonte: BCE.

forti rincari delle materie prime e del petrolio a livello mondiale, ma anche gli andamenti dei prezzi all'importazione dei prodotti manifatturieri. Allo stesso tempo, i volumi delle importazioni evidenziano alcuni segnali di ripresa che sarebbero principalmente connessi al recupero della produzione industriale dell'area osservato in luglio.

In un'ottica di più lungo periodo, in agosto il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un avanzo di 23,4 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,3 per cento del PIL dell'area), a fronte di un disavanzo di 18,6 miliardi un anno prima (cfr. figura 32). Questa variazione è riconducibile soprattutto all'andamento dell'avanzo del conto dei beni che – in termini di saldo cumulato su dodici mesi – è aumentato di 55,3 miliardi di euro rispetto all'anno precedente. Per contro, il saldo dei servizi è cresciuto in misura più moderata e quello dei redditi ha registrato un lieve disavanzo (5,7 miliardi) a fronte di un avanzo (12,2 miliardi) un anno prima. Il saldo dei trasferimenti correnti è rimasto sostanzialmente invariato, evidenziando un disavanzo di 76,5 miliardi di euro.

CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino ad agosto gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti medi mensili per 22,7 miliardi di euro, a fronte di afflussi netti medi per 11,3 miliardi nel periodo fino a maggio (cfr. tavola 8). L'aumento del dato complessivo è principalmente ascrivibile ai maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari.

Sui dati del conto finanziario di agosto hanno influito la turbolenza nel mercato creditizio e la successiva revisione del premio per il rischio da parte degli investitori internazionali. Più in particolare, nel solo mese di agosto, le IFM dell'area hanno ridimensionato gli investimenti all'estero in strumenti del mercato monetario, prestiti a breve termine e depositi, mentre gli investimenti esteri in tali prodotti nell'area dell'euro sono aumentati (cfr. tavola 8). Il mercato azionario è stato

contraddistinto da operazioni di disinvestimento da parte sia degli investitori dell'area all'estero sia di quelli esteri nell'area, che potrebbero riflettere una maggiore avversione al rischio a seguito della turbolenza finanziaria.

In una prospettiva di più lungo periodo, nei dodici mesi fino ad agosto gli afflussi netti cumulati per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono stati pari a 224,2 miliardi di euro, a fronte di deflussi netti per 25,0 miliardi un anno prima. I maggiori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (403,4 miliardi di euro) sono stati compensati solo in parte dagli accresciuti flussi netti in uscita per investimenti diretti (cfr. figura 33).

L'evoluzione dei flussi cumulati degli investimenti di portafoglio negli ultimi dodici mesi ha continuato a essere determinata principalmente da un incremento degli afflussi netti per strumenti di debito e titoli azionari. I flussi netti in entrata per strumenti di debito sono quasi interamente ascrivibili ai maggiori acquisti netti di obbligazioni e notes dell'area dell'euro da parte di non residenti. Per contro, la crescita degli afflussi netti cumulati di azioni è da ricondurre soprattutto ai minori acquisti netti di titoli azionari esteri da parte di residenti dell'area.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di 3 mesi dati a fine				Dati cumulati sui 12 mesi a fine	
	2007 lug.	2007 ago.	2006 nov.	2007 feb.	2007 mag.	2007 ago.	2006 ago.	2007 ago.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente (saldo)	3,8	3,8	-0,5	1,8	1,7	4,8	-18,6	23,4
Beni (saldo)	5,7	7,0	5,2	3,6	6,0	6,7	9,3	64,6
Esportazioni	126,5	129,6	121,2	122,3	123,0	127,6	1.328,2	1.482,5
Importazioni	120,7	122,5	116,0	118,8	117,0	120,9	1.318,8	1.417,9
Servizi (saldo)	3,3	3,8	2,3	3,6	4,0	3,8	36,5	41,1
Esportazioni	38,0	39,5	35,9	37,4	38,9	39,0	420,9	453,6
Importazioni	34,7	35,7	33,6	33,8	34,9	35,2	384,4	412,5
Redditi (saldo)	0,7	-0,3	-0,4	0,0	-1,7	0,1	12,2	-5,7
Trasferimenti correnti (saldo)	-5,9	-6,7	-7,7	-5,5	-6,6	-5,8	-76,6	-76,5
Conto finanziario (saldo)¹⁾	47,1	52,8	11,1	1,6	0,9	26,8	124,3	121,1
Investimenti diretti e di portafoglio	30,3	4,8	26,4	14,3	11,3	22,7	-25,0	224,2
Investimenti diretti	0,1	-8,5	-16,9	-17,9	-9,7	-15,3	-108,0	-179,3
Investimenti di portafoglio	30,2	13,3	43,3	32,1	21,0	38,0	82,9	403,4
Azioni	47,7	-20,3	15,5	26,4	9,2	34,1	95,5	255,7
Strumenti di debito	-17,5	33,6	27,8	5,7	11,8	3,9	-12,6	147,7
Obbligazioni e notes	-20,7	11,0	24,4	18,3	9,4	-0,8	19,6	154,0
Strumenti del mercato monetario	3,2	22,7	3,3	-12,6	2,4	4,8	-32,2	-6,3
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	-1,0	2,8	4,4	1,7	1,3	2,9	12,1	10,7
Importazioni	0,6	1,8	1,5	2,0	-0,4	2,7	16,2	7,5
Beni								
Esportazioni	-0,2	2,5	5,3	0,9	0,5	3,7	12,9	11,6
Importazioni	1,2	1,5	1,1	2,4	-1,5	3,3	18,7	7,5
Servizi								
Esportazioni	-3,7	3,9	1,3	4,3	3,9	0,2	9,9	7,7
Importazioni	-1,7	3,0	2,9	0,7	3,4	0,8	8,6	7,3

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.

CAMBIAMENTI STRUTTURALI E CONCENTRAZIONE DEL MERCATO AZIONARIO: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA DEL SISTEMA FINANZIARIO E PER LA POLITICA MONETARIA

Questo articolo analizza la tendenza verso la concentrazione delle borse valori e le implicazioni per la politica monetaria e per l'efficienza del sistema finanziario. L'anno trascorso ha visto un'ondata di operazioni di consolidamento delle attività di negoziazione con la fusione di diverse borse valori. Sebbene questa tendenza sia favorita da una serie di fattori, persistono delle barriere che ne ostacolano la prosecuzione. Il processo attualmente in corso, ispirato sia dai mercati sia dai responsabili delle politiche, è riconducibile in misura preponderante alla prospettiva di guadagni di efficienza e di produttività. Nell'area dell'euro esso può migliorare l'efficienza del sistema finanziario, accrescendo la liquidità per gli investitori e le possibilità di finanziamento per le imprese dell'area. Allo stesso tempo, risulta fondamentale individuare il giusto equilibrio tra consolidamento e concorrenza. Gli andamenti strutturali del mercato azionario rivestono grande interesse per le banche centrali, poiché un mercato dei capitali integrato e sviluppato stimola la crescita economica e crea un contesto favorevole alla politica monetaria. In particolare, è importante che tutti gli investitori e i risparmiatori abbiano pari opportunità di accesso a un sistema finanziario efficiente nell'ambito di una determinata area valutaria. Una maggiore efficienza rende ancora più efficace la trasmissione della politica monetaria e migliora la ripartizione dei rischi per investitori ed emittenti, sia all'interno sia all'esterno dell'area, in quanto agevola la diversificazione tra regioni, settori e valute.

I INTRODUZIONE

I mercati azionari costituiscono una parte fondamentale del sistema finanziario poiché migliorano la ripartizione del rischio tra gli operatori e di conseguenza stimolano la crescita economica. Il loro ruolo consiste nell'incanalare le risorse dai risparmiatori verso le imprese. Più sono attivi, più semplice è per le società quotate reperire i capitali di cui hanno bisogno per crescere. A sua volta, la liquidità su tali mercati aumenta a mano a mano che migliora l'efficienza della filiera delle operazioni connesse alla negoziazione di titoli. Nel complesso, per i mercati azionari, un aumento in termini sia di dimensioni sia di volumi e una gestione efficiente costituiscono ingredienti importanti per la creazione di maggiori opportunità.

Agli inizi, gran parte delle borse valori consentiva di negoziare un numero limitato di attività finanziarie interne. Con il tempo, mutamenti strutturali quali l'introduzione di tecnologie più sofisticate e le modifiche all'assetto proprietario hanno messo le borse in concorrenza fra di loro, aprendo spazi per lo sfruttamento di economie di scala e facendo crescere il numero di prodotti offerti. Ciò ha a sua volta stimolato l'attività di concentrazione. Nell'area dell'euro, dopo l'avvio dell'Unione monetaria, tali andamenti si sono inseriti nel generale processo di integra-

zione finanziaria su scala transnazionale inteso a migliorare l'efficienza del sistema finanziario nonché accrescere la liquidità del mercato per gli investitori e le possibilità di finanziamento per le imprese.

È importante sottolineare che i mercati azionari sono collegati alla politica monetaria in vari modi. Se funzionano adeguatamente, promuovono la ripartizione dei rischi per investitori e società emittenti poiché offrono agli operatori economici maggiori possibilità di allocazione del capitale in termini di spazio, tempo e rischio. Allo stesso tempo, mercati azionari sviluppati ed efficienti creano di norma un contesto favorevole alla politica monetaria, poiché gli impulsi di quest'ultima vengono trasmessi in modo più ordinato.

In tale contesto, questo articolo si prefigge di analizzare l'attuale tendenza verso la concentrazione delle borse valori alla luce delle possibili implicazioni per la politica monetaria. L'attuale ondata di operazioni di consolidamento delle attività di negoziazione era stata anticipata da vari osservatori poco dopo l'introduzione della moneta unica e a seguito dei progressi verso l'integrazione dei mercati finanziari dell'Unione europea (UE). Inizialmente ha riguardato il livello nazionale (con il consolidamento delle strutture di negoziazione all'interno di uno stesso paese)

e quello regionale (soprattutto attraverso la creazione di Euronext e, in qualche misura, l'ampliamento della borsa nordico-baltica OMX). Nell'ultimo anno ha invece coinvolto anche soggetti esterni all'area dell'euro: due grosse operazioni sono state già perfezionate (NYSE con Euronext e la London Stock Exchange con Borsa Italiana), mentre una terza è in programma tra il NASDAQ e il gruppo OMX. Benché influisca in misura solo marginale sull'area dell'euro, quest'ultima operazione costituisce un esempio interessante di consolidamento su scala interregionale. Il presente articolo evidenzia le determinanti alla base della tendenza delineata e descrive alcune barriere che potrebbero ostacolarne la prosecuzione.

L'argomento viene affrontato nel modo seguente: la sezione 2 illustra l'evoluzione e la struttura delle borse valori, compresa la tendenza verso la concentrazione; la sezione 3 esamina il contesto teorico dell'attuale tendenza e i fattori che la agevolano e che la ostacolano; la sezione 4 descrive i collegamenti tra i mercati azionari e la politica monetaria, oltre che il modo in cui i mutamenti strutturali dei primi possono influire sulla conduzione della seconda; la sezione 5 conclude.

2 IL MERCATO AZIONARIO NELL'AREA DELL'EURO: EVOLUZIONE E STRUTTURA

La nascita dei mercati azionari può essere fatta risalire al XII secolo in Francia, dove si ritiene che i primi intermediari abbiano iniziato a scambiare titoli di debito pubblico e privato. Mercati azionari non ufficiali sono esistiti in Europa per tutto il XVII secolo, quando le operazioni venivano concluse all'aperto o nei caffè. La prima Borsa ufficiale fu costituita ad Amsterdam nel 1602 per negoziare le azioni della Compagnia olandese delle Indie orientali. Agli inizi del XVIII secolo esistevano borse funzionanti in Francia e in Inghilterra, seguite da quelle degli Stati Uniti nella seconda parte del secolo. Quasi tutte le economie industriali offrono o hanno in qualche momento offerto alle imprese locali una piazza su cui finanziarsi. Molti paesi avevano

anche delle borse regionali, confluite successivamente nei processi di consolidamento.

Nell'area dell'euro il processo di concentrazione si è svolto soprattutto a livello nazionale, dove gran parte delle operazioni ha comportato la fusione tra borse regionali e tra mercati a pronti e dei derivati. La Deutsche Börse è nata nel 1992 dalla fusione di otto borse regionali tedesche. Le otto ancora presenti in Germania nel 1999 si erano ridotte ad appena cinque nel 2005 a seguito di altre analoghe operazioni¹⁾. In Italia il consolidamento risale al 1995 quando, con l'avvento delle contrattazioni elettroniche, le borse regionali (di proprietà dello Stato) furono chiuse e le attività concentrate interamente a Milano. Nel 1997 si decise di privatizzare la borsa e fondare una società per azioni, Borsa Italiana. In Spagna le quattro borse regionali (Barcellona, Bilbao, Madrid e Valencia) collaborano dal 1999 nell'ambito di Bolsas y Mercados Españoles (BME)²⁾. Nel 2002 la Athens Stock Exchange e la Athens Derivatives Exchange sono confluite nella Athens Exchange, gestita dalla Hellenic Exchange Holdings³⁾. Tra il 1999 e il 2005 il numero di borse (per la negoziazione di azioni e derivati) nei 12 paesi appartenenti all'area dell'euro è sceso da 30 a 22⁴⁾.

Durante il periodo più recente il processo di consolidamento ha assunto anche un carattere transfrontaliero. Ne costituiscono esempi degni di nota l'evoluzione di Euronext (cfr. riquadro 1), il consolidamento nell'area nordico-baltica (cfr. riquadro 2) e la fusione tra la London Stock Exchange (LSE) e Borsa Italiana.

- 1) A parte la Borsa di Francoforte, Börse Berlin (comprendente Brema), Börse Düsseldorf, Börsen Hamburg-Hannover (BOAG), Bayerische Börse e Börse Stuttgart.
- 2) BME è una società che integra i mercati dei titoli e i sistemi finanziari in Spagna. Comprende quattro borse, MF Mercados Financieros, Iberclear e BME Consulting.
- 3) Nell'aprile del 2007 il governo bulgaro ha annunciato l'intenzione di vendere una partecipazione del 44 per cento nella Borsa bulgara. Varie borse dell'UE si sono mostrate interessate ad acquistare una quota.
- 4) Cfr. Schmiedel, H. e Schönenberger, A., 2005, "Integration of securities market infrastructures in the euro area", *Occasional paper* della BCE, n. 33, e "Integration, regulation, and policy of securities market infrastructures in the euro area", 2006, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 14, n. 4.

Riquadro I

IL CASO DI NYSE EURONEXT

Nel 1999, in concomitanza con l'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria, otto borse valori europee iniziarono a discutere della possibilità di un mercato azionario europeo più integrato che avrebbe consentito ai loro clienti di accedere alle varie borse nazionali attraverso un'interfaccia unica. Le discussioni si arenarono. Tre membri – le borse di Amsterdam, Bruxelles e Parigi – decisero invece di portare avanti un'iniziativa di integrazione separata e dalla loro fusione, nel settembre del 2000, nacque una nuova società denominata Euronext.

Alla creazione di Euronext fecero seguito l'acquisizione del LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange) – il mercato dei derivati con sede a Londra – e la fusione con la borsa portoghese BVLP (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto) nel 2002.

Euronext è una borsa transfrontaliera. Dal novembre 2003 gli operatori delle piazze di Parigi, Bruxelles, Amsterdam e Lisbona utilizzano una piattaforma di negoziazione unica. La piattaforma prescelta è la NSC di Parigi (un sistema di contrattazione elettronica nel quale gli ordini sono negoziati in modo trasparente in base a una priorità cronologica e di prezzo). Le commissioni di negoziazione dei vari mercati a pronti sono state successivamente armonizzate. Agli inizi del 2005 Euronext ha iniziato a rivedere le regole di ammissione alla quotazione con il contributo di professionisti del settore finanziario, in particolare al fine di accrescere la liquidità e la visibilità delle piccole e medie imprese sui suoi mercati. Ciò ha portato alla creazione di un listino unico, Eurolist, cui le società possono accedere da una qualunque delle quattro piazze a seconda del mercato interno e dell'ordinamento giuridico scelto. Tutte e quattro le borse che compongono Euronext sono servite dal medesimo sistema di compensazione con controparte centrale (LCH. Clearnet SA), mentre il regolamento delle transazioni è effettuato dal gruppo Euroclear¹⁾.

La fusione ha consentito alle borse confluite in Euronext di unire le forze e utilizzare le stesse piattaforme, riducendo sostanzialmente i costi connessi all'uso delle tecnologie. I guadagni di efficienza derivanti da tale operazione sono stati ritenuti positivi²⁾. A titolo d'esempio, sono aumentati i volumi di scambi e si sono ridotti i differenziali denaro-lettera. È inoltre diminuita la volatilità dei titoli a grande capitalizzazione. Tali effetti positivi sembrano tuttavia riguardare principalmente le imprese più grandi impegnate in attività transfrontaliere³⁾. Tra il 2001 e il 2004 sono inoltre calate le spese per i sistemi informativi e il personale.

Nella tappa più recente dell'evoluzione di Euronext, dopo aver vagliato varie offerte competitive, gli azionisti hanno accettato quella del NYSE. NYSE Euronext, la holding creata dalla combinazione di NYSE Group, Inc. ed Euronext N.V., è stata ufficialmente costituita il 4 aprile 2007. L'operazione ha riunito sei borse azionarie di cinque paesi e sei mercati per la contrattazione di derivati. NYSE Group, Inc., una società interamente controllata da NYSE Euronext, gestisce

1) Cfr. "Payment and securities settlement systems in the European Union", *Blue Book*, quarta edizione, BCE, 2007.

2) Cfr. Pagano, M. e Padilla, J., 2005, *Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext natural experiment*, un documento elaborato per Euronext.

3) Cfr. Nielsson, U., 2007, *Stock exchange merger and liquidity*, Università di Reykjavik, vincitore dell'edizione 2007 del premio Josph de la Vega.

due borse valori: la New York Stock Exchange LLC (“NYSE”) e la NYSE Arca, Inc. (in passato, Pacific Exchange). Euronext N.V. è una consociata di NYSE Euronext.

Le borse valori europee e quelle statunitensi del nuovo gruppo operano attualmente come due entità separate. Tra Euronext e il NYSE Group non esistono né una piattaforma né un’interconnessione. Le società non possono essere quotate automaticamente su un listino comune, poiché la fusione ha riguardato aree geografiche soggette a requisiti normativi e regolamentari diversi. Pertanto, una società che intenda quotarsi su entrambi i mercati dovrà comunque seguire procedure di ammissione distinte e ottenere l’approvazione dell’autorità nazionale competente. Ad esempio, una società francese che decida di quotarsi e di figurare sui listini di Euronext Paris e del NYSE deve ottenere l’approvazione sia dell’AMF (Autorité des Marchés Financiers) in Francia sia della SEC (Securities and Exchange Commission) negli Stati Uniti.

Ciò nonostante, NYSE Euronext ha dichiarato che sono previsti prodotti e servizi a livello transfrontaliero e quotazioni in più valute e fasce orarie⁴⁾. Entro la fine del 2008 dovrebbe essere introdotta una piattaforma di contrattazione comune, che consentirà agli operatori di borsa di negoziare l’intero portafoglio NYSE Euronext sfruttando quindi le notevoli sinergie tecnologiche connesse alla fusione. Inoltre sembra esserci spazio per accrescere la ancora limitata condivisione di operatori e clienti comuni nei mercati dei derivati. Ciò potrebbe avvenire introducendo un’infrastruttura di negoziazione unica e attuando un semplice approccio che consenta accessi incrociati. Occorre tuttavia valutare attentamente l’impatto di tali modifiche sull’attuale quadro regolamentare e, in particolare, i possibili effetti indiretti sulla regolamentazione.

4) In questo contesto vale la pena di ricordare la recente proposta della SEC (Securities and Exchanges Commission) statunitense di iniziare ad accettare dagli emittenti privati esteri dei bilanci redatti in conformità con gli standard contabili internazionali (*International Financial Reporting Standards, IFRS*), rimuovendo l’obbligo di riconciliazione con i GAAP statunitensi.

Ciò si inserisce in un fenomeno più ampio che coinvolge anche le borse al di fuori dell’UE, del quale NYSE Euronext rappresenta l’ultimo esempio già realizzato, di riflesso alla crescente globalizzazione dei mercati finanziari.

Il consolidamento può essere di natura orizzontale, con fusioni tra borse che forniscono servizi analoghi. Questo comporta di norma il

passaggio da un sistema con diverse piattaforme di negoziazione separate a un modello a piattaforma unica (come nel caso di Euronext o del listino nordico di OMX) oppure interconnessa. Altri casi possono prevedere la semplice combinazione, all’interno di uno stesso gruppo, di piattaforme diverse che restano almeno inizialmente separate (come avviene ora con NYSE Euronext).

Riquadro 2

L’EVOLUZIONE DELLA BORSA NORDICO-BALTICA OMX

Negli ultimi anni gli scambi di azioni nei paesi dell’area nordica e baltica sono divenuti sempre più integrati. Tale andamento ha seguito la generale integrazione finanziaria dell’area, ma è stato anche favorito da varie operazioni di fusione tra borse. Il gruppo OMX è stato tra i soggetti più attivi nell’ambito delle operazioni di fusione nell’UE, visto che le sue attività coprono adesso sette paesi e un certo numero di valute e depositari centrali (DC).

Nel 2003 OMX (proprietario della Borsa di Stoccolma) ha acquistato HEX Plc. (la quale possedeva la borsa valori e il DC della Finlandia, oltre che la Borsa di Tallinn e quella di Riga) e l'anno successivo ha rilevato una quota di maggioranza della Borsa di Vilnius. Nel 2005 ha realizzato una fusione per acquisizione con la Borsa di Copenaghen e un anno dopo ha acquisito l'islandese EV, proprietaria della Borsa d'Islanda e dell'Icelandic Securities Depository (ICD). OMX, quindi, è oggi azionista unico o di maggioranza delle borse di sette paesi. È una società quotata e ammessa alla negoziazione su quattro listini della regione nordica.

A questa attività di consolidamento ha fatto seguito la costituzione della NOREX Alliance, un sodalizio strategico tra le borse riunite nel gruppo OMX e la Borsa di Oslo che ha determinato un'ampia armonizzazione degli scambi azionari negli otto paesi dell'area nordico-baltica e si è tradotto in regole uniformi di ammissione alle varie piazze¹⁾. Ciò vuol dire che le norme di negoziazione e i requisiti di ammissione, oltre che le regole di comportamento e l'autorizzazione degli intermediari, sono stati armonizzati. Gli scambi nelle borse che partecipano all'alleanza avvengono attraverso un sistema di negoziazione comune, denominato SAXESS. Grazie alla NOREX Alliance, chi è già membro di una borsa può essere ammesso anche alle altre senza dover seguire procedure di ammissione formali e dispendiose in termini di tempo.

Nell'ottobre 2006 OMX ha inoltre introdotto un listino nordico comune – comprensivo delle azioni quotate sulle borse di Stoccolma, Helsinki e Copenaghen – e nella primavera del 2007 ha aggiunto anche le azioni islandesi. I membri del mercato a pronti, ad esempio le banche e le imprese di investimento, possono scambiare azioni, diritti azionari, prestiti convertibili, opzioni di sottoscrizione, obbligazioni a premio, obbligazioni al dettaglio, ETF e warrant. I prodotti possono variare a seconda del mercato locale, ma per negoziarli è sufficiente l'iscrizione a un'unica borsa. Le azioni sul listino nordico sono negoziate nella valuta locale della borsa dove la società è quotata. Gran parte delle imprese di investimento dispone anche di un servizio di cambio per le contrattazioni in valuta.

Anche il mercato baltico – che comprende le borse di Tallinn, Riga e Vilnius – ha un listino unico, un sistema di negoziazione comune e regole di mercato armonizzate. Dal punto di vista legale, le società restano quotate sul rispettivo mercato locale e soggette alla supervisione dell'autorità di vigilanza finanziaria locale. Le tre borse hanno un'identica struttura e durata delle giornate di contrattazione. A Tallinn la valuta di contrattazione è l'euro, mentre a Riga e a Vilnius si usano ancora le divise locali.

In generale, l'integrazione dei mercati azionari ha lo scopo di semplificare l'operatività dei membri, migliorare la liquidità e agevolare gli scambi di azioni dell'area nordica e baltica. Essa consente ai membri delle borse e agli investitori di accedere alle negoziazioni in modo uniforme e quindi favorisce gli scambi perché rende più semplici le transazioni transfrontaliere e l'attività di promozione su scala internazionale dei mercati azionari della regione.

La stragrande maggioranza dei requisiti per l'ammissione alla quotazione sulle borse di Helsinki, Stoccolma, Copenaghen e dell'Islanda è stata armonizzata. Potrebbero tuttavia esistere alcune differenze residue, riconducibili a specifiche disposizioni di legge nazionali o a particolarità del quadro regolamentare di una determinata giurisdizione, poiché le quattro borse sono entità giuridiche separate sottoposte a giurisdizioni diverse e di conseguenza dotate di regole proprie.

1) Esistono delle eccezioni. Ad esempio le borse nordiche hanno adottato le regole di ammissione per i partecipanti al mercato del NOREX, mentre quelle di Riga, Tallinn e Vilnius si sono dotate di regole diverse seppur simili nei contenuti a quelle del NOREX.

Tavola 1 Capitalizzazione di borsa e scambi azionari

(milioni di euro)

Mercato	Capitalizzazione di borsa	Scambi azionari
Euronext	3.139.342	2.020.444
LSE	2.988.761	4.163.429
Deutsche Börse	1.448.281	1.592.055
BME	1.125.103	1.115.484
OMX	954.922	683.190
Borsa Italiana	814.235	896.774
Athens Exchange	172.266	55.954
Wiener Börse	165.875	47.949
Irish SE	129.094	50.840
Luxembourg SE	71.718	94
Ljubljana SE	17.622	1.380

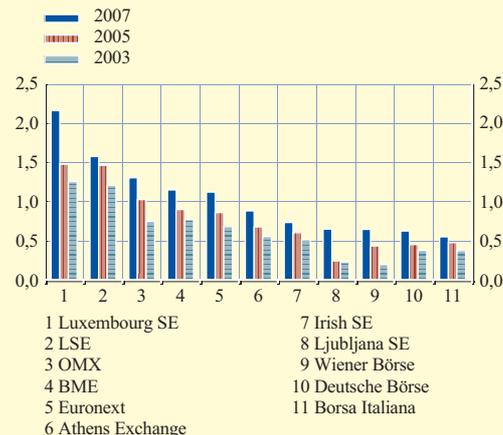
Fonte: FESE.

Nota: i valori della capitalizzazione del mercato azionario si riferiscono a giugno 2007. Gli scambi azionari sono calcolati come il valore delle negoziazioni in azioni effettuate nella prima metà del 2007.

L'operatore di gran lunga più grande dell'area dell'euro in termini di capitalizzazione di borsa è oggi Euronext⁵⁾, seguito da LSE, Deutsche Börse, BME, OMX e Borsa Italiana (cfr. tavola 1). Per dimensioni Euronext è comparabile con il NASDAQ, mentre è notevolmente più piccolo del NYSE. In termini di rapporto tra capitalizzazione di borsa delle imprese nazionali e PIL, il quadro cambia lievemente e tra le borse dell'area dell'euro quella del Lussemburgo si colloca al primo posto, seguita da BME ed Euronext (cfr. figura 1). Anche le borse dell'UE esterne all'area dell'euro, vale a dire LSE e OMX, sono importanti in termini di rapporto capitalizzazione/PIL. Tra le principali piazze dell'area dell'euro, Deutsche Börse e Borsa Italiana si collocano su livelli relativamente bassi. I raggruppamenti e la gerarchia delle borse si riscontrano anche in termini di scambi, in base ai quali Euronext e Deutsche Börse risultano prime, seguite da BME, Borsa Italiana e OMX (cfr. tavola 1). Nell'insieme, queste misure sono indicative di un mercato piuttosto concentrato. Lo scorso giugno, l'83 per cento del valore totale delle contrattazioni in titoli azionari era imputabile alle quattro principali borse della UE. Il dato sale al 91 per cento se si considerano i cinque maggiori operatori⁶⁾.

Figura 1 Capitalizzazione del mercato azionario

(in percentuale del PIL)



Fonti: FESE, Eurostat, SedlaBanki, Statistics Iceland.

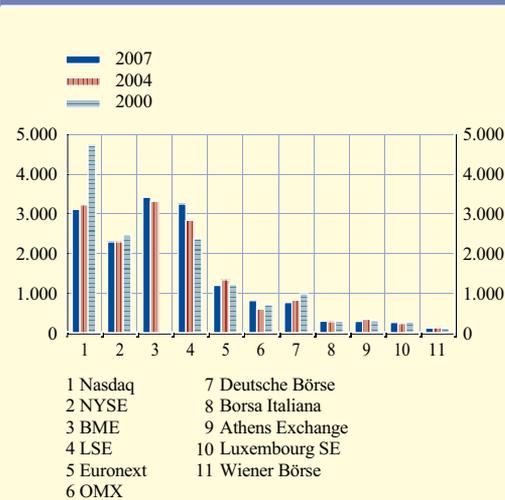
Nota: nel calcolo dei rapporti per il 2007 sono stati utilizzati i dati del PIL del 2006. I valori della capitalizzazione del mercato azionario si riferiscono a giugno 2007.

Il numero di società quotate nelle principali borse dell'area dell'euro ha seguito andamenti diversi nel tempo e nei singoli mercati nazionali (cfr. figura 2). Tra la fine del 1998 e la fine del 2000 è salito complessivamente da 3.900 a 4.900, con un incremento medio annuo del 12,3 per cento⁷⁾. Anche se negli ultimi anni Deutsche Börse ed Euronext hanno accusato un calo, sul lungo periodo si prevede una prosecuzione di questa crescita seppure a ritmi meno sostenuti. Fra il 2002 e il 2007 il numero di società quotate è salito da 6.300 a circa 6.500, con un aumento medio annuo dell'1 per cento.

Oltre alle borse principali, su alcune piazze esistono anche dei listini alternativi specifici per le imprese più piccole e in crescita. Nell'area dell'euro questi listini sono presenti sul circuito di Borsa Italiana (Mercato Expandi), Deutsche Börse (Entry Standard), Euronext (Alternext) e sui rispettivi segmenti di Irish Stock Exchange, Athens Stock Exchange e Wiener Börse. Al-

5) Questa sezione considera LSE e Borsa Italiana come entità separate.
 6) Secondo la Federation of European Securities Exchanges (FESE). Nel totale sono incluse diciotto borse valori.
 7) Cfr. *The euro equity markets*, BCE, agosto 2001.

Figura 2 Numero di società quotate nelle principali borse



Fonti: World Federation of Exchanges, FESE e BME.

l'interno dell'UE il listino alternativo più ampio è l'AIM (Alternative Investment Market) dell'LSE. Rispetto a quelli tradizionali, questi listini consentono alle società più piccole di finanziarsi con oneri normativi inferiori. Quindi, la struttura della borsa influisce in misura rilevante sui costi delle imprese.

Nel prosieguo della sezione vengono stimate le varie componenti di costo connesse alle contrattazioni. Suddivise in costi di distribuzione (ad esempio derivanti da IPO) e di liquidità (negoziamento), tali componenti sono importanti poiché creano uno scarto tra l'utile netto richiesto dagli investitori e il costo del capitale azionario sostenuto dagli emittenti. Per quanto concerne la distribuzione, si tratta di costi diretti (quali le commissioni di sottoscrizione, le consulenze e le spese di ammissione a quotazione) e dello sconto sul prezzo del titolo nell'IPO (*initial public offering*, offerta pubblica iniziale). I costi di liquidità o di negoziazione possono essere a loro volta scomposti in costi diretti (che comprendono provvigioni e commissioni di intermediazione, corrispettivi annuali di quotazione e costi dei meccanismi di *corporate governance*) e indiretti (rilevati dai differenziali denaro-lettera e dai volumi negoziati). Studi internazionali

Tabella 2 Commissioni di sottoscrizione e costi di negoziazione

Mercato	Commissioni di sottoscrizione all'IPO (in perc.)	Canoni di ammissione a quotazione (in perc. del valore)	Costi di negoziazione totali (p.b.)
LSE (mercato principale)	3,3	0,02	25,2
AIM (UK)	3,5	0,00	n.d.
NYSE	6,5	0,02	23,5
NASDAQ	7,0	0,02	30,8
Euronext	1,8	0,04	27,0
Deutsche Börse	3,0	0,00	27,1

Fonte: Oxera (2006).

Nota: le commissioni di sottoscrizione sono calcolate come percentuale dell'ammontare totale emesso. I canoni di ammissione a quotazione sono espressi in riferimento ad una capitalizzazione di borsa di 500 milioni di sterline.

hanno mostrato che sia i costi di quotazione e di finanziamento sui mercati azionari sia i costi di negoziazione sono in qualche misura diversi nelle differenti regioni⁸⁾. Una classifica delle principali borse europee e statunitensi sulla base del livello dei costi di sottoscrizione vede di fatto in testa quelle degli Stati Uniti, seguite dalle borse del Regno Unito e da Deutsche Börse, mentre i costi di Euronext sono comparativamente più bassi. Per quanto concerne i mercati secondari, i minori costi totali di negoziazione sarebbero riferibili al NYSE e all'LSE, seguiti da Euronext e Deutsche Börse (cfr. tavola 2).

3 LE RAGIONI DEL CONSOLIDAMENTO

Il consolidamento tra le borse ha l'obiettivo di cogliere le rilevanti economie di scala e di gamma realizzabili nell'industria della negoziazione dei titoli. Il progresso tecnologico costituisce una determinante importante di questo processo. Da un lato, consente di ampliare il novero degli investitori e delle società che operano su un de-

8) Cfr. *The Cost of Capital: An International Comparison*, Oxera Consulting Ltd, giugno 2006.

Cambiamenti strutturali e concentrazione del mercato azionario: implicazioni per l'efficienza del sistema finanziario e per la politica monetaria

terminato mercato, accrescendo quindi i volumi e la liquidità e abbassando i costi operativi. Dall'altro, la domanda da parte degli investitori di poter eseguire transazioni più rapidamente e per volumi più ampi promuove la concorrenza tra le borse, alle quali vengono richiesti consistenti investimenti in tecnologia. Le operazioni di fusione in questo settore possono quindi aiutare a ridurre gli organici, ottenere risparmi sostanziali in termini di costo e risanare i bilanci.

Un'eccessiva concentrazione può tuttavia comportare degli svantaggi, poiché mette a repentaglio la concorrenza. Di fatto, casi estremi di consolidamento potrebbero favorire la nascita di monopoli. Ciò potrebbe comportare maggiori utili per le borse nel breve periodo, ma la minore concorrenza rischia di far crescere le commissioni di quotazione e i costi di negoziazione a danno sia degli emittenti sia degli investitori⁹⁾.

Come accennato nella sezione precedente, le borse sono nate a livello locale per ridurre al minimo i costi d'informazione. Tecnologie di telecomunicazione ancora primitive agli inizi del secolo scorso richiedevano la compresenza fisica delle controparti di una transazione e la prossimità geografica delle società quotate. Il successivo decremento dei costi di comunicazione e le modifiche al quadro regolamentare – con la conseguente armonizzazione delle norme applicabili alle borse di uno stesso paese – hanno accresciuto la concorrenza fra le diverse piazze finanziarie poiché le imprese tendevano a quotarsi su quella più efficiente.

IMPATTO DEL CONSOLIDAMENTO

Già negli anni sessanta vari ricercatori avevano segnalato che sia i costi operativi medi delle borse valori sia i differenziali denaro-lettera tendevano a scendere con l'aumento dei volumi, a indicare l'esistenza di economie di scala per le operazioni di borsa e per l'attività di *market-making*. È stato inoltre evidenziato che gli scambi si concentrano di norma dove i costi di esecuzione sono più bassi, rafforzando quindi la tendenza¹⁰⁾. Negli Stati Uniti il processo di consolidamento è iniziato dopo gli anni quaranta. I

cambiamenti di ordine tecnologico e normativo intervenuti all'epoca hanno consentito ai mercati *over-the-counter* di proporsi come concorrenti per attività che in precedenza erano prerogativa delle borse regionali, le quali hanno a loro volta iniziato a competere per aggiudicarsi il flusso di ordini sulle società quotate presso il NYSE. La concorrenza ha portato a una serie di fusioni tra borse regionali. Studi empirici sul consolidamento di queste ultime negli Stati Uniti rilevano un aumento in termini di volume, di scambi e quota di mercato a scapito degli operatori regionali non interessati da operazioni di concentrazione. I differenziali denaro-lettera sulle borse oggetto di fusione hanno teso a restringersi, in linea con l'ipotesi secondo cui il consolidamento accresce la concorrenza tra i centri finanziari a vantaggio degli investitori. Di conseguenza, le borse coinvolte nelle operazioni di fusione sono riuscite a sfruttare le economie di scala e competere più efficacemente con il NYSE¹¹⁾.

Anche analisi svolte più di recente in vista dell'introduzione dell'euro hanno segnalato l'esistenza di sostanziali economie di scala, che tuttavia paiono più significative nel caso di borse ubicate in regioni con strutture normative maggiormente armonizzate¹²⁾. In linea con questi riscontri, come delineato in precedenza, nell'area dell'euro il consolidamento ha riguardato innanzitutto l'ambito nazionale. Successivamente, l'introduzione della moneta unica e il venir meno del rischio di cambio, assieme agli ulteriori progressi tecnologici (l'ascesa delle contrattazioni elettroniche), hanno stimolato di-

9) Cfr. McInish, T. H. e Wood, R. A., 1996, "Competition, fragmentation and market quality", in *The Industrial Organization and Regulation of the Security Industry*, a cura di Lo, A., National Bureau of Economic Research. Analizzando la qualità dei mercati per le società quotate al NYSE, gli autori concludono che la concorrenza tra i centri finanziari è vantaggiosa per gli operatori.

10) Cfr. Demsetz, H., 1968, "The cost of transacting", in *Quarterly Journal of Economics*, n. 82, e Chowdry, B. e Nauda, V., 1991, "Multimarket trading and market liquidity", in *Review of Financial Securities*, n. 4.

11) Cfr. Arnold, T., Hersch, P., Mulherin, J. H. e Netter, J., 2001, "Merging markets", in *Journal of Finance*, n. 54.

12) Cfr. Hasan, I. e Malkamäki, M., 2001, "Are expansions cost effective for stock exchanges? A global perspective", in *Journal of Banking & Finance*, n. 25.

versi livelli di consolidamento (fusioni e accordi di rete) su scala internazionale. Tale strategia ha contribuito in larga misura al miglioramento della *performance* delle borse, poiché è stata significativamente accompagnata da un aumento della capitalizzazione di borsa, una crescita delle attività e un abbassamento dei costi di transazione¹³). Di fatto, nel caso di Euronext si sono ampliati i volumi negoziati e ristretti i differenziali denaro-lettera, mentre la volatilità dei titoli a grande capitalizzazione è diminuita (cfr. anche il riquadro 1). Inoltre, il progresso tecnologico ha reso possibili economie sia di gamma sia di scala. Ad esempio, rispetto alle controparti americane, le borse europee sono state più veloci nel passare alla contrattazione elettronica e nel creare legami commerciali di cooperazione tra i mercati azionari e quelli dei derivati.

FATTORI FAVOREVOLI

Una determinante del conseguimento di economie di scala nel settore delle borse valori va individuata nel passaggio di queste ultime da organizzazioni di proprietà degli stessi partecipanti al mercato a società quotate che generano utili. Le nuove tendenze in termini di assetto proprietario e di *governance* non vanno sottovalutate: esse sono anche il risultato della concorrenza a livello mondiale e delle economie di scala e hanno agevolato il processo di concentrazione. Negli ultimi dieci anni la demutualizzazione delle borse ha costituito un fenomeno diffuso. La World Federation of Exchanges segnala che nel 2005 le organizzazioni a fini di lucro rappresentavano il 73 per cento dei suoi membri, contro il 63 per cento nel 2000 e il 38 per cento nel 1998¹⁴). Il cambiamento di *governance* consente alle borse di modernizzare la loro tecnologia, evitare la concentrazione del controllo proprietario, ottenere un più agevole e costante accesso ai capitali, dotarsi di una struttura gestionale più flessibile nel reagire alle mutevoli condizioni di mercato e del settore, effettuare operazioni di fusione e acquisizione e creare l'organizzazione per il perseguimento di nuove strategie commerciali¹⁵). Ciò potrebbe valere in particolare per le borse di proprietà statale che sono state successivamente trasformate in società quotate. Le imprese private potrebbero meglio raccogliere le nuove sfide

di settore e quelle quotate potrebbero essere più inclini a partecipare a operazioni di fusione e acquisizione (*mergers and acquisitions*, M&A). Infine, le società quotate – come è il caso di diverse borse valori – assicurano di norma un maggior grado di trasparenza e un più facile accesso alle informazioni societarie. La modifica della *governance* semplifica quindi le operazioni di fusione e acquisizione, implicando che oggi le borse dispongano di un'ampia clientela – che va oltre il novero dei proprietari-utenti – e si trovino in concorrenza con altre borse e altri operatori per l'offerta di servizi di quotazione e negoziazione.

In aggiunta alle pressioni concorrenziali derivanti dal progresso tecnologico, più di recente sono emersi altri due temi che incentivano il consolidamento interregionale. Si tratta della necessità di diversificare le entrate e del nuovo contesto competitivo derivante dalla globalizzazione. Il consolidamento su base industriale tra tipologie diverse di borse è stata la risposta di queste istituzioni alla crescente esigenza di diversificazione delle entrate. Negli ultimi anni il mercato azionario a pronti ha registrato un'espansione più lenta rispetto, ad esempio, a quello dei derivati, spingendo le borse a ricercare metodi per ridurre i rischi ai quali è esposto il flusso dei ricavi. Per i gruppi esistenti nell'UE i mercati a pronti generano proventi di negoziazione molto diversi da quelli dei derivati. Ad esempio, sia Euronext sia Deutsche Börse ottengono ricavi molto maggiori dall'attività in derivati che da quella a pronti, mentre nel caso di LSE, BME e OMX avviene il contrario.

Infine, la globalizzazione dei mercati ha fornito un grande impulso al processo di consolidamento. Gli investitori sono sempre più inclini a diversificare maggiormente i loro portafogli a livello internazionale, sfruttando la crescita sui

13) Cfr. Hasan, I. e Schmiedel, H., 2006, "Networks and stock market integration: empirical evidence", in *Transparency, Governance and Markets*, Bagella, M., Becchetti, L. e Hasan, I., (a cura di), Elsevier.

14) World Federation of Exchanges, 2006, *Cost and Revenue Survey 2005*.

15) Cfr. Lee, R., 2002, *The Future of Securities Exchanges*, Wharton Financial Institutions Center, 02-14.

mercati non nazionali. Le borse sono quindi in concorrenza tra di loro per fornire agli investitori maggiori opportunità di operare su classi di attività e fasce orarie diverse. È inoltre aumentata la concorrenza di sedi di negoziazione alternative, quali gli Alternative Trading System (ATS), i Multilateral Trading System (MTF) e gli internalizzatori sistematici¹⁶⁾. I casi più recenti di consolidamento tra regioni (OMX, NYSE Euronext e LSE-Borsa Italiana) andrebbero considerati in questo contesto.

FATTORI SFAVOREVOLI

Nonostante la presenza di fattori favorevoli al suddetto consolidamento, il potenziale d'integrazione tra i mercati azionari dell'area dell'euro non è stato ancora sfruttato appieno. Soprattutto nel contesto internazionale, tenendo altresì conto della preferenza per il mercato interno (*home bias*), i costi di informazione e le barriere normative impediscono di fatto alle borse di competere soltanto sulla base dei più bassi costi di esecuzione¹⁷⁾. In teoria, il progresso tecnologico e la tendenza verso un'uniformazione delle normative potrebbero far emergere un unico centro globale in Europa. Permangono tuttavia svariati ostacoli significativi. Alcuni sostengono ad esempio che, se in generale le informazioni possono essere trasferite agevolmente per il tramite di reti elettroniche, quando sono "di natura complessa e a carattere locale" devono essere comunicate personalmente. Di conseguenza, fintanto che esisteranno piccoli attriti sul mercato (costi di accesso e informazioni eterogenee), le telecomunicazioni non elimineranno l'importanza dell'ubicazione¹⁸⁾. Inoltre, sui volumi degli scambi presso le borse di paesi diversi influiscono le discrepanze in termini di quadro normativo, le barriere linguistiche, le differenze culturali e la complessità delle attività transfrontaliere¹⁹⁾. È più probabile che gli investitori detengano, acquistino e vendano titoli di società geograficamente vicine e che preferiscano quelle che divulgano informazioni nella loro madre lingua.

In passato gli ordinamenti giuridici e le regolamentazioni nazionali ostacolavano le operazioni di consolidamento a carattere transfrontaliero. Oggi sono tuttavia in corso numerose iniziati-

ve intese a rimuovere gli ostacoli esistenti. La realizzazione di un mercato interno dei servizi finanziari a livello europeo è stata perseguita con una serie di interventi legislativi e regolamentari, tra i quali riveste un ruolo importante il Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF) varato nel 1999. Le misure più rilevanti per i mercati azionari e il loro consolidamento sono la direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID, che sostituisce quella sui servizi di investimento) e la direttiva sui prospetti informativi (cfr. riquadro 3). La MiFID eserciterà un impatto profondo sull'organizzazione e le strategie commerciali di società di investimento, borse, gestori e altre tipologie di intermediari sui mercati finanziari. Dovrebbe accrescere il grado di integrazione dei mercati europei di capitali, ma avrà anche effetti significativi sulla struttura e sullo sviluppo degli stessi, ad esempio in termini di maggiore concorrenza²⁰⁾. La sua attuazione ha già determinato dei cambiamenti strutturali nei mercati. Ad esempio, nel novembre 2006 sette grandi banche di investimento – che nell'insieme generano la metà degli scambi sull'LSE – hanno annunciato la costituzione di una loro piattaforma di negoziazione²¹⁾.

Sulle borse europee influirà inoltre in misura fondamentale il Codice di condotta europeo

- 16) ATS e MTF sono sistemi gestiti da una impresa di investimento o da un operatore di mercato che riuniscono più controparti interessate alla compravendita di strumenti finanziari quali azioni, obbligazioni e derivati. Un internalizzatore sistematico è una impresa di investimento che crea mercati al di fuori di un mercato regolamentato o di un MTF.
- 17) Cfr., ad esempio, Kang, J.-K. e Stulz, R. M., 1997, "Why is there a home bias?: An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan", *Journal of Financial Economics*, n. 46, pagg. 3-28, e l'abbondante letteratura in materia di *home bias*. Per il caso europeo, cfr. ad esempio McAndrews, J. e Stefanadis, C., 2002, "The consolidation of European stock exchanges", in *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Volume 8, n. 6.
- 18) Cfr. Gaspar, J. e Glaeser, E., 1996, "Information Technology and the Future of Cities", *Working paper* del NBER n. W5562.
- 19) Cfr. Brennan, M. e Cao, H. H., 1997, "International portfolio investment flows", *Journal of Finance*, n. 52 (5), pagg. 1851-1880.
- 20) Cfr. Casey, J.-P. e Lannoo, K., 2006, "The MiFID Revolution", *Policy Brief* dell'ECMI, n. 3 e *The Future of Investing in Europe's Markets after MiFID*, Skinner, C., 2007, Wiley Finance.
- 21) Noto come "Project Turquoise", coinvolge le seguenti sette banche: Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley e UBS.

dell'industria dei servizi di compensazione e regolamento (*European Code of Conduct for Clearing and Settlement*), firmato il 7 novembre 2006 dalle associazioni europee delle infrastrutture di mercato (fra cui la Federation of European Securities Exchanges). Il codice – che

intende offrire agli operatori la libertà di scegliere il fornitore di servizi preferito garantendo la trasparenza dei prezzi, il libero accesso, l'interoperabilità e l'offerta separata dei singoli servizi – contribuirà ad accrescere la concorrenza tra le borse valori.

Riquadro 3

IL PIANO D'AZIONE PER I SERVIZI FINANZIARI E LE BORSE VALORI

Il completamento del Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF) ha comportato una revisione dell'intero quadro regolamentare dell'UE relativo alle borse valori e ai servizi di investimento in generale. Le direttive sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID), sui prospetti informativi e sulla trasparenza contengono alcune disposizioni innovative intese ad accrescere la concorrenza tra le borse e tra queste ultime e le nuove sedi di negoziazione.

Più nello specifico, la direttiva MiFID ha rimosso alcuni ostacoli alla concorrenza tra i diversi canali di negoziazione. È stata in particolare eliminata la regola di concentrazione, che imponeva di eseguire le transazioni sulla borsa nazionale come requisito per assicurare la *best execution* degli ordini da parte delle imprese di investimento¹⁾. Viene imposto agli Stati membri di consentire l'internalizzazione degli ordini e quindi eliminare le regole di concentrazione, al fine di promuovere la concorrenza tra le sedi di negoziazione e permettere agli investitori di scegliere tra le diverse funzionalità offerte ad esempio dai mercati regolamentati, dai sistemi multilaterali di negoziazione (*Multilateral Trading Facilities*, MTF)²⁾ e dagli internalizzatori sistematici. Allo stesso tempo la direttiva disciplina l'internalizzazione, attraverso norme intese a stabilire pari condizioni fra le tre tipologie di funzionalità menzionate in precedenza e a garantire lo stesso grado di tutela degli investitori in tutte le sedi di negoziazione³⁾, e crea un nuovo quadro armonizzato per l'autorizzazione dei mercati regolamentati e gli obblighi di trasparenza.

Infine, sempre ai sensi della direttiva MiFID, un valore mobiliare quotato in un mercato regolamentato può essere ammesso alla negoziazione in altri mercati analoghi anche senza il consenso dell'emittente⁴⁾. Tale disposizione, cui si aggiunge l'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo ai sensi della direttiva Prospetti, ha due importanti conseguenze: in primo luogo accresce la concorrenza tra mercati regolamentati, a livello sia nazionale sia transnazionale, per quanto concerne la negoziazione dei titoli quotati su altre piazze; in secondo luogo, in caso di alleanze tra borse diverse, consente di negoziare lo stesso titolo in tutti i mercati regolamentati oggetto dell'alleanza senza dover necessariamente procedere a una loro fusione.

1) Le "regole di concentrazione" erano state introdotte in alcuni Stati membri quali la Francia, l'Italia e la Spagna. Altri, tra cui il Regno Unito, lasciavano gli intermediari liberi di effettuare queste transazioni fuori borsa e anche di "internalizzarle" in conformità con gli obblighi generali di esecuzione alle condizioni migliori. Per una descrizione dei sistemi nazionali, cfr. Davies, R., Dufour, A. e Scott-Quinn, B., "The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure" in *Investor protection in Europe: Corporate law making, the MiFID and Beyond*, a cura di Ferrarini, G. e Wymeersch, E., Oxford University Press, 2006, pagg. 163-197.

2) Un MTF è un sistema multilaterale di negoziazione gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato.

3) Come recita il quinto considerando della direttiva MiFID: "È necessario stabilire un regime organico che disciplini l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati, in modo da garantire un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni degli investitori nonché l'integrità e l'efficienza globale del sistema finanziario".

4) Cfr. l'articolo 40, paragrafo 5, della direttiva MiFID e l'articolo 4 della direttiva sui prospetti informativi.

L'esistenza di regole armonizzate a livello dell'UE in materia di mercati regolamentati e società di investimento, assieme al migliore quadro regolamentare per la cooperazione tra autorità di vigilanza, ha sicuramente agevolato le attività di concentrazione tra le borse europee. Le alleanze con controparti non europee hanno presentato un grado superiore di complessità, per i dubbi connessi alla possibile portata extraterritoriale dei vari obblighi normativi e regolamentari, risolte con soluzioni concordate dalle autorità di vigilanza coinvolte. Un'ulteriore convergenza a livello internazionale e il riconoscimento reciproco delle disposizioni in materia sia di servizi di investimento sia di emittenti possono contribuire al superamento dei possibili ostacoli giuridici che si frappongono al consolidamento internazionale delle borse valori.

4 IL MERCATO AZIONARIO E LA POLITICA MONETARIA

I mercati azionari, che costituiscono una parte integrante del sistema finanziario, permettono di incanalare i risparmi (soprattutto delle famiglie) verso il settore delle imprese e di mettere a disposizione degli investitori strumenti per lo scambio dei flussi. I prezzi osservati su tali mercati sono particolarmente importanti dal punto di vista della politica monetaria, poiché riflettono le attese degli operatori circa la crescita economica futura (ruolo passivo) e influiscono sugli andamenti dell'economia reale (ruolo attivo).

Nel loro ruolo passivo, i corsi azionari costituiscono una fonte di informazioni preziose e rientrano quindi tra le numerose variabili economiche e finanziarie tenute sotto osservazione dalle banche centrali. Da essi si possono ricavare ragguagli utili sugli andamenti economici: possono avere caratteristiche di indicatori anticipatori e contribuire a una valutazione delle attese degli operatori circa l'evoluzione dell'attività economica, ma possono anche agevolare l'individuazione di fattori particolari che distorcono il contenuto informativo di importanti variabili monitorate quali gli aggregati monetari.

La politica monetaria influisce sui prezzi delle azioni in diversi modi. Ad esempio, una variazione dei tassi ufficiali esercita effetti di breve periodo sul tasso di sconto, attraverso la modifica dei tassi di interesse di mercato a breve. Inoltre la politica monetaria può incidere sugli utili e sui dividendi delle imprese per il suo impatto sulle aspettative degli investitori quanto alla crescita economica a

breve termine. Gli investitori sul mercato azionario anticipano le decisioni di politica monetaria e quindi la reazione dei corsi azionari all'annuncio di un riorientamento monetario non è di norma significativa. Tuttavia, variazioni inattese dei tassi ufficiali possono influire sul grado di rischio percepito delle azioni e indurre gli investitori a rivalutare le decisioni di investimento²²⁾. Infine, nel lungo periodo, la politica monetaria riduce l'incertezza connessa all'inflazione e di conseguenza anche quella relativa al prezzo futuro delle azioni poiché mantiene la stabilità dei prezzi e ancora saldamente le aspettative di inflazione.

L'andamento delle quotazioni riveste pertanto un carattere rilevante nella trasmissione della politica monetaria. Nel loro ruolo attivo, i mercati azionari influiscono sull'economia soprattutto attraverso tre canali: il costo del capitale, la ricchezza e i bilanci. Per quanto riguarda il primo, i prezzi delle azioni hanno un impatto diretto sul costo del capitale e quindi sulla spesa per investimenti delle imprese. Quando sono elevati, il costo del capitale è basso e risulta relativamente poco costoso finanziare i propri investimenti con l'emissione di azioni. Il secondo canale opera attraverso l'impatto della ricchezza sui consumi. A corsi azionari più elevati corrisponde per esempio una maggiore ricchezza finanziaria delle famiglie, che potrebbe a sua volta determinare maggiori consumi correnti e futuri. Si ritiene che nell'area dell'euro questo canale abbia rivestito

22) Cfr. Bernanke, B., *Monetary policy and stock market: some empirical results*, osservazioni presentate nell'autunno 2003 alla Banking and Finance Lecture, Widener University, Chester, Pennsylvania.

un'importanza inferiore che negli Stati Uniti, dato il minor grado di partecipazione ai mercati azionari delle famiglie dell'area. La partecipazione è tuttavia aumentata negli ultimi decenni, soprattutto per il tramite dei fondi investiti attraverso intermediari finanziari. In particolare, gli investimenti tramite i fondi pensione dovrebbero aumentare in misura significativa nel medio periodo in alcuni paesi dell'area dell'euro, poiché le famiglie vanno accrescendo le risorse destinate a finanziare i trattamenti previdenziali, in un contesto di invecchiamento demografico e di riforma dei sistemi pensionistici²³). Con riferimento al terzo canale, le variazioni dei prezzi azionari possono influire in modo più generale anche sulla capacità delle imprese e delle famiglie di indebitarsi, attraverso effetti sulla situazione patrimoniale delle stesse. L'aumento di valore delle garanzie accresce la capacità di indebitarsi e di investire, un processo noto come acceleratore finanziario²⁴).

Una volta analizzato il collegamento fra i prezzi delle azioni e la politica monetaria, si pone la questione di comprenderne l'influenza sulla struttura dei mercati finanziari. In generale, mercati finanziari più efficienti agevolano la conduzione e l'attuazione della politica monetaria. Poiché le borse sono parte integrante del sistema finanziario, il loro consolidamento – ove determini guadagni di efficienza – rende ancora più efficace la trasmissione della politica monetaria. Esso migliora inoltre il contenuto informativo degli andamenti dei listini, in particolare se i mercati azionari svolgono un ruolo più importante nel finanziamento del settore delle imprese.

Un sistema finanziario efficiente, completo di un mercato azionario efficiente, può migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e, in ultima istanza, contribuire ad aumentare il potenziale di crescita dell'economia. Ciò vuol dire che uno sviluppo armonizzato del sistema finanziario nell'area dell'euro è estremamente importante per i responsabili delle politiche. Il consolidamento delle borse valori sarebbe quindi accolto con favore se migliorasse il funzionamento dei mercati finanziari in tutte le regioni dell'area dell'euro.

Una maggiore efficienza del mercato azionario amplia anche le possibilità di ripartizione dei rischi per gli investitori e gli emittenti, sia all'interno sia all'esterno dell'area dell'euro, poiché agevola la diversificazione tra regioni, settori e valute. Questo è particolarmente importante in un'unione monetaria in quanto il sistema finanziario nel suo insieme, e di conseguenza anche il mercato azionario, svolge un ruolo fondamentale nell'assorbire gli shock asimmetrici che potrebbero colpire l'economia.

Nell'area dell'euro esiste spazio per ulteriori operazioni di concentrazione, che potrebbero accrescere l'efficienza del mercato azionario. Un mercato azionario estremamente efficiente, con basse commissioni di negoziazione e costi di transazione ridotti, risulterebbe più attraente come canale di finanziamento per le imprese e come veicolo per investire in capitale di rischio. Guadagni di efficienza possono pertanto determinare un maggiore ricorso alla quotazione azionaria come strumento di finanziamento societario.

La raccolta di capitali sul mercato azionario costituisce un fenomeno relativamente meno diffuso nell'area dell'euro rispetto ad altre regioni del mondo. Di conseguenza, potrebbe esistere il potenziale per un suo ulteriore sviluppo²⁵). Il capitale azionario delle società dell'area è per gran parte detenuto da privati²⁶). Un maggiore ricorso al finanziamento sul mercato azionario potrebbe modificare l'importanza relativa dei canali di trasmissione della politica monetaria. In particolare, potrebbe ridurre l'importanza del canale del prestito bancario e contribuire nel contempo a rendere più omogenea la trasmissione attraverso l'effetto ricchezza²⁷).

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

24) Cfr. Kiyotaki, N. e Moore, J., 1997, "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 105 (aprile), pagg. 211-248.

25) Cfr. l'articolo *Valutazione della performance dei sistemi finanziari* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino.

26) Cfr. il riquadro 1 in *Corporate finance in the euro area*, BCE, maggio 2007.

27) Cfr. il numero speciale su "Monetary policy and financial integration" in *Financial integration in Europe*, BCE, marzo 2007.

5 OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

L'attuale consolidamento tra le borse europee, ispirato sia dal mercato sia dai responsabili delle politiche, trova ragione principalmente nella prospettiva di guadagni di efficienza e produttività. Da questo punto di vista, se esiste uno standard tecnologico tale da massimizzare le economie di scala, non è più necessario che gli scambi avvengano in uno o più luoghi fisici. L'esito finale del processo di concentrazione è ancora incerto, ma è probabile che nel frattempo emergano varie forme di raggruppamento.

Il consolidamento tra borse valori può assumere forme diverse. Una possibilità è rappresentata dalla semplice fusione tra due o più imprese, di solito nel tentativo di sfruttare economie di scala in termini di piattaforme tecnologiche, sistemi di negoziazione comuni e riduzione dei costi e dell'organico. Potrebbe anche significare che gli emittenti incontrano un insieme più ampio di investitori grazie al fatto di figurare su un unico listino, come avviene per i titoli quotati su Euronext e sul listino nordico.

Nell'area dell'euro la demutualizzazione delle borse valori e l'introduzione dell'euro hanno alimentato la concorrenza, oltre che la cooperazione tra piazze diverse. Ciò ha accresciuto l'efficienza e ridotto i costi operativi dei soggetti interessati. Nel contempo, i responsabili delle politiche hanno contribuito ai guadagni di efficienza armonizzando norme e regolamenti, soprattutto attraverso il Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF).

Ulteriori progressi nel processo di consolidamento delle borse valori nell'area dell'euro

possono promuovere l'integrazione e l'efficienza del sistema finanziario. Ciò accresce a sua volta la liquidità per gli investitori e le possibilità di finanziamento per le imprese dell'area, sempre che la tendenza verso il consolidamento preservi un certo grado di concorrenza tra i centri finanziari. Sarà di fatto fondamentale trovare il giusto equilibrio tra il consolidamento (che consente di sfruttare le economie di scala) e la concorrenza in un settore già concentrato. Tuttavia, si accumulano pressioni competitive anche all'esterno. In questo senso vale la pena di rilevare che, se agli inizi del nuovo millennio la prossimità geografica aveva prevalso nella definizione delle alleanze e degli accordi di cooperazione tra le borse, più di recente le operazioni di M&A non hanno più riguardato la sola scala regionale ma si sono sempre più estese a quella interregionale.

Gli sviluppi strutturali del mercato azionario rivestono grande interesse per le banche centrali poiché un mercato dei capitali integrato e sviluppato stimola la crescita economica e crea un contesto favorevole alla politica monetaria. In particolare, per le banche centrali è importante che tutti gli investitori e i risparmiatori abbiano pari opportunità di accesso a un sistema finanziario efficiente in una determinata area monetaria. Fintanto che i mercati azionari saranno abbastanza efficienti da trasmettere gli impulsi dalla banca centrale all'economia reale in modo omogeneo, il numero effettivo di borse sembra irrilevante o comunque poco importante. È tuttavia necessario che le piazze finanziarie siano in grado di offrire scambi rapidi e sicuri a prezzi contenuti, *governance* e regole solide e una supervisione efficiente dei mercati azionari e delle borse valori.

L'INTRODUZIONE DI STATISTICHE SUI CONTI TRIMESTRALI PER SETTORE RELATIVE ALL'AREA DELL'EURO



I nuovi conti trimestrali dell'area dell'euro (euro area accounts, EAA) suddivisi per settore istituzionale illustrano con maggiore chiarezza gli andamenti economici, finanziari e monetari, che in passato sono stati colti solo in parte dai dati statistici. I conti forniscono, in particolare, sia informazioni aggiuntive ai fini dell'analisi degli andamenti macroeconomici per settore istituzionale sia uno schema completo in cui integrare e combinare i dati forniti da altre statistiche più tempestive. Il presente articolo richiama le caratteristiche e i concetti principali dei conti dell'area dell'euro e offre esempi del loro impiego potenziale da parte della BCE. Il primo esempio mostra come l'analisi economica e, soprattutto, l'analisi di risparmio e consumi delle famiglie usufruirà ora di esaustive informazioni periodiche sulle variazioni (di valutazione) della ricchezza finanziaria di questo settore. L'analisi del finanziamento e degli investimenti finanziari da parte di società non finanziarie trae vantaggio dai nuovi dettagli sulle transazioni non finanziarie, nonché dalla completa copertura dei conti finanziari, dimostrando l'utilità dei conti finanziari e non finanziari integrati per settore istituzionale. Infine, l'analisi delle riallocazioni di portafoglio fra attività monetarie e altri strumenti finanziari può ora basarsi su una copertura completa degli investimenti finanziari dei settori istituzionali.

I INTRODUZIONE

Gli andamenti macroeconomici, come la crescita economica e l'inflazione, sono il risultato delle azioni di singoli operatori economici in un'economia. Il raggruppamento degli operatori con un analogo comportamento economico in settori istituzionali (famiglie, società non finanziarie, società finanziarie e amministrazioni pubbliche) può agevolare la comprensione del funzionamento dell'economia. Negli ultimi cinque anni la BCE, l'Eurostat nonché le banche centrali nazionali e gli istituti di statistica nazionali dell'Unione europea hanno collaborato per produrre una regolare compilazione trimestrale dei conti dell'area dell'euro tesi a fornire dati statistici coerenti e dettagliati sugli andamenti economici e finanziari dell'area dell'euro, sia per l'economia nel suo insieme sia per ciascun settore istituzionale. Questi conti trimestrali integrati dell'area dell'euro sono ricavati dalle statistiche disponibili sull'area dell'euro e dai dati raccolti a livello nazionale, combinando le informazioni trimestrali da poco disponibili sulle attività non finanziarie dei settori istituzionali con dati più accurati su finanziamenti e investimenti finanziari pubblicati in precedenza dalla BCE nei conti finanziari dell'Unione monetaria. I conti trimestrali dell'area dell'euro sono stati divulgati per la prima volta nel giugno 2007 dopo essere stati preceduti in maggio 2006 dalla pubblicazione di conti finanziari e non finanziari integrati annuali.

Nel presente articolo si richiamano le caratteristiche principali e l'impianto concettuale dei conti dell'area dell'euro e si forniscono alcuni esempi di come i nuovi dati possono migliorare l'analisi economica, finanziaria e monetaria¹⁾. A questo scopo si riesaminano tre questioni dell'analisi economica, finanziaria e monetaria con cui si sono confrontati in passato i responsabili delle politiche economiche e che mostrano come i nuovi dati possano gettare nuova luce in materia.

2 CARATTERISTICHE PRINCIPALI E IMPIANTO CONCETTUALE DEI CONTI DELL'AREA DELL'EURO

I conti dell'area dell'euro presentano una completa rassegna degli andamenti economici e finanziari dell'area, compresa una coerente scomposizione per settore istituzionale. Essi mostrano tutte le transazioni economiche e finanziarie, nonché (le variazioni che interessano) le posizioni di bilancio di famiglie, società non finanziarie, società finanziarie e amministrazioni pubbliche, oltre all'interazione fra questi settori, e consentono un'analisi integrata delle

1) Per una presentazione più dettagliata, cfr. l'articolo *Conti finanziari e non finanziari integrati per i settori istituzionali dell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2006 di questo Bollettino, nonché la nota esplicativa congiunta della BCE e dell'Eurostat *Quarterly euro area and European Union accounts for the institutional sector* disponibile nel sito Internet <http://www.ecb.eu/stats/acc/html/index.en.html>.

attività economiche non finanziarie (come gli investimenti fissi lordi) e delle transazioni finanziarie (come l'emissione di debito). Inoltre, essi evidenziano le relazioni fra l'area dell'euro e il resto del mondo per la stessa tipologia di operazioni e posizioni di bilancio. I conti europei sono espressi a prezzi correnti (ovvero sono calcolati solo i valori nominali a fronte di quelli

reali). Dal momento che i dati non sono ancora destagionalizzati, gli andamenti sono analizzati sulla base di somme mobili di quattro trimestri e i tassi di crescita sono presentati come variazioni sullo stesso periodo dell'anno precedente. Le fonti e i metodi utilizzati per la compilazione dei conti dell'area dell'euro sono delineati nel riquadro sottostante.

Riquadro I

IL PASSAGGIO DAI CONTI NAZIONALI A QUELLI DELL'AREA DELL'EURO

Come punto di partenza per i conti dell'area dell'euro si hanno, da un lato, i conti nazionali finanziari e non finanziari forniti dai paesi membri dell'area dell'euro e, dall'altro, la bilancia dei pagamenti dell'area, la sua posizione patrimoniale sull'estero e le statistiche monetarie. Sono necessarie varie fasi per convertire le serie di dati nazionali in conti dell'area dell'euro.

In primo luogo, dato che i conti forniscono serie temporali per l'attuale composizione dell'area dell'euro, senza discontinuità statistica dovuta all'allargamento, i dati greci per il periodo 1999-2000 e quelli sloveni per il periodo 1999-2006 sono stati convertiti in euro usando il tasso di cambio variabile delle rispettive valute. In secondo luogo, dal momento che la BCE non è considerata parte dell'economia interna nella contabilità nazionale di nessun paese membro, i relativi conti devono essere compresi nel settore delle società finanziarie dell'area. Tutte le altre istituzioni europee sono trattate come non residenti nell'area, dal momento che la loro competenza amministrativa va oltre l'area stessa.

In terzo luogo, al fine di compilare conti appropriati sul resto del mondo per l'area dell'euro, le transazioni transfrontaliere e le posizioni fra paesi membri dell'area dell'euro devono essere convertite in interne. Ciò determina un livello nettamente inferiore di importazioni ed esportazioni rispetto a quanto risulterebbe da una semplice aggregazione dei dati nazionali. Inoltre, nella contabilità nazionale dei paesi appartenenti all'area, le transazioni bilaterali non corrispondono. Attualmente, sulla base dei dati nazionali, ad esempio, le esportazioni totali all'interno dell'area dell'euro superano le importazioni totali sempre all'interno dell'area. Queste cosiddette "asimmetrie" sono state eliminate per ottenere una serie coerente di conti dell'area dell'euro, che comporta una modesta correzione al rialzo dei consumi delle famiglie e degli investimenti fissi privati, nonché una lieve correzione al ribasso del PIL nominale. Attualmente, la correzione complessiva si colloca a meno dell'1 per cento del PIL dell'area dell'euro. Essendo alquanto stabile nel tempo, essa non ha un effetto significativo sul tasso di crescita degli aggregati macroeconomici.

La fase successiva consiste nella compilazione parallela di conti non finanziari e conti finanziari, compresi i conti patrimoniali. Questi conti sono integrati in tre dimensioni. In primo luogo, per ciascuna categoria di transazioni (finanziarie e non) e ciascuna categoria dei conti patrimoniali, gli impieghi totali devono essere pari alle risorse totali e le (variazioni riguardanti le) attività finanziarie totali devono essere uguali alle (variazioni riguardanti le) passività totali, quando sommate fra tutti i settori istituzionali e il resto del mondo (coerenza orizzontale). Ad esempio, per la categoria delle transazioni non finanziarie "redditi da lavoro dipendente", la somma degli

importi passivi (impieghi) per tutti i settori e il resto del mondo deve essere pari alla somma degli importi attivi (risorse) per tutti i settori e il resto del mondo (cfr. tavola 1). In secondo luogo, per ciascun settore e il resto del mondo, la somma di tutte le risorse e le variazioni delle passività deve essere uguale alla somma di tutti gli impieghi e le variazioni delle attività (coerenza verticale). Nei conti attuali dell'area dell'euro, questo risultato è stato conseguito eliminando le asimmetrie e utilizzando altre limitazioni contabili per i settori delle amministrazioni pubbliche e delle società finanziarie, nonché per il resto del mondo. Ciò significa che la contabilità finale non contiene una categoria per "errori e omissioni". Sussistono ancora discrepanze statistiche, di pari importo ma di segno opposto, per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie, che sono però relativamente modeste rispetto a una semplice aggregazione dei dati di contabilità nazionale finanziari e non finanziari non integrati. Infine, le variazioni dei conti patrimoniali (gli *stock*) per ciascuna categoria di attività finanziarie è pari alle variazioni dovute a transazioni finanziarie e ad altri tipi di variazioni (coerenza *stock*-flussi).

A seguito di tutte le varie fasi di compilazione appena descritte, i conti dell'area dell'euro non sono la semplice somma dei conti nazionali dei paesi membri dell'area dell'euro.

Per il complesso dell'area dell'euro, nonché per i singoli settori istituzionali, gli aggregati macroeconomici sono derivati da una sequenza di conti. Ciascuna serie copre un processo economico specifico, che va dalla produzione e dalla generazione e (re)distribuzione di redditi alle transazioni finanziarie come l'indebitamento e l'erogazione di prestiti, attraverso l'impiego dei redditi per consumi e investimenti. La tavola 1 mostra alcuni dei principali aggregati economici e finanziari che descrivono i settori istituzionali dell'area dell'euro e la relativa interazione con il resto del mondo. Il "valore aggiunto lordo" è generato prevalentemente da società non finanziarie (con un'incidenza del 57 per cento nei quattro trimestri considerati nella tavola), benché a questa misura ampia dell'attività economica contribuiscano anche le famiglie (con il 25 per cento), le società finanziarie (con il 5 per cento) e le amministrazioni pubbliche (con il 14 per cento). Il valore aggiunto delle famiglie deriva da imprese familiari, da istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (ISSL-SF) e da un reddito ascritto ai proprietari che occupano la propria abitazione²⁾. La quota nettamente maggiore del prodotto interno lordo (che comprende tutte le imposte nazionali sul valore aggiunto e sulla produzione) è attribuita alle famiglie; ciò è riconducibile ai redditi da lavoro dipendente (stipendi e salari più contributi sociali a carico dei datori di lavoro) e al valore

aggiunto generato dalle famiglie stesse. Il reddito disponibile delle famiglie è determinato da redditi da lavoro dipendente, reddito misto (dei lavoratori autonomi) e margine operativo lordo (da imprese familiari e immobili occupati dai proprietari), redditi da capitale (prevalentemente interessi e dividendi attivi meno interessi passivi) e trasferimenti da e verso il settore delle amministrazioni pubbliche (prestazioni sociali al netto di contributi sociali e imposte passivi). I conti mostrano altresì che le famiglie hanno utilizzato circa l'86 per cento del reddito disponibile lordo, risparmiandone il 14 per cento nei quattro trimestri terminati con il primo trimestre del 2007³⁾.

L'integrazione dei conti non finanziari in quelli finanziari consente una disamina approfondita delle relazioni fra transazioni e posizioni finanziarie e quelle non finanziarie ("reali"). Il risparmio delle famiglie dell'area dell'euro sommato ai trasferimenti netti di capitale percepiti supera

- 2) Il settore delle famiglie comprende le imprese individuali e le società di persone non riconosciute come entità giuridiche indipendenti, conformemente ai principi di contabilità nazionale applicati a livello mondiale. Inoltre, nei conti dell'area dell'euro le ISSL-SF (enti di beneficenza, sindacati, ecc.) sono raggruppate insieme alle famiglie.
- 3) Il reddito disponibile è incrementato dei diritti netti delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione; questa componente relativamente modesta non è disponibile per i consumi ma, per definizione, fa parte del risparmio delle famiglie.

Tavola I Conti dell'area dell'euro: principali voci

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri: dal 3° trim. 2006 al 2° trim. 2007, e bilancio finanziario di chiusura: 2° trim. 2007)

	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Transazioni non finanziarie					
Esportazioni di beni e servizi					1.900
Importazioni di beni e servizi					1.819
Valore aggiunto lordo	1.907	4.396	368	1.052	
- Redditi da lavoro dipendente (passivi)	427	2.598	209	875	16
- Imposte sulla produzione e sull'importazione al netto dei trasferimenti	28	74	15	15	
Margine operativo lordo (e reddito misto delle famiglie)	1.452	1.723	145	162	
+ Redditi da capitale (attivi)					
meno interessi e canoni di locazione (passivi)	839	156	329	-172	158
<i>(Per le società: reddito lordo di impresa)</i>		1.902	482		
- Utili societari distribuiti		898	264		
+ Redditi da lavoro dipendente (attivi)	4.115				10
+ Prestazioni sociali nette e contributi (attivi - passivi)	-4	12	48	-64	9
+ Altri trasferimenti correnti (attivi - passivi)	66	-48	-5	-100	87
- Imposte sul reddito e sul patrimonio (passivi)	810	198	51		9
+ Imposte attive (meno prestazioni passive)				2.143	-5
Reddito lordo disponibile	5.658	748	202	1.967	
+ Correzione per variazione della ricchezza netta in fondi pensione ¹⁾	62	-15	-47	0	0
- Spese per consumi	4.912			1.753	
Risparmio lordo	809	734	155	215	
- Investimenti fissi lordi	632	996	43	218	
+ Trasferimenti netti di capitale (attivi - passivi)	26	85	-8	-88	-15
- Acquisizione netta di altre attività non finanziarie ²⁾	5	22	1	-1	-1
Accreditamento netto (+)/indebitamento netto (-)	198	-199	102	-90	-11
Transazioni finanziarie					
Accreditamento netto (+)/indebitamento netto (-) da conti finanziari	257	-258	102	-90	-11
Acquisizione netta di attività finanziarie	647	774	4.036	107	1.958
Oro monetario e diritti speciali di prelievo			-2		2
Biglietti, monete e depositi	289	185	959	77	718
Titoli di debito	57	0	733	30	576
Prestiti	-2	189	1.301	-11	149
Azioni e altre partecipazioni	14	217	621	-4	457
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	253				8
Altre attività finanziarie ³⁾	35	182	425	15	48
Variazione netta delle passività	389	1.031	3.934	197	1.970
Biglietti, monete e depositi			1.604	-11	634
Titoli di debito		59	675	164	499
Prestiti	366	614	225	9	412
Azioni e altre partecipazioni		228	708	0	369
Riserve tecniche di assicurazione	0	11	299	0	0
Altre passività ⁴⁾	23	120	471	35	56
Variazioni nella ricchezza finanziaria non imputabili a transazioni	327	-538	-78	149	142
Bilancio finanziario					
Attività finanziarie	17.405	14.266	37.784	2.907	14.546
Oro monetario e diritti speciali di prelievo			178		
Biglietti, monete e depositi	5.463	1.666	4.690	621	3.949
Titoli di debito	1.407	301	8.035	240	3.028
Prestiti	22	1.798	13.392	357	1.464
Azioni e altre partecipazioni	5.182	7.815	9.102	1.141	5.363
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.723				83
Altre attività finanziarie ³⁾	609	2.686	2.388	549	659
Passività	5.631	22.977	38.253	6.751	13.119
Biglietti, monete e depositi			13.569	325	2.471
Titoli di debito		743	4.552	4.962	2.754
Prestiti	5.200	6.594	1.528	1.071	2.639
Azioni e altre partecipazioni		12.925	10.827	6	4.845
Riserve tecniche di assicurazione	33	332	5.168	1	0
Altre passività ⁴⁾	398	2.360	2.609	387	409
Ricchezza finanziaria netta	11.774	-8.712	-469	-3.843	1.427

Fonti: BCE ed Eurostat (EAA).

1) Correzione per i diritti netti delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (attivi - passivi).

2) Variazioni delle scorte, acquisizioni meno cessioni di oggetti di valore e di attività non finanziarie non prodotte (ad es. terreni).

3) Altri conti attivi, nonché riserve premi e riserve sinistri.

4) Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati.

di gran lunga i relativi investimenti finanziari (prevalentemente in immobili residenziali). Ciò significa che il settore delle famiglie ha un'eccedenza di fondi ed è pertanto un prestatore netto per gli altri settori. Di conseguenza, il conto delle transazioni finanziarie rispecchia il fatto che l'acquisizione netta di attività finanziarie da parte delle famiglie supera largamente la variazione netta delle passività. Il contrario si verifica nel caso delle società non finanziarie e delle amministrazioni pubbliche, che sono prenditori netti, mentre anche le società finanziarie dispongono di un'eccedenza di capitali. Nel complesso, negli ultimi quattro trimestri considerati l'area dell'euro ha registrato un modesto avanzo nel conto corrente (e capitale) della bilancia dei pagamenti e, pertanto, anche nel conto delle transazioni non finanziarie del resto del mondo⁴⁾. In altre parole, l'area dell'euro è stato un modesto prestatore netto di capitali, il che si riflette nel conto delle transazioni finanziarie del resto del mondo come una maggiore variazione delle passività rispetto all'acquisizione netta di attività finanziarie.

Con i conti dell'area dell'euro, è possibile ora calcolare le misure trimestrali degli utili e del finanziamento interno per le società sia finanziarie che non. Il reddito d'impresa è un indicatore fondamentale per le società e può essere misurato in termini netti o lordi⁵⁾. Il concetto di reddito d'impresa è comparabile agli utili di esercizio più gli ammortamenti nella contabilità delle imprese (al netto degli interessi netti passivi e compresi gli utili di controllate estere, ma al lordo di dividendi e imposte). Il reddito d'impresa al netto degli oneri fiscali, dopo la distribuzione del reddito ai proprietari (compresi tutti i dividendi e gli utili non distribuiti relativi a investimenti diretti esteri), produce il risparmio societario (nazionale), che è una misura del finanziamento interno. Il risparmio netto è paragonabile agli utili non distribuiti nella contabilità aziendale.

I bilanci finanziari mostrano la posizione finanziaria dei settori, scomposta nelle stesse categorie delle attività finanziarie e passività (come depositi, prestiti e azioni) che figurano nella

contabilità delle transazioni finanziarie. Le attività finanziarie e passività sono valutate a prezzi correnti. I bilanci finanziari cambiano a seguito non solo di transazioni finanziarie bensì anche di altre variazioni delle attività. Queste ultime riflettono principalmente rivalutazioni dovute a variazioni dei prezzi di mercato di strumenti finanziari, benché siano anche comprese, ad esempio, le cancellazioni di debiti.

Un risultato importante dei conti trimestrali dell'area dell'euro è che i conti finanziari completi (che comprendono transazioni finanziarie, plus/minusvalenze delle consistenze detenute e altre variazioni), nonché i bilanci sono ora disponibili con una scomposizione completa per strumento anche relativamente al settore delle famiglie (cfr. tavola 2). L'acquisizione netta di attività finanziarie da parte di questo settore riguarda prevalentemente biglietti e monete e depositi (per il 45 per cento nei quattro trimestri considerati nella tavola 1), titoli di debito (9 per cento), assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione (39 per cento), azioni quotate (0 per cento), azioni non quotate e altre partecipazioni (5 per cento), nonché quote di fondi comuni di investimento (-3 per cento). La variazione delle passività consiste per lo più in prestiti (ad esempio per l'acquisto di abitazioni), concessi soprattutto da IFM.

3 I CONTI DELL'AREA DELL'EURO COME SCHEMA A INTEGRAZIONE DELL'ANALISI ECONOMICA, FINANZIARIA E MONETARIA

Il fatto che siano forniti conti trimestrali integrati per l'area dell'euro nel suo complesso rappresenta un considerevole successo e un aiuto notevole per economisti e responsabili delle politiche economiche, che hanno necessità di effettuare una valutazione approfondita degli

4) Dal momento che il conto del resto del mondo è compilato dal punto di vista del resto del mondo, un avanzo dell'area dell'euro nel conto corrente (e capitale) della bilancia dei pagamenti è riportato come indebitamento netto (-) per questo settore nei conti dell'area, come figura nella tavola 1.

5) Il reddito d'impresa lordo, il risparmio lordo, ecc. comprendono il consumo degli investimenti fissi ("ammortamento").

Tavola 2 Principali voci dei conti dell'area dell'euro relative alle famiglie

(miliardi di euro)									
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 2° trim.
Transazioni non finanziarie									
Somme cumulate di quattro trimestri									
Reddito disponibile lordo delle famiglie	4.260	4.461	4.694	4.852	4.997	5.183	5.349	5.547	5.658
+ Correz. per variazioni della ricchezza netta in fondi pensione ¹⁾	46	48	49	51	54	57	59	62	62
Reddito disponibile lordo delle famiglie più correzione³⁾	4.306	4.509	4.743	4.903	5.051	5.240	5.408	5.608	5.720
- Spese per consumi	3.693	3.901	4.068	4.177	4.316	4.482	4.649	4.837	4.912
Risparmio lordo	613	607	675	727	735	758	759	772	809
+ Trasferimenti netti di capitale (attivi - passivi)	31	29	21	8	13	19	24	30	26
- Investimenti fissi lordi	445	465	468	476	496	523	558	606	632
- Acquisizione netta di altre attività non finanziarie ²⁾	5	2	-1	0	2	4	1	4	5
Accreditamento netto (+) / Indebitamento netto (-)	194	170	229	260	250	249	224	192	198
Transazioni finanziarie									
Somme cumulate di quattro trimestri									
Acquisizione netta di attività finanziarie	539	466	502	519	557	590	631	620	647
Biglietti, monete e depositi	132	51	169	229	222	248	240	279	289
Titoli di debito	-36	26	89	78	-16	75	3	77	57
Prestiti	-6	2	0	-2	4	-1	-2	-3	-2
Azioni e altre partecipazioni	189	114	32	-40	86	-14	116	-34	14
Azioni quotate	10	-5	-72	-17	27	-48	3	-13	-1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	22	30	21	-67	-19	37	57	8	32
Quote di fondi comuni di investimento	157	88	82	44	78	-3	56	-29	-18
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	227	244	216	203	231	251	300	276	253
Altre attività finanziarie ³⁾	33	30	-3	53	30	30	-27	24	35
Variazione netta delle passività	339	261	246	205	286	329	372	387	389
Prestiti	294	228	177	223	264	314	392	392	366
a breve termine	24	16	0	15	-1	11	16	14	11
a lungo termine	270	212	178	208	265	303	375	379	355
Riserve di fondi pensione	1	2	2	2	2	2	2	0	0
Altre passività ⁴⁾	43	32	67	-20	20	12	-22	-6	23
Variazioni della ricchezza finanziaria non imputabili a transazioni									
Somme cumulate di quattro trimestri									
Ricchezza finanziaria netta	768	-78	-482	-618	247	285	600	457	477
Azioni e altre partecipazioni	695	-133	-443	-496	265	235	522	431	498
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	65	-6	-50	-70	29	57	129	49	44
Bilancio finanziario									
Consistenze di fine periodo									
Attività finanziarie	12.639	13.012	13.013	12.950	13.744	14.632	15.867	16.940	17.405
Biglietti, monete e depositi	3.914	3.970	4.152	4.380	4.579	4.827	5.078	5.343	5.463
Titoli di debito	1.198	1.255	1.296	1.359	1.329	1.389	1.354	1.422	1.407
Prestiti	25	26	26	24	29	28	26	23	22
Azioni e altre partecipazioni	4.315	4.296	3.885	3.349	3.700	3.921	4.559	4.956	5.182
Azioni quotate	1.256	1.221	926	630	774	832	1.001	1.192	1.296
Azioni non quotate e altre partecipazioni	1.522	1.523	1.470	1.351	1.437	1.592	1.918	2.119	2.195
Quote di fondi comuni di investimento	1.537	1.553	1.489	1.368	1.488	1.497	1.640	1.645	1.692
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	2.744	2.982	3.148	3.281	3.541	3.849	4.279	4.604	4.723
Altre attività finanziarie ³⁾	246	280	290	329	330	343	274	285	295
Passività	3.346	3.593	3.819	4.060	4.336	4.678	5.055	5.437	5.631
Prestiti	3.016	3.236	3.420	3.667	3.929	4.257	4.633	5.017	5.200
Riserve di fondi pensione	21	22	24	26	28	30	32	33	33
Altre passività ⁴⁾	309	334	375	368	379	391	389	387	398
Ricchezza finanziaria netta	9.293	9.420	9.194	8.890	9.408	9.954	10.812	11.503	11.774

Fonti: BCE ed Eurostat (EAA).

1) Correzione per i diritti netti delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (attivi - passivi).

2) Variazioni delle scorte, acquisizioni meno cessioni di oggetti di valore e di attività non finanziarie non prodotte (ad es. terreni).

3) Altri conti attivi, nonché riserve premi e riserve sinistri.

4) Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati.

andamenti economici e monetari. Un'importante caratteristica dei conti dell'area dell'euro è che essi comprendono praticamente tutti i flussi finanziari e non finanziari, integrando queste informazioni in un unico schema contabile. Benché i conti dell'area dell'euro siano disponibili con un lieve ritardo rispetto alle statistiche primarie su cui si basano, il regime contabile coe-

rente fornisce una base utile per un controllo incrociato di questi ultimi dati e per comprendere gli andamenti dell'economia nel suo complesso. Per quanto riguarda le famiglie, ad esempio, i conti permettono una migliore analisi di elementi importanti della domanda, come i consumi e gli investimenti residenziali, consentendo un raffronto con le varie fonti di reddito (sia da

lavoro sia di origine diversa, fra cui i dividendi e gli interessi attivi), nonché con le variazioni associate della ricchezza finanziaria netta (sia transazioni finanziarie sia plus/minusvalenze sulle attività delle famiglie). Tutti questi fattori possono avere un impatto sulle scelte di consumo, risparmio e investimento delle famiglie. Analogamente, per quanto attiene alle società non finanziarie, i conti forniscono un quadro per descrivere e comprendere i collegamenti fra andamento della redditività, il pagamento di dividendi e gli investimenti finanziari e non finanziari, sia all'interno sia all'esterno dell'area dell'euro. I conti offrono inoltre una rassegna degli andamenti nei vari settori, permettendo una comprensione più approfondita dei collegamenti fra di essi (che riguardano, ad esempio, i flussi del reddito da dividendi fra imprese e famiglie, nonché il pagamento e la riscossione di imposte, i contributi e le prestazioni sociali fra le amministrazioni pubbliche e gli altri settori). Questa esaustività permette una migliore comprensione degli andamenti dell'economia nel suo complesso.

Le sezioni seguenti illustrano l'utilità dei conti dell'area dell'euro, riesaminano alcune delle questioni di analisi economica e monetaria nell'area che di recente è responsabile delle politiche economiche hanno affrontato e mostrano come i nuovi dati possono fornire ulteriori chiarimenti in proposito. Il primo caso prende in esame la rapida crescita del risparmio delle famiglie all'inizio del presente decennio e analizza come i nuovi dati sui flussi di reddito e sugli andamenti della ricchezza migliorano la comprensione del fenomeno. Il secondo esempio chiarisce a quali fonti di finanziamento abbia avuto accesso il settore delle società non finanziarie negli anni recenti per effettuare investimenti in attività finanziarie. Il terzo caso utilizza i conti dell'area dell'euro per riesaminare la netta accelerazione di M3 fra il 2001 e il 2003. In considerazione del fatto che la serie temporale disponibile è ancora relativamente breve, le disamine seguenti poggiano inevitabilmente su una valutazione descrittiva. Con l'espandersi delle serie nel tempo, crescerà anche il loro valore ai fini della ricerca e dell'analisi econometrica. Nondimeno, la ca-

sistica illustra già in che modo i nuovi dati migliorino la comprensione degli andamenti economici e monetari.

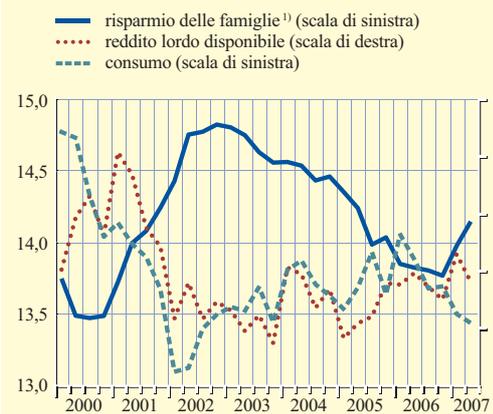
(I) EVOLUZIONE DEL RISPARMIO DELLE FAMIGLIE

Fra il secondo trimestre del 2000 e il secondo del 2002 il tasso di risparmio delle famiglie nell'area dell'euro è aumentato considerevolmente dal 13,5 al 14,8 per cento, mentre la crescita sul periodo corrispondente della spesa nominale per consumi è diminuita dal 6,3 al 2,3 per cento (cfr. figura 1)⁶⁾. I paragrafi seguenti considerano le possibili ragioni alla base dell'aumento del tasso di risparmio nell'area dell'euro durante il periodo in esame.

La teoria economica fornisce una serie di motivazioni delle decisioni delle famiglie in materia di consumo e risparmio. Un principio fondamentale è che le famiglie basano i propri consumi

Figura 1 Reddito, consumo e risparmio lordo delle famiglie

(variazione percentuale sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE e Eurostat (EAA).

1) Risparmio lordo delle famiglie in percentuale del reddito lordo disponibile; media mobile sui quattro trimestri.

6) Per un'osservazione più lunga nel tempo del tasso di risparmio delle famiglie nell'area dell'euro cfr. il rapporto congiunto di BCE e OCSE *Comparison of household saving ratios* (<http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/comparisonhouseholdssavingsseu-sjpen.pdf>).

sui redditi che prevedono di percepire nell'intero arco della vita (cioè il reddito permanente), prendendo in considerazione non solo il reddito attuale, bensì anche quello atteso. A tale riguardo, il risparmio delle famiglie è uno strumento per distribuire i consumi a fronte di variazioni di reddito sia su orizzonti temporali lunghi (ad esempio, il risparmio ai fini del pensionamento) sia per periodi più brevi (in caso di oscillazioni del reddito temporanee o inattese). È possibile tuttavia che le oscillazioni nella crescita dei redditi non siano l'unica determinante della variazione dei tassi di risparmio. Sui livelli di risparmio si ripercuote, per alcune famiglie, l'andamento della rispettiva ricchezza finanziaria e non finanziaria, dal momento che le variazioni di prezzo delle attività nette possono rappresentare un'importante fonte aggiuntiva del potere di acquisto attuale e futuro. Inoltre, il grado di incertezza che caratterizza i redditi futuri (ad esempio, in relazione alle prospettive di occupazione o alle pensioni) può indurre le famiglie a risparmiare di più o di meno a fronte di (inattese) riduzioni di reddito future (risparmio a scopo precauzionale). Infine, anche le variazioni delle finanze pubbliche possono essere importanti nel render conto delle scelte di risparmio. Le variazioni del regime fiscale, ad esempio, possono influire sull'opinione dei consumatori in relazione al proprio reddito permanente. In alternativa, i consumatori possono reagire alle variazioni dei disavanzi pubblici adeguando il proprio risparmio per compensare le variazioni dell'imposizione fiscale attese per il futuro, quando le amministrazioni pubbliche devono rimborsare il debito (la cosiddetta equivalenza ricardiana).

Fino all'introduzione dei conti dell'area dell'euro l'analisi del risparmio delle famiglie dell'area si basava sull'aggregazione dei dati dei singoli paesi, che non erano del tutto armonizzati. Un'altra caratteristica è che i conti dell'area consentono un'analisi simultanea dei fattori sia finanziari (come la ricchezza) sia non finanziari (come i redditi) che influiscono sul risparmio in uno schema integrato e completo.

Quanto agli andamenti nel periodo in esame, i conti dell'area dell'euro mostrano che l'incre-

mento del tasso di risparmio lordo delle famiglie all'inizio del decennio si è associato, almeno inizialmente, a una flessione della crescita dei consumi, la quale ha sia preceduto sia seguito il rallentamento del reddito disponibile (cfr. figura 1). A fronte di oscillazioni temporanee dei redditi, ci si sarebbe potuti aspettare un calo del risparmio durante il rallentamento del ciclo, in quanto le famiglie avrebbero così distribuito i consumi nel tempo. È possibile, quindi, che la variazione del risparmio abbia indicato una rivalutazione più profonda delle attese da parte delle famiglie circa la crescita futura dei redditi. La crescita economica è rallentata marcatamente fra il 2000 e il 2002: la crescita sul periodo corrispondente del PIL in termini reali è diminuita dal 4,0 per cento del 2000 allo 0,9 del 2002, la crescita dell'occupazione ha ristagnato e il tasso di disoccupazione è costantemente aumentato da un minimo del 7,8 per cento del gennaio 2001 all'8,5 del dicembre 2002. Tutto ciò si è verificato in un clima di accresciuta incertezza geopolitica. In tale contesto, le famiglie potrebbero aver rivalutato i flussi di reddito attesi, aumentando di conseguenza il risparmio.

Un altro fattore che potrebbe aver incoraggiato le famiglie ad aumentare il risparmio lordo riguarda le considerevoli perdite di ricchezza finanziaria⁷⁾. I conti dell'area dell'euro forniscono ora informazioni coerenti sulle variazioni nella valutazione della posizione finanziaria delle famiglie dal lato sia delle attività sia delle passività. La figura 2 mostra che la ricchezza finanziaria netta delle famiglie è decisamente diminuita verso la fine del 2000. Nel 2001 e nel 2002 l'indice di ricchezza finanziaria netta delle famiglie (misurato in relazione al reddito disponibile) è diminuito rispettivamente del 4,8 e del 6,3 per cento. La perdita va ricondotta in gran parte alla flessione dei corsi azionari. Le stime della propensione marginale a ricorrere alla ricchezza totale finanziaria e non finanzia-

7) I conti attuali dell'area dell'euro forniscono informazioni esclusivamente sulla ricchezza finanziaria. Un'altra componente fondamentale della ricchezza delle famiglie è il patrimonio immobiliare, le cui variazioni di prezzo potrebbero aver contribuito a influenzare le scelte delle famiglie.

Figura 2 Variazione della ricchezza finanziaria netta delle famiglie

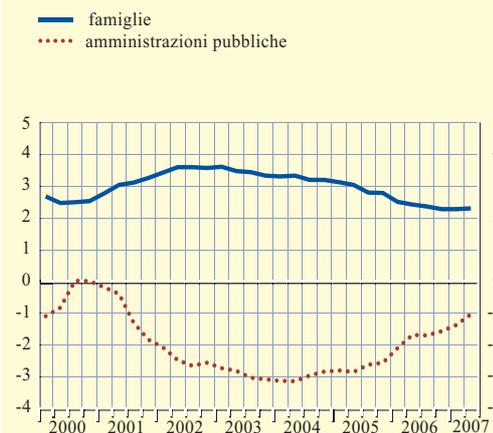
(variazione in percentuale del reddito lordo disponibile; medie mobili su quattro trimestri)



Fonte: BCE e Eurostat (EAA).

Figura 3 Accredito/Indebitamento netto delle famiglie e delle amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL, medie mobili su quattro trimestri)



Fonte: BCE e Eurostat (EAA).

ria nell'area dell'euro hanno suggerito che un calo permanente della ricchezza di 1 euro porta a una riduzione dei consumi per un valore compreso fra i 3 e i 10 centesimi⁸⁾. Senza dubbio, l'impatto effettivo sui consumi dipende dal fatto che le famiglie considerino queste variazioni di ricchezza come permanenti o meno. Tuttavia, l'entità delle perdite durante questo periodo potrebbe aver indotto una rivalutazione delle attese delle famiglie circa il reddito permanente: ciò potrebbe aver sospinto, a sua volta, una riduzione della crescita dei consumi a un livello più sostenibile. Inoltre, il calo dei corsi azionari ha forse incrementato il rischio percepito dalle famiglie. L'incertezza potrebbe essere stata esacerbata dalle tensioni geopolitiche successive al settembre 2001, determinando poi un incremento del risparmio a scopo precauzionale. In effetti, i conti dell'area dell'euro mostrano che durante il 2001 le famiglie hanno riallocato i propri investimenti finanziari a favore di attività meno rischiose (come biglietti e monete, depositi, nonché fondi comuni monetari), a scapito di azioni e altre partecipazioni.

Un'altra possibilità è che le famiglie stessero reagendo in parte a variazioni dei disavanzi pubblici. Da una posizione per accredito netto/

indebitamento netto pressoché in equilibrio nel 2000, in media l'indebitamento pubblico netto dell'area dell'euro è aumentato nel 2002 al 2,6 per cento del PIL. Grazie al regime contabile integrato e coerente, i conti dell'area dell'euro costituiscono una base utile a comprendere i collegamenti economici fra il settore delle famiglie e quello delle amministrazioni pubbliche. Nel piccolo campione disponibile, i conti integrati mostrano che si ha una correlazione negativa fra le variazioni di avanzi e disavanzi delle amministrazioni pubbliche e delle famiglie (cfr. figura 3). Sebbene sia diminuito il tasso di crescita delle imposte sui redditi a carico delle famiglie (la quota di reddito disponibile utilizzato per pagamenti tributari è diminuito dal 15,1 per cento del 2000 al 14,4 del 2002), è possibile che i consumatori abbiano adattato le scelte di risparmio, consapevoli del fatto che i crescenti disavanzi pubblici avrebbero potuto comportare un futuro aumento della pressione fiscale. Ciò potrebbe essersi verificato in particolare durante questo periodo, dati i diffusi timori circa il futuro dei sistemi previdenziali in molti paesi.

8) Altissimo et al., *Wealth and asset price effects on economic activity*, Occasional Paper della BCE n. 29, giugno 2005.

Nel complesso, una serie di fattori hanno influenzato il risparmio delle famiglie all'inizio del decennio, fra cui la reazione del settore al rallentamento della crescita in tutta l'economia, l'accresciuta incertezza geopolitica, la flessione della ricchezza e l'aumento dei timori per i crescenti disavanzi pubblici associati alle discussioni sulla sostenibilità degli accantonamenti pensionistici. I nuovi conti dell'area dell'euro contribuiscono a illustrare alcune di queste questioni che all'epoca hanno interessato le famiglie. In particolare essi forniscono dati di migliore qualità e consentono l'analisi di influenze sia finanziarie sia non finanziarie nell'ambito di uno schema integrato e completo.

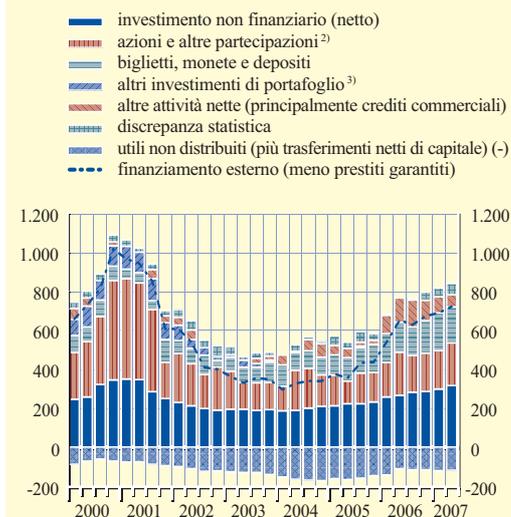
(II) ANDAMENTI DEGLI INVESTIMENTI FINANZIARI E DEL FINANZIAMENTO DI SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Il settore delle società non finanziarie ha raccolto ingenti importi di finanziamenti esterni negli anni recenti, seppur generando internamente capitali considerevoli. Inoltre, la crescita della raccolta di finanziamenti esterni è più sostenuta di quanto si possa ricondurre al fabbisogno finanziario del settore determinato dagli investimenti fissi. Il finanziamento aggiuntivo è stato probabilmente raccolto per effettuare investimenti diretti all'estero e altri investimenti finanziari. In effetti, seppur non fornendo un quadro completo, le fonti di dati precedentemente disponibili suggerivano che il finanziamento esterno aggiuntivo era usato per investimenti finanziari, soprattutto in azioni. I dati sulle fusioni e acquisizioni hanno indicato un fabbisogno considerevole di finanziamenti esterni, soprattutto nel 2000 e nel 2001.

Le nuove statistiche sui conti dell'area dell'euro forniscono una copertura più completa delle scelte in materia finanziaria e non finanziaria del settore delle società non finanziarie. In particolare, gli investimenti finanziari erano disponibili in precedenza solo per il settore privato non finanziario nel suo complesso, mentre ora è possibile una scomposizione per settore e sono stati inclusi strumenti aggiuntivi, come le azioni non quotate. I dati sugli investimen-

Figura 4 Investimento finanziario (corretto) e finanziamento delle società non finanziarie

(miliardi di euro, dati cumulati su quattro trimestri)



Fonti: BCE e Eurostat (EAA).

1) I prestiti dal lato dell'investimento finanziario (che consistono principalmente di prestiti fra società) sono esclusi sia dall'investimento finanziario che dal finanziamento.

2) Le "azioni e altre partecipazioni" escludono le quote di fondi comuni.

3) Gli "altri investimenti di portafoglio" comprendono titoli di debito e quote di fondi comuni.

ti finanziari e sul finanziamento sono illustrati nella figura 4, dove gli investimenti esterni e quelli interni, ovvero gli utili non distribuiti più i trasferimenti netti di capitale attivi, sono pari alla somma degli investimenti finanziari e non⁹⁾. I conti dell'area dell'euro mostrano che, dalla fine del 1999, gli investimenti finanziari di società non finanziarie hanno superato in misura considerevole quelli non finanziari. In questo periodo gli investimenti finanziari, e in particolare l'acquisizione di azioni e altre partecipazioni, sembrano aver sospinto la domanda di finanziamenti esterni di questo settore, mentre gli investimenti non finanziari sono stati relativamente stabili.

9) Nella figura 4 è presentata la seguente equazione: finanziamenti esterni = investimenti non finanziari + investimenti finanziari - (utili non distribuiti più trasferimenti netti di capitale), dove gli investimenti finanziari = azioni e altre partecipazioni + biglietti, monete e depositi + altri investimenti di portafoglio + altre attività nette (principalmente crediti commerciali).

Gli investimenti finanziari hanno toccato un picco nel 2000. Nel periodo 2000-2001 essi consistevano soprattutto nell'acquisizione di azioni e altre partecipazioni (specie nel contesto di fusioni e acquisizioni nazionali ed estere), nonché, in misura minore, negli investimenti in altre attività finanziarie (come depositi, titoli di debito e quote in fondi comuni). Con lo scoppio della bolla della *new economy*, gli investimenti in azioni e altre partecipazioni, nonché altri investimenti di portafoglio, sono nettamente diminuiti per rimanere relativamente stabili fino a tempi recenti. Dalla metà del 2005, nel contesto di un clima economico in miglioramento, gli investimenti finanziari sono nuovamente in graduale aumento, sospinti in parte dagli investimenti in azioni e altre partecipazioni. La figura 5 mostra che, dalla fine del 1999, gli investimenti in azioni e altre partecipazioni (escluse le quote di fondi comuni di investimento) hanno seguito un profilo analogo a quello dell'attività di fusione e acquisizione¹⁰.

È interessante notare che l'aumento degli investimenti finanziari da metà del 2005 è il risul-

tato non solo di una ripresa degli investimenti in azioni e altre partecipazioni, ma anche di un incremento dell'accumulo di contante (biglietti, monete e depositi) da parte del settore delle società non finanziarie. Se inizialmente ciò poteva essere ricondotto al basso costo opportunità di detenere moneta nell'area dell'euro, i recenti flussi considerevoli di biglietti, monete e depositi potrebbero anche indicare piani di ulteriori investimenti, che si tratti di investimenti non finanziari nella capacità produttiva dell'area dell'euro o di investimenti finanziari sotto forma di un'accresciuta attività di acquisizione. Ciò è in linea con l'evidenza recente dei dati di bilancio sulle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro¹¹.

I conti dell'area dell'euro confermano che le società non finanziarie hanno raccolto capitali da fonti esterne per finanziare investimenti finanziari. Essi mostrano altresì che, nonostante l'incremento degli utili nel settore delle società non finanziarie, quelli non distribuiti non sono aumentati di pari passo, in quanto le società hanno scelto di distribuire una quota maggiore di utili ai proprietari. L'aumento degli utili non si è tradotto quindi in una crescita equivalente dei fondi disponibili per il finanziamento interno, bensì è stato associato a un protratto ricorso al finanziamento esterno teso a finanziare non solo gli investimenti non finanziari ma in misura crescente quelli finanziari.

Figura 5 Fusioni e acquisizioni e investimento in azioni e altre partecipazioni delle società non finanziarie

(miliardi di euro, dati cumulati su quattro trimestri)



Fonti: Zephyr by Bureau van Dijk, dal 2000; Thomson Financial Datastream (per i dati prima del 2000); BCE e Eurostat (EAA).

Nota: nello strumento Azioni e altre partecipazioni sono escluse le quote di fondi comuni (che non hanno alcun nesso con le operazioni di fusione e l'acquisizione). I dati sulle operazioni di fusione e acquisizione includono anche le fusioni definitive, che non possono essere distinte dalle altre operazioni (benché di ammontare consistente nel biennio 1999-2000, le fusioni definitive implicano lo scambio di azioni e sono neutrali sui flussi di finanziamento).

(III) RIALLOCAZIONI DI PORTAFOGLIO A FAVORE DI ATTIVITÀ MONETARIE

Nel 2001 l'analisi monetaria della BCE è stata posta di fronte alla sfida di spiegare il marcato incremento della crescita di M3 in un contesto

- 10) Le differenze fra le due serie di dati sono dovute a) alla parziale (ancorché buona) copertura della banca dati Zephyr; b) all'inclusione di transazioni sotto forma di fusioni definitive in tale banca dati, che possono non comportare l'acquisizione di azioni per il settore nel suo complesso, come figura nei conti dell'area dell'euro; c) all'inclusione di forme di investimento di portafoglio nelle statistiche sui conti dell'area dell'euro, che non corrispondono a operazioni di fusione e acquisizione.
- 11) Cfr. il riquadro *L'incremento delle disponibilità monetarie delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro* nel numero di settembre 2006 di questo Bollettino.

che all'inizio è peggiorato per effetto del riassorbimento del boom della new economy e che, fino a metà del 2003, è stato caratterizzato da un'accresciuta incertezza economica, finanziaria e geopolitica. Le informazioni ricavate dai dati statistici disponibili all'epoca (prevalentemente bilanci delle IFM, emissione di titoli e statistiche sulla bilancia dei pagamenti) mostravano che l'incremento complessivo della crescita di M3 nel periodo rifletteva riallocazioni di portafoglio, da parte del settore detentore di moneta, effettuate da titoli non monetari verso attività monetarie liquide e sicure. Nelle statistiche sui bilanci delle IFM, le riallocazioni hanno coinciso, fra l'altro, con un considerevole incremento delle attività nette sull'estero delle IFM, di riflesso alla vendita di attività estere da parte del settore detentore di moneta dell'area dell'euro incanalate attraverso le IFM (cfr. figura 6)¹². Una parte considerevole delle riallocazioni di portafoglio sono andate a favore di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, che gli investitori utilizzano in genere come forme temporanee di investimento in periodi di elevata incertezza¹³.

A posteriori, i conti dell'area dell'euro ora disponibili avrebbero potuto fornire informazioni aggiuntive rilevanti sui titoli non monetari detenuti dai settori non finanziari e, cosa ancora più importante, sull'entità per settore delle rialloca-

zioni di portafoglio. A causa della limitatezza dei dati, queste riallocazioni sono state analizzate all'epoca per il settore detentore di moneta nel suo complesso, anche se si è sempre percepito che fossero determinate prevalentemente da un cambiamento degli investimenti finanziari da parte del settore delle famiglie¹⁴. Una prospettiva per settore può chiarire il segnale di rischi per la stabilità dei prezzi ricavato dagli andamenti monetari. Ad esempio, l'andamento delle consistenze monetarie detenute dalle famiglie può avere una relazione più stretta con l'inflazione al consumo rispetto a quelle detenute da intermediari finanziari non monetari come fondi di investimento e società veicolo (*special purpose entities*), o società di assicurazione e fondi pensione.

I conti dell'area dell'euro mostrano che, prima del periodo delle riallocazioni di portafoglio, alle famiglie era ascrivibile circa la metà delle consistenze di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari appartenenti al settore detentore di moneta e che, con l'inizio delle riallocazioni di portafoglio, esse hanno anche incrementato le proprie consistenze di tali strumenti più rapidamente rispetto agli altri settori detentori di moneta. Le famiglie hanno determinato, quindi, gran parte del vigoroso incremento della crescita di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari nel 2001, contribuendo in misura sostanziale al rafforzamento complessivo della dinamica monetaria.

I conti dell'area dell'euro raccolgono i diversi investimenti del settore delle famiglie in uno schema coerente, permettendo così un'analisi diretta delle parti di portafoglio del settore che possono essere state riallocate a favore di altri

Figura 6 M3, quote di fondi comuni monetari e attività nette sull'estero delle IFM

(miliardi di euro, dati cumulati su quattro trimestri)



Fonte: BCE.

12) Cfr., ad esempio, il riquadro *Le controparti delle riallocazioni straordinarie di portafoglio a favore di attività monetarie* dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

13) Per una trattazione della questione, cfr. l'articolo *Domanda di moneta e incertezza* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino.

14) Le scomposizioni per settore dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine, ora pubblicate regolarmente come parte delle statistiche sui bilanci delle IFM, sono state rese disponibili nel 2004.

tipi di strumenti. Ad esempio, i dati mostrano che gli investimenti finanziari complessivi del settore sono rimasti sostanzialmente stabili durante il periodo 2001-2003, ma mostrano anche che ciò nasconde una netta riduzione degli investimenti in azioni e altre partecipazioni nonché, in misura minore, in prodotti assicurativi e pensionistici. Questa riduzione è stata controbilanciata da un incremento sostanziale nell'acquisizione da parte del settore di biglietti, monete, depositi e fondi comuni monetari, tenendo presente che questi ultimi erano stati esclusi dalle azioni e altre partecipazioni per meglio cogliere la dinamica delle attività monetarie (cfr. figura 7).

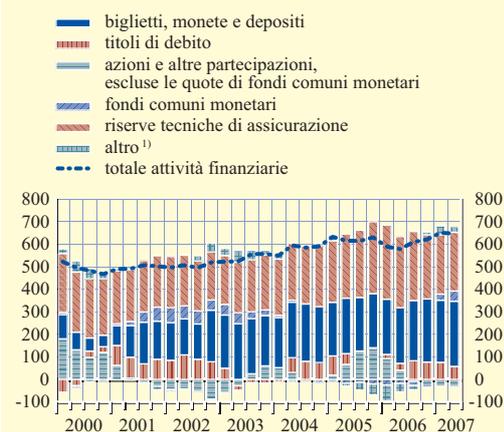
In tale contesto, i dati dei conti dell'area dell'euro mostrano il ruolo dominante delle famiglie nelle riallocazioni di portafoglio osservate fra il 2001 e il 2003. Queste informazioni avrebbero potuto quindi facilitare la comunicazione sulle scelte di investimento e le riallocazioni di portafoglio, rispetto alle spiegazioni del settore detentore di moneta nel suo insieme fornite all'epoca. Tuttavia, quando si considera il ruolo accresciuto dei conti trimestrali dell'area dell'euro nell'analisi monetaria, è altresì importante notare che la prima valutazione degli andamenti monetari basati sulle statistiche mensili relative ai bilanci delle IFM viene condotta attualmente circa tre mesi prima che siano disponibili i dati statistici dei conti dell'area dell'euro. Inoltre, dal momento che i conti dell'area dell'euro sono rivisti via via che si rendono disponibili nuove informazioni, gli elementi settoriali aggiuntivi dell'analisi di portafoglio desunti dai dati dei conti dell'area dell'euro potrebbero essere soggetti a revisioni più ampie rispetto agli elementi ricavati dai dati di bilancio delle IFM.

4 CONCLUSIONI

I conti dell'area dell'euro forniscono sia dettagli aggiuntivi per l'analisi degli andamenti macroeconomici per settore istituzionale sia uno

Figura 7 Investimento finanziario delle famiglie dell'area dell'euro

(miliardi di euro, dati cumulati su quattro trimestri)



Fonti: BCE e Eurostat (EAA).

1) Include i prestiti, gli altri conti attivi e i derivati.

schema completo per integrare e combinare informazioni fornite da altre statistiche più tempestive. Il presente articolo ha fornito alcuni esempi dell'uso potenziale dei conti trimestrali integrati dell'area dell'euro presso la BCE. Gli esempi hanno mostrato come i conti illustrino con maggior chiarezza una serie di andamenti economici, finanziari e monetari che le statistiche in passato avevano rivelato solo in parte. In particolare, l'analisi della BCE è già migliorata grazie ai dati dettagliati sui redditi delle famiglie, nonché alla copertura completa degli investimenti finanziari e dei finanziamenti relativi sia alle famiglie sia alle società non finanziarie. L'analisi delle riallocazioni di portafoglio fra attività monetarie e altri strumenti finanziari può ora basarsi su una copertura completa degli investimenti finanziari per settore istituzionale. Anche l'analisi del risparmio delle famiglie e del finanziamento delle società non finanziarie poggia su nuovi dettagli riguardanti le transazioni non finanziarie, nonché sulla copertura ora completa dei conti finanziari, dimostrando chiaramente l'utilità dei conti finanziari e non finanziari integrati per settore istituzionale.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA	
1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	S8
1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9
2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO	
2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3 Statistiche monetarie	S12
2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM	S14
2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM	S21
2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S22
2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S24
2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore	S25
3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO	
3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale	S26
3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro	S30
3.3 Famiglie	S32
3.4 Società non finanziarie	S33
3.5 Società di assicurazione e fondi pensione	S34
4 MERCATI FINANZIARI	
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S35
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S36
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S38
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S42
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario	S44
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato	S45
4.8 Indici del mercato azionario	S46
5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S47
5.2 Produzione e domanda	S50
5.3 Mercato del lavoro	S54

1) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.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).

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

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

Tutti i dati relativi al 2007 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 ⁹
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati



TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ¹⁾²⁾	M3 ¹⁾²⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ¹⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ¹⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,5	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,7	3,08	3,86
2006 4° trim.	6,8	8,7	9,0	-	11,2	16,5	3,59	3,86
2007 1° trim.	7,0	9,1	10,2	-	10,6	16,0	3,82	4,08
2° trim.	6,2	9,2	10,6	-	10,5	17,5	4,07	4,42
3° trim.	6,5	10,3	11,5	-	11,0	.	4,49	4,48
2007 mag.	5,9	9,3	10,6	10,6	10,4	17,9	4,07	4,37
giu.	6,1	9,5	11,0	11,1	10,8	18,1	4,15	4,66
lug.	6,8	10,4	11,7	11,4	11,0	19,6	4,22	4,63
ago.	6,7	10,5	11,6	11,5	11,2	19,4	4,54	4,43
set.	6,1	10,2	11,3	.	11,0	.	4,74	4,37
ott.	.	.	.	.	.	.	4,69	4,40

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	2,7	1,5	1,3	81,2	0,9	8,9
2006	2,2	5,1	2,6	2,8	4,0	83,3	1,5	8,3
2007 1° trim.	1,9	2,9	2,3	3,2	3,9	84,6	1,8	7,7
2° trim.	1,9	2,4	2,5	2,5	2,6	84,6	1,7	7,5
3° trim.	1,9	2,1	.	.	.	84,3	.	7,4
2007 mag.	1,9	2,4	-	-	2,7	-	-	7,5
giu.	1,9	2,3	-	-	2,3	-	-	7,5
lug.	1,8	1,8	-	-	3,9	84,3	-	7,4
ago.	1,7	1,8	-	-	4,4	-	-	7,4
set.	2,1	2,7	-	-	.	-	-	7,3
ott.	2,6	.	-	-	.	84,2	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 ³⁾ (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	104,2	1,2441
2006	0,4	28,6	-158,8	263,5	325,8	103,6	104,5	1,2556
2006 4° trim.	22,5	17,8	-59,4	120,4	325,8	104,6	105,4	1,2887
2007 1° trim.	4,8	8,6	-14,6	129,8	331,5	105,5	106,1	1,3106
2° trim.	1,2	20,3	-69,1	69,5	325,3	107,1	107,7	1,3481
3° trim.	.	.	.	.	340,5	107,6	108,2	1,3738
2007 mag.	-9,7	4,4	-24,2	2,5	327,4	107,3	107,9	1,3511
giu.	13,9	11,3	-37,4	70,6	325,3	106,9	107,4	1,3419
lug.	5,7	9,4	0,1	30,2	328,8	107,6	108,2	1,3716
ago.	0,9	3,9	-8,5	13,3	330,4	107,1	107,7	1,3622
set.	.	.	.	.	340,5	108,2	108,8	1,3896
ott.	.	.	.	.	.	109,4	110,0	1,4227

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

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

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	12 ottobre 2007	19 ottobre 2007	26 ottobre 2007	2 novembre 2007
Oro e crediti in oro	185.975	185.849	185.723	185.539
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	143.403	146.648	142.191	144.413
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	23.352	20.538	23.817	22.835
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	16.191	17.020	18.128	18.010
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	483.006	436.005	447.025	435.011
Operazioni di rifinanziamento principali	218.001	171.000	182.000	170.000
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	265.004	265.004	265.004	265.005
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	0	2	5
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	1	19	1
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	15.093	15.155	15.409	17.494
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	96.640	95.791	95.836	95.696
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	37.122	37.122	37.122	37.110
Altre attività	288.336	295.199	298.253	300.153
Attività totali	1.289.118	1.249.327	1.263.504	1.256.261

2. Passività

	12 ottobre 2007	19 ottobre 2007	26 ottobre 2007	2 novembre 2007
Banconote in circolazione	640.610	638.698	637.770	643.503
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	231.957	193.512	191.911	192.208
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	201.626	192.790	191.746	191.974
Depositi overnight	316	708	155	219
Depositi a tempo determinato	30.001	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	14	14	10	15
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	139	141	150	185
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	64.515	61.634	76.606	58.289
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	25.028	25.153	25.394	27.342
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	293	336	215	326
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	19.098	19.667	18.611	19.709
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.398	5.398	5.398	5.398
Altre passività	102.126	104.833	107.491	109.342
Rivalutazioni	131.060	131.060	131.060	131.060
Capitale e riserve	68.894	68.895	68.898	68.899
Passività totali	1.289.118	1.249.327	1.263.504	1.256.261

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

	Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
		Livello	Variazione	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta			
		1	2	3	4	5	6	7
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
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, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema, alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla operazione di rifinanziamento principale che segue la discussione del Consiglio Direttivo).
- 2) Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.

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

(milioni di euro; tassi di interesse in valori percentuali su base annua)

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	
Operazioni di rifinanziamento principali							
2007 11 lug.	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
12	406.119	381	269.000	4,00	4,14	4,17	7
19	356.281	371	155.000	4,00	4,15	4,16	7
26	368.995	378	190.000	4,00	4,27	4,29	7
3 ott.	298.721	316	163.000	4,00	4,14	4,16	7
10	322.684	342	218.000	4,00	4,12	4,16	7
17	283.439	349	171.000	4,00	4,11	4,14	7
24	304.089	348	182.000	4,00	4,11	4,14	7
31	287.241	308	170.000	4,00	4,14	4,16	7
7 nov.	275.580	300	160.000	4,00	4,14	4,15	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2006 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
13 set.	139.021	140	75.000	-	4,35	4,52	90
27	85.353	159	50.000	-	4,50	4,63	84
1 nov.	87.587	157	50.000	-	4,45	4,53	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2006 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
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	66.388	37	60.000	4,00	-	-	-	1
9 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	40.235	18	24.500	4,00	-	-	-	1
12	Raccolta di depositi a tempo determinato	40.080	22	30.000	4,00	-	-	-	5

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 ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							2	3	4	5	6
1	2	3	4	5	6		
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007 1° trim.	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8	
2007 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	
lug.	16.822,3	8.955,9	694,0	2.089,3	1.392,1	3.690,9	
ago.	16.890,0	8.994,1	713,9	2.086,8	1.407,8	3.687,5	

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
2° trim.	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
2007 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	192,7	0,9	0,0	4,09
9 ott.	192,5	193,4	0,9	0,0	4,18
13 nov.	193,7	.	.	.	.

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						Bancnote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ⁴⁾						
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 2° trim.	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7
2007 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
11 set.	317,3	268,7	171,7	0,2	10,7	0,4	1,7	639,2	52,3	-117,8	192,7	832,4
9 ott.	321,9	194,3	262,3	0,3	0,0	1,6	0,9	637,3	63,7	-118,0	193,4	832,3

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 ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 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.	1.669,9	762,7	17,7	0,6	744,3	254,5	216,8	2,2	35,5	-	17,5	357,5	15,7	262,0
ago.	1.649,6	730,5	17,7	0,6	712,1	256,1	217,4	2,2	36,6	-	17,6	360,6	15,6	269,2
set. ³⁾	1.707,3	753,5	17,8	0,6	735,1	259,5	219,3	2,2	38,0	-	17,7	368,8	15,6	292,3
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	798,1	9.599,9	5.215,7	3.744,8	1.291,6	733,9	1.719,3	95,0	1.352,8	4.902,8	200,6	1.938,1
giu.	28.066,3	15.775,4	798,2	9.712,6	5.264,6	3.759,0	1.281,7	761,2	1.716,1	96,6	1.273,9	4.888,9	201,7	2.070,9
lug.	28.140,3	15.881,4	799,7	9.809,8	5.271,9	3.774,4	1.257,7	777,0	1.739,7	97,1	1.260,1	4.928,0	198,2	2.001,2
ago.	28.161,4	15.964,3	793,1	9.848,9	5.322,3	3.741,9	1.228,5	780,4	1.733,0	95,5	1.248,4	4.917,6	198,4	1.995,4
set. ³⁾	28.481,4	16.162,6	793,1	9.947,1	5.422,4	3.748,1	1.214,3	802,3	1.731,5	95,6	1.255,5	4.880,4	199,7	2.139,4

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 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.	1.669,9	660,0	511,4	53,3	21,8	436,4	-	0,1	209,5	43,9	244,8
ago.	1.649,6	657,0	482,8	52,9	17,5	412,5	-	0,1	212,3	46,9	250,5
set. ³⁾	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
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	8.060,9	5.395,9	758,7	4.424,8	1.529,7	4.255,7	2.543,1
2007 apr.	27.479,0	-	13.693,8	131,9	8.111,2	5.450,8	778,8	4.447,9	1.546,8	4.408,1	2.603,6
mag.	27.847,8	-	13.850,8	152,6	8.177,2	5.521,0	797,5	4.502,3	1.547,6	4.519,8	2.629,7
giu.	28.066,3	-	14.021,0	169,8	8.278,3	5.572,9	795,6	4.523,3	1.551,2	4.451,9	2.723,2
lug.	28.140,3	-	14.038,9	126,8	8.324,5	5.587,7	809,7	4.549,1	1.568,3	4.498,3	2.675,9
ago.	28.161,4	-	14.042,7	120,6	8.319,4	5.602,6	801,7	4.576,4	1.567,7	4.539,2	2.633,8
set. ³⁾	28.481,4	-	14.244,3	144,0	8.407,3	5.692,9	777,5	4.574,2	1.580,2	4.525,9	2.779,2

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.
- 3) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 4) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

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

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 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.	21.219,3	10.416,7	816,2	9.600,5	2.241,2	1.505,1	736,0	928,0	5.256,8	215,9	2.160,7
giu.	21.414,0	10.529,2	816,0	9.713,2	2.258,3	1.494,9	763,4	880,3	5.243,0	217,1	2.286,1
lug.	21.462,9	10.627,9	817,4	9.810,4	2.253,7	1.474,6	779,2	865,9	5.285,5	213,8	2.216,1
ago.	21.453,4	10.660,4	810,9	9.849,5	2.228,5	1.446,0	782,5	854,2	5.278,2	214,0	2.218,2
set. ^(p)	21.702,5	10.758,7	810,9	9.947,7	2.238,1	1.433,6	804,5	856,4	5.249,2	215,3	2.384,9
Transazioni											
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.	271,4	69,4	-5,2	74,6	60,5	36,4	24,1	6,3	78,9	1,0	55,3
giu.	211,3	120,1	-0,6	120,7	19,9	-8,7	28,6	-47,0	-5,4	1,2	122,5
lug.	77,2	101,5	1,4	100,1	-4,2	-20,8	16,5	-10,7	64,1	-3,3	-70,2
ago.	-12,7	32,8	-6,6	39,4	-26,1	-29,9	3,8	-10,2	-11,2	0,1	1,9
set. ^(p)	324,8	110,4	0,2	110,2	12,6	-10,8	23,4	1,6	32,9	1,4	165,9

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	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	8.078,4	666,3	2.701,6	1.341,8	4.295,3	2.775,4	18,7
2007 apr.	20.919,1	594,7	173,9	8.131,0	681,9	2.710,9	1.345,1	4.451,2	2.838,5	-8,0
mag.	21.219,3	597,6	199,8	8.198,6	702,5	2.750,7	1.316,4	4.562,2	2.878,4	13,2
giu.	21.414,0	604,9	221,0	8.301,6	699,1	2.772,9	1.346,8	4.502,9	2.968,8	-4,1
lug.	21.462,9	612,9	180,1	8.346,2	712,6	2.774,1	1.366,2	4.542,2	2.920,8	7,8
ago.	21.453,4	610,5	173,6	8.336,9	706,1	2.807,0	1.368,3	4.586,1	2.884,2	-19,3
set. ^(p)	21.702,5	610,4	195,7	8.426,5	681,9	2.804,8	1.386,1	4.574,2	3.047,5	-24,7
Transazioni										
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	157,1	54,5	117,5	39,0	292,5	196,8	6,9
2007 apr.	307,1	6,3	-9,9	57,3	17,6	19,0	-4,0	191,6	46,6	-17,4
mag.	271,4	2,8	25,9	65,4	16,0	34,0	-28,3	91,2	45,4	19,0
giu.	211,3	7,3	21,2	102,4	-3,1	19,4	35,2	-52,2	91,0	-10,0
lug.	77,2	8,0	-41,5	47,1	14,4	5,0	19,2	58,1	-48,8	15,8
ago.	-12,7	-2,3	-6,5	-10,3	-6,9	31,9	3,8	40,5	-35,0	-27,8
set. ^(p)	324,8	-0,1	22,1	102,1	-25,1	16,1	13,4	53,8	137,8	4,7

Fonte: BCE.

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

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

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

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	425,8
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	636,8
2007 1° trim.	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,3	8.002,0	-	5.604,1	2.301,4	10.978,1	9.444,7	755,9
2007 apr.	3.740,1	3.106,4	6.846,5	1.189,7	8.036,2	-	5.634,7	2.277,1	11.095,8	9.516,8	729,7
mag.	3.768,7	3.127,9	6.896,6	1.217,3	8.113,9	-	5.654,9	2.314,2	11.212,1	9.592,5	726,8
giu.	3.785,1	3.170,7	6.955,8	1.228,6	8.184,4	-	5.727,7	2.297,9	11.324,9	9.684,5	728,2
lug.	3.805,4	3.228,3	7.033,8	1.235,6	8.269,3	-	5.765,6	2.286,4	11.436,7	9.782,9	728,6
ago.	3.825,2	3.273,8	7.099,0	1.243,1	8.342,1	-	5.795,3	2.265,6	11.553,0	9.888,8	696,1
set. ^(p)	3.819,7	3.317,4	7.137,0	1.261,6	8.398,6	-	5.783,9	2.253,1	11.642,3	9.956,6	670,0
Transazioni											
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,7
2006	255,5	309,9	565,4	130,2	695,6	-	427,0	-114,1	1.105,0	896,5	200,5
2007 1° trim.	63,6	105,4	169,0	91,1	260,1	-	150,0	-23,7	298,7	258,8	127,1
2007 apr.	-5,5	43,9	38,4	0,5	38,9	-	35,0	-22,5	122,9	79,2	-24,2
mag.	27,9	20,6	48,4	22,1	70,5	-	15,4	37,3	109,1	76,5	-3,0
giu.	15,3	43,6	58,8	9,8	68,6	-	75,3	-15,2	122,6	99,9	2,6
lug.	21,0	58,8	79,8	7,7	87,4	-	42,3	-11,9	119,3	101,3	3,3
ago.	19,4	45,2	64,6	10,4	75,0	-	26,8	-22,1	118,5	106,3	-33,0
set. ^(p)	-2,6	47,9	45,3	21,7	66,9	-	3,7	-10,8	102,2	79,8	-30,0
Variazioni percentuali											
2005 dic.	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,7
2006 dic.	7,5	11,7	9,3	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,5
2007 mar.	7,0	12,7	9,5	20,1	11,0	10,5	9,2	-4,9	10,9	10,6	339,7
2007 apr.	6,0	12,4	8,8	19,4	10,3	10,6	9,1	-5,6	10,8	10,4	317,0
mag.	5,9	13,6	9,3	18,6	10,6	10,6	8,8	-3,1	11,1	10,4	298,4
giu.	6,1	13,9	9,5	19,9	11,0	11,1	9,4	-3,8	11,6	10,8	272,5
lug.	6,8	15,0	10,4	19,4	11,7	11,4	9,2	-3,7	11,6	11,0	273,5
ago.	6,7	15,3	10,5	17,9	11,6	11,5	9,3	-4,2	11,8	11,2	245,0
set. ^(p)	6,1	15,5	10,2	18,0	11,3	.	8,8	-4,3	11,6	11,0	207,3

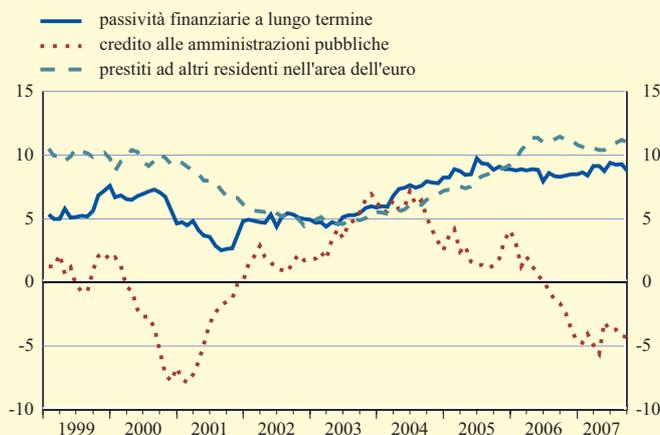
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali (per M1, M2 e M3 cfr. il Glossario).
- 3) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

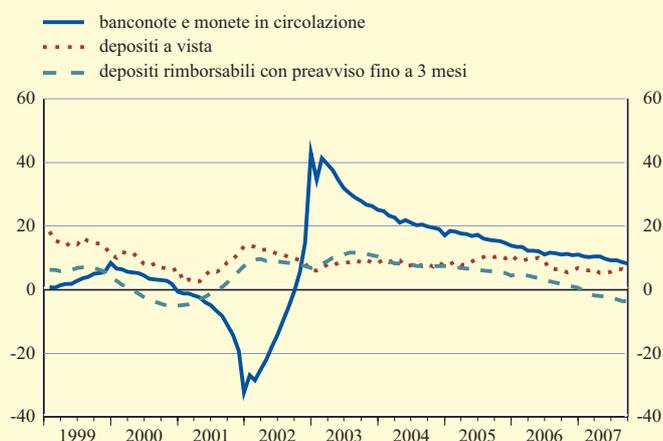
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	241,6	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006	579,0	3.097,6	1.401,7	1.551,4	272,0	631,4	198,7	2.396,2	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 1° trim.	592,1	3.154,7	1.528,2	1.536,8	280,3	670,0	239,9	2.461,4	107,8	1.696,4	1.338,5
2007 apr.	597,4	3.142,7	1.573,3	1.533,0	271,3	676,0	242,4	2.467,7	108,7	1.707,3	1.351,0
mag.	597,8	3.170,9	1.595,6	1.532,3	270,5	691,8	255,0	2.490,5	108,6	1.729,1	1.326,7
giu.	599,2	3.186,0	1.645,2	1.525,5	285,1	700,5	243,1	2.521,9	109,4	1.748,7	1.347,7
lug.	604,7	3.200,8	1.709,4	1.518,9	290,6	704,8	240,2	2.527,8	110,7	1.764,6	1.362,4
ago.	608,2	3.217,0	1.763,0	1.510,8	287,2	695,4	260,5	2.549,7	111,1	1.767,7	1.366,8
set. ^(p)	610,6	3.209,1	1.808,9	1.508,5	297,8	680,7	283,0	2.521,9	113,0	1.770,2	1.378,9
Transazioni											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	96,1
2006	57,5	198,0	300,8	9,2	31,2	28,8	70,2	216,3	15,5	137,8	57,5
2007 1° trim.	12,6	51,0	120,9	-15,4	8,4	40,9	41,8	68,3	4,6	40,4	36,7
2007 apr.	5,3	-10,8	47,6	-3,6	-8,9	8,0	1,4	17,1	1,0	11,8	5,1
mag.	0,4	27,5	21,3	-0,8	-0,8	11,3	11,6	18,0	-0,1	21,3	-23,9
giu.	1,3	14,0	49,6	-6,1	13,1	9,0	-12,3	29,0	0,9	19,8	25,8
lug.	5,5	15,5	65,4	-6,6	5,6	5,2	-3,1	9,9	1,2	16,5	14,6
ago.	3,6	15,8	53,3	-8,2	-3,5	-9,8	23,7	17,5	0,5	2,8	6,1
set. ^(p)	2,4	-5,0	50,0	-2,1	14,0	-15,5	23,1	-10,2	1,9	4,5	7,6
Variazioni percentuali											
2005 dic.	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 dic.	11,0	6,8	27,2	0,6	13,0	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 mar.	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,3	12,2	51,9	11,0	20,6	9,0	5,3
2007 apr.	10,5	5,2	31,2	-2,0	13,4	13,1	52,4	10,8	20,4	8,8	5,7
mag.	9,6	5,3	34,7	-2,3	10,3	13,8	48,0	10,8	18,4	9,1	3,9
giu.	9,2	5,5	35,1	-2,5	14,6	14,4	49,4	11,1	17,6	9,6	5,4
lug.	9,2	6,4	37,5	-2,9	14,3	14,4	46,9	10,7	17,0	9,9	5,2
ago.	8,7	6,3	38,6	-3,5	11,2	12,8	44,9	10,8	15,4	9,5	5,9
set. ^(p)	8,2	5,7	38,3	-3,6	11,6	9,6	56,2	9,8	15,1	9,0	6,2

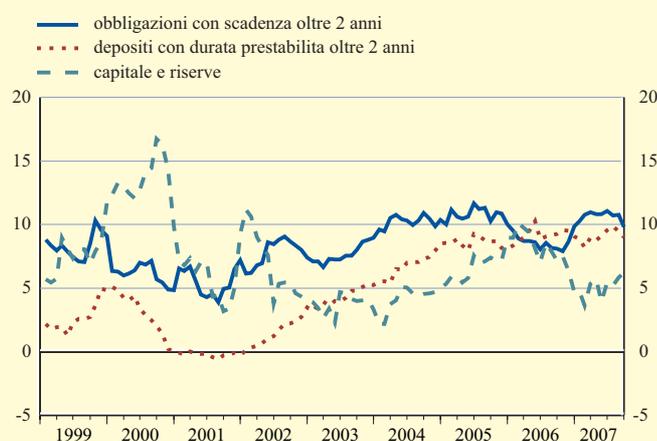
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ⁴⁾		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	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	4.046,6	1.196,7	765,1	2.084,8
giu.	110,5	83,5	802,2	502,3	4.107,9	1.223,3	777,1	2.107,5
lug.	111,5	84,7	813,2	506,0	4.169,0	1.241,1	791,7	2.136,2
ago.	110,6	85,4	820,9	506,8	4.186,9	1.230,5	803,0	2.153,3
set. ^(p)	111,9	87,9	850,8	532,3	4.235,0	1.256,9	811,1	2.167,0
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	48,6	7,8	16,3	24,5
giu.	1,5	1,2	12,9	9,5	68,3	32,3	12,4	23,6
lug.	1,1	1,2	12,2	5,0	61,8	17,7	14,7	29,4
ago.	-0,9	0,8	8,6	1,4	17,3	-11,3	11,4	17,2
set. ^(p)	1,4	2,5	33,6	28,0	53,5	28,1	9,5	15,9
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.	30,7	40,6	17,9	20,4	13,3	11,1	20,1	12,2
lug.	24,0	31,9	20,6	24,4	13,6	11,5	19,4	12,8
ago.	27,9	39,9	19,7	22,3	14,2	12,9	20,4	12,8
set. ^(p)	25,5	40,2	20,1	22,6	14,1	13,4	19,9	12,4

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

4) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

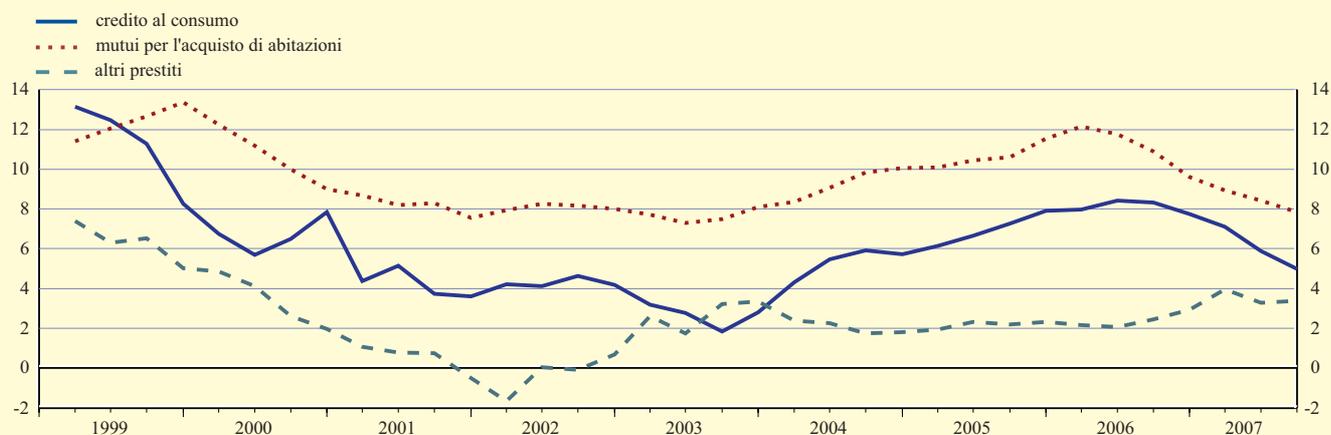
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le vaziazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ³⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,6	135,3	202,7	248,5	3.212,0	15,6	72,1	3.124,4	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 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.	4.655,3	595,7	133,0	203,5	259,2	3.311,7	15,9	72,2	3.223,6	747,9	145,3	102,7	500,0
giu.	4.692,0	602,3	134,9	204,6	262,8	3.336,7	16,4	72,6	3.247,7	753,0	150,3	103,8	498,9
lug.	4.716,2	606,4	136,0	205,0	265,5	3.358,7	15,8	73,1	3.269,9	751,0	146,5	104,3	500,2
ago.	4.730,4	606,0	134,9	204,4	266,7	3.374,0	15,8	73,1	3.285,1	750,4	144,2	104,4	501,8
set. ^(p)	4.749,4	606,4	134,4	204,1	267,9	3.390,7	16,3	73,5	3.301,0	752,2	146,7	104,3	501,2
Transazioni													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,7	8,2	4,8	29,6	281,8	1,5	4,6	275,7	20,9	1,4	3,8	15,7
2007 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.	28,5	2,3	-0,2	1,3	1,2	25,4	0,1	0,3	25,0	0,8	-1,1	0,3	1,7
giu.	38,0	7,0	1,9	1,3	3,8	25,5	0,5	0,5	24,4	5,4	5,1	1,2	-0,8
lug.	25,1	4,2	1,2	0,4	2,6	22,5	-0,2	0,4	22,3	-1,5	-3,8	0,6	1,7
ago.	14,4	-0,4	-1,0	-0,6	1,2	15,2	0,1	0,1	15,1	-0,5	-2,3	0,2	1,7
set. ^(p)	21,7	0,2	-0,4	-0,2	0,7	18,0	0,5	0,4	17,1	3,6	2,8	0,3	0,4
Variazioni percentuali													
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	3,7	1,3	5,0	4,1
giu.	7,2	5,9	4,4	0,6	11,2	8,4	11,0	4,6	8,5	3,3	0,6	5,3	3,7
lug.	7,0	5,9	4,8	0,5	11,1	8,1	9,6	4,6	8,2	3,3	0,6	5,7	3,6
ago.	7,0	5,8	4,7	0,5	10,8	8,1	9,9	4,6	8,2	3,3	-0,1	5,7	3,8
set. ^(p)	6,7	5,0	4,2	0,0	9,6	7,8	8,7	4,5	7,9	3,4	1,1	5,4	3,6

F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

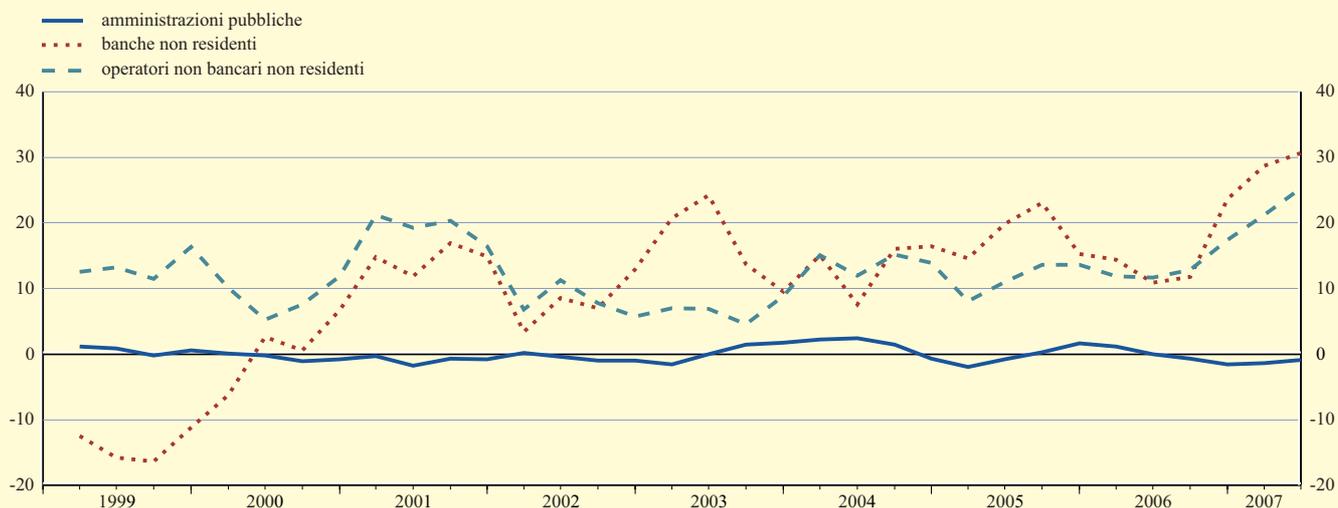
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
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. ^(p)	798,2	96,6	218,8	449,9	32,8	3.286,4	2.343,0	943,3	60,6	882,7
Transazioni										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
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. ^(p)	-3,4	-0,9	-5,5	1,2	1,7	135,4	88,4	47,0	0,6	46,3
Variazioni percentuali										
2004 dic.	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2007 mar.	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,2	-4,4	23,5
giu. ^(p)	-0,9	-6,9	-5,9	2,9	2,5	29,0	30,6	25,3	-8,7	28,5

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

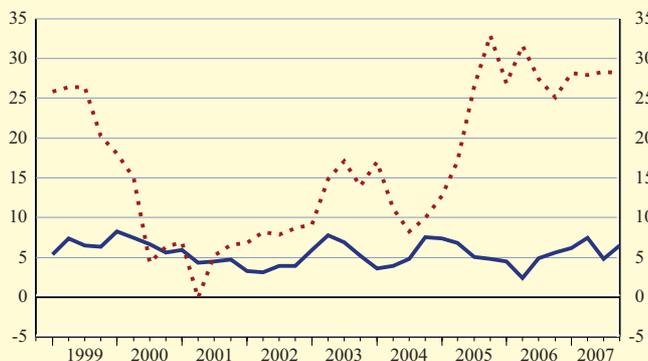
1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	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	1.264,7	318,6	267,7	515,7	11,4	0,3	151,0
2007 apr.	666,2	70,2	63,2	506,3	1,0	1,2	24,4	1.277,9	307,2	276,8	530,5	11,3	0,3	151,8
mag.	659,4	65,5	60,1	508,7	0,9	1,2	23,0	1.304,4	315,6	274,3	551,1	11,4	0,3	151,7
giu.	656,4	65,0	58,0	512,2	0,8	1,2	19,2	1.347,3	321,0	288,2	571,8	11,5	0,2	154,6
lug.	670,8	72,7	61,2	514,0	0,9	1,2	20,8	1.369,0	321,9	290,7	589,2	13,4	0,3	153,6
ago.	665,7	61,4	68,0	513,6	0,8	1,1	20,8	1.364,2	302,0	303,0	588,6	11,8	0,2	158,6
set. ^(p)	676,5	67,7	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.387,0	326,4	305,8	581,4	13,0	0,8	159,5
Transazioni														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	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	124,8	35,8	16,2	46,2	0,7	0,0	26,0
2007 apr.	7,0	-2,6	4,9	3,3	-0,1	0,0	1,5	15,8	-10,7	10,0	15,6	0,0	0,0	0,8
mag.	-6,8	-4,7	-3,1	2,5	-0,1	0,0	-1,4	25,3	8,1	-3,0	20,2	0,1	0,0	0,0
giu.	-3,0	-0,5	-2,1	3,4	0,0	0,0	-3,8	41,8	5,6	14,0	20,7	0,0	0,0	1,4
lug.	14,5	7,7	3,3	1,8	0,1	0,0	1,6	23,0	1,1	2,9	18,0	1,9	0,0	-1,0
ago.	-5,2	-11,3	6,8	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-5,1	-20,0	12,3	-0,7	-1,6	-0,1	4,9
set. ^(p)	13,5	6,5	-4,9	11,7	0,0	0,3	27,2	25,6	4,4	-9,0	1,2	0,6	0,6	4,3
Variazioni percentuali														
2005 dic.	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 dic.	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-3,4	21,2	28,2	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	27,9	15,6	37,6	38,1	4,1	-	12,4
2007 apr.	6,0	2,9	25,5	5,6	-11,0	-13,9	-13,0	23,3	9,9	25,5	38,0	8,5	-	7,2
mag.	6,1	-1,6	31,0	5,7	-19,9	-14,6	-10,2	25,8	13,3	33,1	39,5	-2,1	-	4,3
giu.	4,8	-5,6	21,1	5,7	-20,8	-13,6	-13,3	28,3	13,5	35,6	41,4	5,9	-	10,5
lug.	5,9	10,8	18,0	5,2	-11,7	-10,1	-16,6	31,8	20,2	37,6	42,6	36,0	-	12,5
ago.	4,7	-0,8	30,8	4,4	-21,3	270,4	-27,7	31,3	15,6	41,6	42,4	25,3	-	12,8
set. ^(p)	6,5	1,3	23,4	6,6	-18,2	-19,7	-13,7	28,2	18,7	31,1	38,6	28,9	-	11,0

F8 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

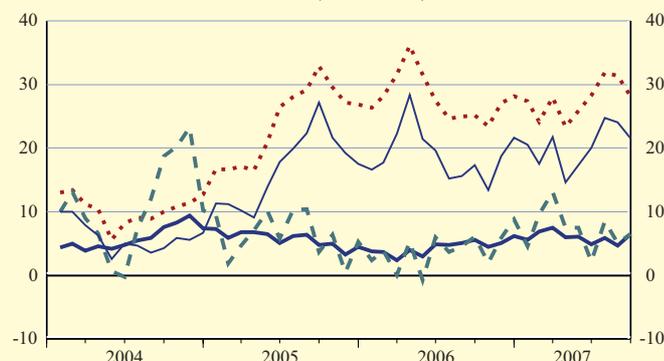
- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Questa categoria include i fondi di investimento.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

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

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

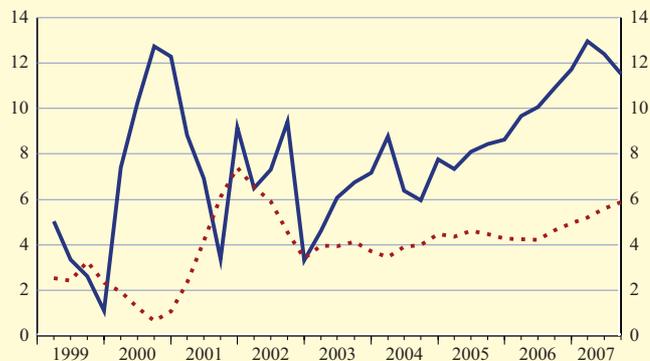
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie						Famiglie ³⁾					Pronti contro termine		
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso			
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi		oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 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	861,6	392,5	68,2	36,1	1,3	26,4	4.678,1	1.785,8	802,3	577,1	1.329,0	106,2	77,7
lug.	1.385,6	840,5	415,5	67,8	34,7	1,5	25,6	4.679,9	1.766,6	832,9	572,2	1.318,8	106,8	82,6
ago.	1.388,7	825,8	435,1	68,0	31,9	1,5	26,6	4.678,2	1.739,4	860,5	568,9	1.315,2	107,2	87,0
set. ^(p)	1.406,3	845,2	439,8	64,2	31,6	1,4	24,1	4.708,3	1.756,6	886,2	565,7	1.307,9	107,9	84,0
Transazioni														
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007 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.	15,3	17,4	0,5	-0,4	-1,7	0,0	-0,5	46,9	36,3	19,3	-4,0	-4,4	0,7	-1,0
lug.	0,2	-20,8	23,4	-0,3	-1,3	0,1	-0,8	2,2	-19,1	30,9	-4,8	-10,2	0,7	4,8
ago.	3,0	-14,8	19,5	0,2	-2,9	0,0	1,0	-2,2	-27,3	27,5	-3,6	-3,6	0,4	4,4
set. ^(p)	21,5	20,6	6,1	-2,5	-0,2	0,0	-2,5	31,6	17,6	26,6	-3,1	-7,2	0,7	-3,0
Variazioni percentuali														
2005 dic.	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 dic.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 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	10,1	26,2	-4,8	-18,0	-29,5	20,0	5,6	3,2	40,2	-6,3	-2,5	19,2	32,9
lug.	12,9	8,6	32,5	-4,2	-19,6	-26,2	9,0	5,4	2,5	41,1	-6,6	-3,2	18,4	31,1
ago.	12,0	7,4	32,6	-4,1	-26,7	-59,9	3,6	5,6	2,8	41,9	-7,0	-3,3	16,9	30,1
set. ^(p)	11,5	7,2	32,8	-8,7	-28,4	-27,0	-3,8	5,9	2,8	43,8	-7,2	-3,5	16,0	29,6

F10 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

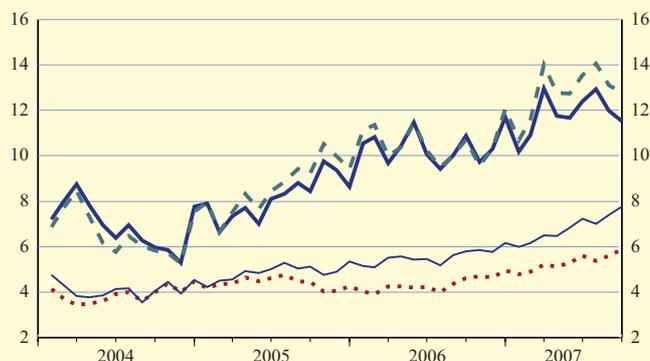
— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)
 - - - società non finanziarie (inclusi in M3)⁴⁾
 — famiglie (inclusi in M3)⁵⁾



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Questa categoria include le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

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

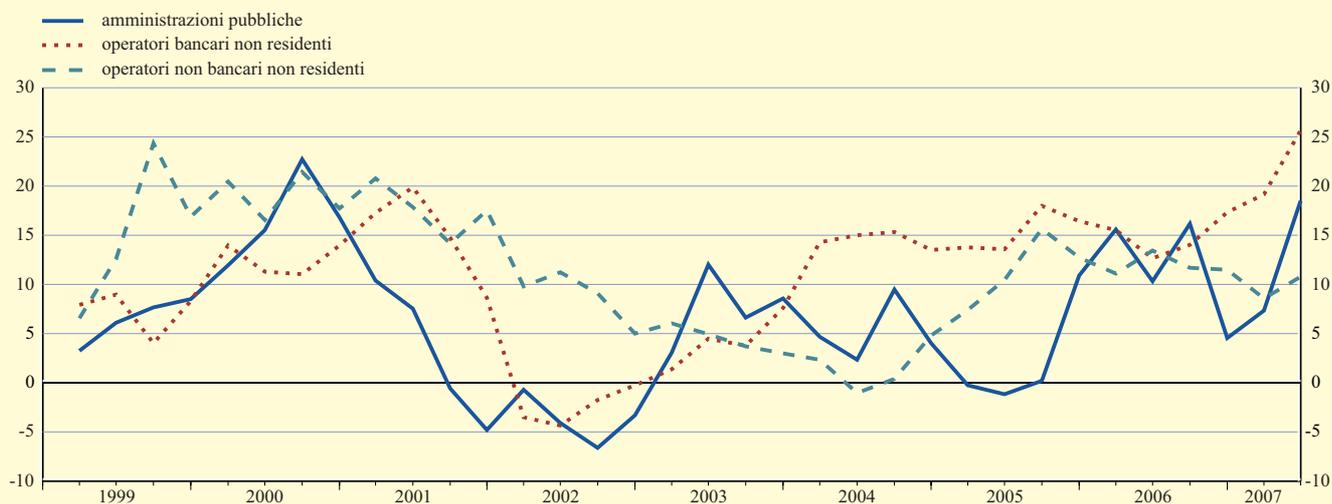
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	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. ^(p)	380,2	169,8	43,8	95,2	71,5	3.821,5	2.903,9	916,6	136,7	780,0
Transazioni										
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006	14,2	-24,5	7,0	8,7	22,9	476,6	385,8	90,8	2,8	88,0
2007 1° trim.	7,8	14,1	-3,3	-3,3	0,2	256,6	237,2	19,4	3,6	15,8
2° trim. ^(p)	42,4	30,8	1,8	6,3	3,6	177,7	141,3	35,5	4,3	31,2
Variazioni percentuali										
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 dic.	4,5	-16,5	18,4	10,8	51,3	15,8	17,3	11,5	2,2	13,2
2007 mar.	7,3	-6,3	10,4	12,3	38,6	16,4	19,2	8,6	3,1	9,6
giu. ^(p)	18,5	21,9	10,6	12,1	25,5	21,8	25,6	10,8	6,4	11,6

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

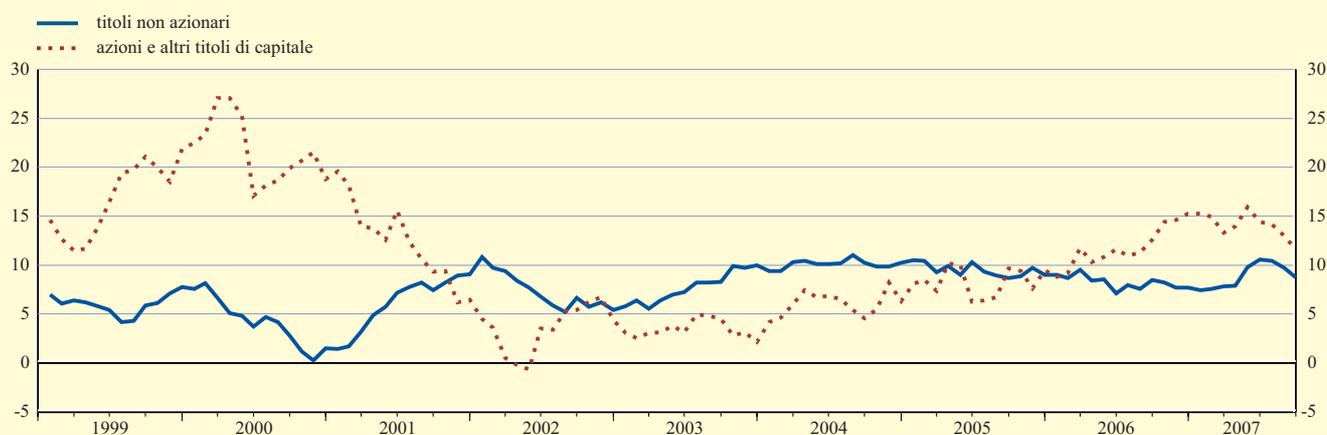
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 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.	4.863,3	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.	4.984,4	1.640,8	78,4	1.275,8	15,8	699,1	34,8	1.239,6	1.703,4	438,2	914,6	350,6
giu.	5.010,6	1.637,2	78,9	1.266,1	15,6	727,1	34,1	1.251,6	1.623,3	406,8	867,1	349,4
lug.	5.045,7	1.651,0	88,7	1.242,4	15,4	741,2	35,8	1.271,3	1.607,4	407,2	852,9	347,4
ago.	5.001,9	1.649,3	83,7	1.213,4	15,2	746,5	33,9	1.260,0	1.587,6	407,2	841,1	339,2
set. ^(p)	4.975,1	1.649,1	82,4	1.199,6	14,7	766,4	35,9	1.227,0	1.606,3	412,3	843,2	350,9
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.	110,1	14,7	-0,2	31,5	0,3	24,2	0,0	39,7	42,3	27,3	6,4	8,7
giu.	29,2	-2,9	0,5	-9,2	-0,1	29,1	-0,6	12,3	-79,5	-31,0	-47,1	-1,4
lug.	42,6	12,8	10,1	-23,5	-0,2	14,5	2,0	26,8	-11,0	1,1	-10,7	-1,3
ago.	-44,4	-2,2	-5,2	-29,6	-0,3	5,8	-1,9	-11,0	-17,1	-0,1	-10,2	-6,8
set. ^(p)	-2,1	-1,2	1,1	-12,9	0,0	20,3	3,1	-12,6	17,7	5,4	1,7	10,7
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	18,8	-8,1	-2,6	24,9	39,0	29,0	15,9	22,6	8,0	32,0
giu.	10,6	8,5	24,8	-8,9	-7,1	28,0	43,5	29,7	14,4	17,8	7,4	31,2
lug.	10,4	8,4	33,2	-9,3	-7,8	28,1	47,1	27,9	14,2	19,6	5,9	32,6
ago.	9,7	7,7	26,1	-9,7	-10,5	29,4	35,8	25,9	13,0	18,4	5,2	29,6
set. ^(p)	8,8	6,4	26,5	-9,8	-5,8	30,9	50,0	21,5	11,6	18,9	3,7	25,8

F13 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

(miliardi di euro)

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

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007 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.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
ago.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,2
set. ^(p)	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-0,1	-0,3	-0,3

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

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

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
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	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.	5.395,9	90,5	9,5	5,6	0,5	1,4	1,2	8.199,9	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
2° trim. ^(p)	5.572,9	90,5	9,5	5,7	0,4	1,3	1,2	8.448,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
Non residenti dell'area dell'euro														
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	2.557,1	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. ^(p)	2.903,9	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 ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	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. ^(p)	4.797,0	80,2	19,8	10,0	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 ^{1), 2)}

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

3. Prestiti

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	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. ^(p)	5.264,6	-	-	-	-	-	10.510,8	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,6	
Non residenti nell'area dell'euro														
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	2.061,0	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. ^(p)	2.343,0	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 ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,8	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. ^(p)	1.716,1	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,5	2.042,9	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
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	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. ^(p)	581,9	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 ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
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.	5.137,9	316,9	1.908,6	145,2	1.763,3	1.777,9	601,0	180,3	353,2
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.	5.712,9	332,4	2.031,5	181,0	1.850,6	2.068,7	718,7	188,9	372,7
2° trim. ^(p)	6.002,9	349,7	2.042,3	192,8	1.849,4	2.216,4	784,5	194,7	415,3

2. Passività

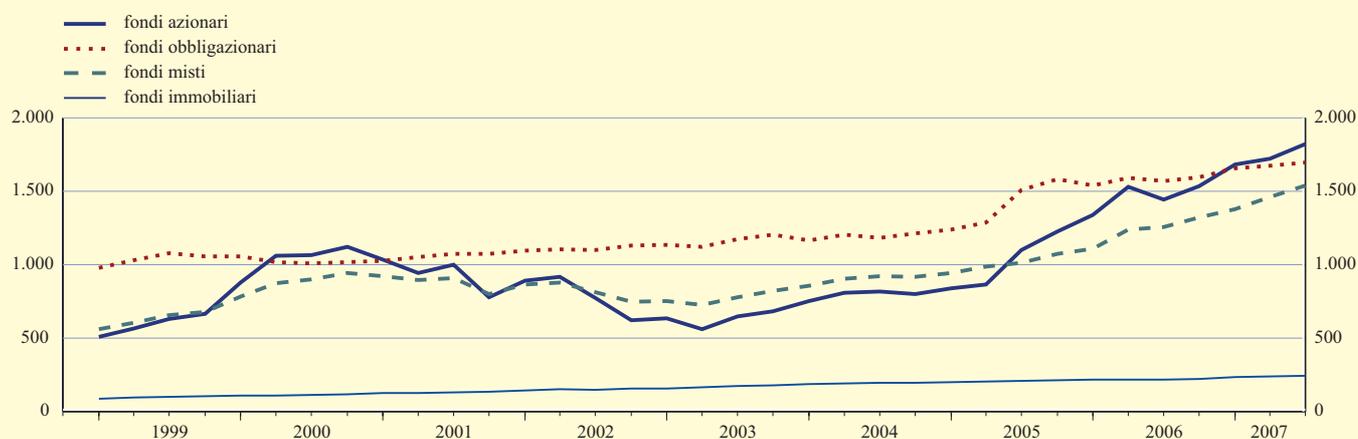
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2006 1° trim.	5.199,6	73,6	4.871,3	254,7
2° trim.	5.137,9	76,4	4.789,5	272,0
3° trim.	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
4° trim.	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 1° trim. ^(p)	5.712,9	82,2	5.349,4	281,7
2° trim. ^(p)	6.002,9	90,8	5.596,6	315,5

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

	Totale 1	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8	
2006 1° trim.	5.199,6	1.531,9	1.592,6	1.239,4	214,0	621,5	3.999,0	1.200,5	
2° trim.	5.137,9	1.443,3	1.569,3	1.257,0	217,4	650,9	3.913,2	1.224,7	
3° trim.	5.359,0	1.533,3	1.594,2	1.321,5	221,2	688,9	4.085,5	1.273,5	
4° trim.	5.551,3	1.680,5	1.657,0	1.376,0	231,8	606,0	4.252,1	1.299,2	
2007 1° trim.	5.712,9	1.723,2	1.674,9	1.459,3	238,4	617,1	4.372,4	1.340,6	
2° trim. ^(p)	6.002,9	1.822,9	1.693,8	1.539,4	244,1	702,9	4.591,3	1.411,6	

FI4 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

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

1. Fondi distinti per strategia di investimento

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondi azionari									
2006 1° trim.	1.531,9	55,1	51,5	6,3	45,2	1.309,6	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.	1.533,3	53,8	76,1	33,2	42,9	1.284,3	66,8	-	52,3
4° trim.	1.680,5	56,1	66,0	22,7	43,3	1.429,3	74,3	-	54,8
2007 1° trim.	1.723,2	59,3	65,7	25,7	40,0	1.461,2	78,4	-	58,6
2° trim. ^(p)	1.822,9	60,9	67,9	27,4	40,5	1.545,4	83,9	-	64,9
Fondi obbligazionari									
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.	1.674,9	112,3	1.356,5	95,1	1.261,4	44,5	52,5	-	109,0
2° trim. ^(p)	1.693,8	115,1	1.346,9	99,6	1.247,3	62,9	55,7	-	113,2
Fondi misti									
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	318,7	253,6	0,2	128,5
3° trim.	1.321,5	68,5	510,6	45,2	465,4	332,3	272,3	0,3	137,4
4° trim.	1.376,0	71,0	519,4	43,4	476,0	364,2	292,8	0,4	128,2
2007 1° trim.	1.459,3	73,8	530,5	45,5	485,0	380,8	322,3	0,3	151,5
2° trim. ^(p)	1.539,4	83,6	528,9	50,2	478,8	400,2	346,1	0,9	179,6
Fondi immobiliari									
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.	238,4	18,9	6,7	1,9	4,8	2,3	9,6	188,4	12,6
2° trim. ^(p)	244,1	18,9	6,6	1,9	4,7	2,1	10,1	193,1	13,2

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
Fondi aperti al pubblico							
2006 1° trim.	3.999,0	263,4	1.334,4	1.551,3	427,5	150,2	272,2
2° trim.	3.913,2	257,1	1.321,4	1.449,8	452,2	151,2	281,5
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.	4.372,4	274,3	1.420,7	1.693,3	529,0	155,6	299,5
2° trim. ^(p)	4.591,3	284,5	1.430,0	1.817,2	576,9	160,1	322,7
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
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.	1.340,6	58,0	610,8	375,4	189,7	33,3	73,2
2° trim. ^(p)	1.411,6	65,3	612,3	399,2	207,6	34,7	92,6

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
2° trim. 2007						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						487,7
Saldo commerciale ¹⁾						-31,9
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.052,2	107,5	671,9	52,7	220,1	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	39,6	6,1	26,4	3,8	3,3	
Consumo di capitale fisso	316,7	86,3	178,2	11,1	41,1	
Margine operativo lordo e reddito misto ¹⁾	561,4	285,8	249,5	26,2	0,0	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						
Redditi da lavoro dipendente						4,1
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	903,2	46,4	364,2	423,2	69,3	133,2
Interessi	456,0	44,3	76,0	266,5	69,3	79,6
Altri redditi da capitale	447,2	2,2	288,2	156,8	0,0	53,7
Reddito nazionale netto ¹⁾	1.883,6	1.580,8	29,8	38,1	234,8	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	285,7	210,4	57,9	17,0	0,4	4,8
Contributi sociali	393,8	393,8				0,8
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	393,0	1,4	17,4	25,7	348,4	0,6
Altri trasferimenti correnti	176,9	69,6	23,4	46,9	37,0	7,2
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44,7	32,9	10,3	0,9	0,7	1,1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44,6			44,6		0,7
Altro	87,6	36,8	13,1	1,4	36,3	5,4
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.867,0	1.382,3	-39,4	34,8	489,2	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.680,1	1.238,5			441,6	
Spese per consumi individuali	1.507,9	1.238,5			269,4	
Spese per consumi collettivi	172,1				172,1	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	17,9	0,1	3,6	14,2	0,0	0,1
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	187,0	161,7	-43,0	20,7	47,7	-8,0
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	495,7	165,1	268,2	10,3	52,1	
Investimenti fissi lordi	496,5	165,3	269,1	10,1	52,0	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-0,8	-0,2	-0,9	0,2	0,1	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,5	-0,1	0,7	0,2	-0,3	-0,5
Trasferimenti in conto capitale	35,0	8,9	2,1	1,9	22,1	4,4
Imposte in conto capitale	5,9	5,7	0,2	0,0	0,0	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	29,1	3,2	1,8	1,9	22,1	4,4
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	9,6	83,0	-120,2	20,1	26,7	-9,6
Discrepanza statistica	0,0	-5,0	5,0	0,0	0,0	0,0

Fonti: BCE e Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	2° trim. 2007					
	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						455,8
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	1.969,9	485,6	1.126,0	93,8	264,5	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	237,7					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.207,6					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	561,4	285,8	249,5	26,2	0,0	
Redditi da lavoro dipendente	1.053,7	1.053,7				2,6
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	278,5				278,5	-1,2
Redditi da capitale	893,2	287,8	144,6	435,1	25,7	143,2
Interessi	450,6	69,0	41,2	332,6	7,7	85,0
Altri redditi da capitale	442,7	218,8	103,4	102,5	18,0	58,2
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.883,6	1.580,8	29,8	38,1	234,8	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	289,8				289,8	0,6
Contributi sociali	393,6	1,1	17,9	40,6	334,0	1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	391,0	391,0				2,5
Altri trasferimenti correnti	158,3	84,6	11,7	45,8	16,3	25,9
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44,6			44,6		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44,2	34,3	8,8	0,9	0,3	1,1
Altro	69,5	50,3	2,9	0,3	16,0	23,6
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.867,0	1.382,3	-39,4	34,8	489,2	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	18,0	18,0				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	187,0	161,7	-43,0	20,7	47,7	-8,0
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	316,7	86,3	178,2	11,1	41,1	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	37,1	9,0	15,5	0,8	11,9	2,3
Imposte in conto capitale	5,9				5,9	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	31,2	9,0	15,5	0,8	6,0	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
2° trim. 2007								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		17.278,4	13.870,3	20.882,9	9.703,0	6.071,4	2.742,5	13.961,2
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				185,0				
Banconote, monete e depositi		5.364,8	1.630,7	2.404,3	1.367,9	751,6	529,4	3.785,2
Titoli di debito a breve termine		45,6	123,4	102,3	257,2	227,6	25,4	774,2
Titoli di debito a lungo termine		1.419,4	158,2	3.449,2	1.882,7	1.927,2	206,3	2.153,2
Prestiti		21,4	1.744,7	11.370,6	1.326,2	350,5	355,3	1.427,4
<i>di cui a lungo termine</i>		18,0	964,9	8.567,3	999,5	296,8	316,2	.
Azioni e altre partecipazioni		5.129,4	7.552,3	1.795,8	4.585,9	2.376,5	1.083,9	5.100,7
Azioni quotate		1.252,5	1.915,3	688,6	2.394,8	852,9	393,3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.213,0	5.218,4	831,4	1.524,9	460,8	549,6	.
Quote di fondi di investimento		1.663,9	418,5	275,8	666,3	1.062,8	141,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.003,1	133,2	1,9	0,0	145,9	3,1	192,1
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		294,8	2.527,8	1.573,8	283,1	292,1	539,1	528,4
Ricchezza finanziaria netta								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		156,8	196,2	722,7	294,1	74,4	115,5	477,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,6				0,6
Banconote, monete e depositi		103,6	38,3	90,1	81,6	5,5	91,1	188,3
Titoli di debito a breve termine		-1,5	5,0	10,0	31,8	10,3	7,1	36,5
Titoli di debito a lungo termine		-0,9	14,8	144,9	33,0	44,7	4,5	109,2
Prestiti		0,5	46,6	338,0	35,4	4,0	3,1	24,1
<i>di cui a lungo termine</i>		0,5	11,3	213,0	34,3	-1,1	0,0	.
Azioni e altre partecipazioni		17,0	84,7	33,0	119,3	8,2	3,2	108,8
Azioni quotate		2,4	38,2	0,0	50,0	-0,7	0,1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		9,7	57,2	27,1	23,6	6,5	-0,5	.
Quote di fondi di investimento		4,9	-10,7	5,9	45,7	2,4	3,5	.
Riserve tecniche di assicurazione		58,0	0,9	0,0	0,0	3,6	0,0	3,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-19,9	5,8	107,2	-6,9	-1,9	6,5	6,9
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-29,8	199,1	22,8	-0,8	13,4	49,5	107,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-7,0				
Banconote, monete e depositi		-5,3	-3,2	-11,9	-2,1	2,9	0,2	-24,1
Titoli di debito a breve termine		-0,6	4,5	1,9	1,7	0,7	0,1	-2,5
Titoli di debito a lungo termine		-55,2	-5,2	-8,8	-54,4	-26,7	-3,2	-42,7
Prestiti		0,0	6,7	-23,5	-9,7	0,3	-1,3	12,6
<i>di cui a lungo termine</i>		0,0	7,8	-10,4	-10,0	0,2	-1,3	.
Azioni e altre partecipazioni		35,6	178,3	55,6	85,5	41,9	53,6	153,1
Azioni quotate		40,8	36,4	50,6	77,7	5,6	46,6	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-28,0	139,2	2,6	3,8	10,4	3,8	.
Quote di fondi di investimento		22,8	2,7	2,4	4,0	25,9	3,2	.
Riserve tecniche di assicurazione		-2,3	0,0	0,0	0,0	-5,0	0,0	-4,7
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-2,0	18,1	16,5	-21,8	-0,7	0,0	16,2
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		17.405,4	14.265,6	21.628,4	9.996,3	6.159,3	2.907,5	14.546,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				177,5				
Banconote, monete e depositi		5.463,1	1.665,8	2.482,5	1.447,4	760,0	620,6	3.949,4
Titoli di debito a breve termine		43,5	133,0	114,2	290,7	238,7	32,6	808,1
Titoli di debito a lungo termine		1.363,2	167,8	3.585,3	1.861,3	1.945,2	207,7	2.219,7
Prestiti		21,8	1.798,0	11.685,1	1.351,9	354,9	357,2	1.464,1
<i>di cui a lungo termine</i>		18,5	984,0	8.770,0	1.023,8	295,8	314,9	.
Azioni e altre partecipazioni		5.182,1	7.815,3	1.884,3	4.790,7	2.426,5	1.140,7	5.362,6
Azioni quotate		1.295,7	1.989,9	739,2	2.522,5	857,9	440,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.194,7	5.414,9	861,1	1.552,2	477,6	552,9	.
Quote di fondi di investimento		1.691,7	410,5	284,1	716,0	1.091,1	147,8	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.058,7	134,0	1,9	0,0	144,5	3,1	190,6
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		273,0	2.551,7	1.697,4	254,3	289,5	545,7	551,6
Ricchezza finanziaria netta								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
2° trim. 2007								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		5.544,0	22.276,5	21.296,4	9.641,0	6.192,2	6.760,0	12.614,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			23,5	12.883,2	214,0	3,9	337,5	2.371,6
Titoli di debito a breve termine			281,0	357,4	69,1	0,1	612,5	235,6
Titoli di debito a lungo termine			429,5	2.594,0	1.375,9	26,1	4.358,6	2.412,1
Prestiti		5.096,7	6.380,1		1.294,5	183,7	1.080,2	2.560,8
<i>di cui a lungo termine</i>		4.771,7	4.300,3		601,6	78,7	922,4	
Azioni e altre partecipazioni			12.497,1	3.360,5	6.470,4	662,4	4,9	4.629,2
Azioni quotate			4.664,1	1.100,2	342,0	328,4	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.833,0	1.244,5	858,8	334,0	4,9	
Quote di fondi di investimento				1.015,9	5.269,6			
Riserve tecniche di assicurazione		32,6	329,8	53,2	0,6	5.062,6	0,5	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		414,7	2.335,4	2.048,1	216,4	253,5	365,8	405,3
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> ¹⁾	-1.161,6	11.734,5	-8.406,2	-413,6	62,0	-120,8	-4.017,5	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		78,7	311,5	705,7	281,6	83,8	88,8	487,1
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	484,1	4,9	0,0	-12,7	122,3
Titoli di debito a breve termine			22,8	12,8	-3,1	0,1	43,4	23,3
Titoli di debito a lungo termine			15,9	83,0	65,9	-0,3	63,5	122,3
Prestiti		97,5	202,9		52,5	16,0	-8,8	91,6
<i>di cui a lungo termine</i>		90,7	104,8		20,6	-0,3	-11,1	
Azioni e altre partecipazioni			58,1	46,1	165,9	2,7	0,0	101,3
Azioni quotate			34,9	0,5	2,6	0,3	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			23,2	2,8	20,5	2,4	0,0	
Quote di fondi di investimento				42,8	142,8			
Riserve tecniche di assicurazione		-0,1	2,0	0,4	0,0	63,3	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-18,7	9,7	79,3	-4,5	2,0	3,5	26,3
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> ¹⁾	9,6	78,0	-115,3	17,0	12,5	-9,4	26,7	-9,6
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		8,7	389,2	-30,3	70,3	12,3	-98,1	17,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	-22,7	1,9	0,0	0,0	-22,7
Titoli di debito a breve termine			0,6	0,9	-0,1	0,0	-0,1	4,3
Titoli di debito a lungo termine			-6,8	-7,6	-21,6	-0,5	-116,1	-43,7
Prestiti		6,3	11,0		-12,1	-6,7	-0,1	-13,2
<i>di cui a lungo termine</i>		7,8	21,6		-9,0	-4,9	-0,1	
Azioni e altre partecipazioni			369,7	3,9	89,1	25,9	0,7	114,4
Azioni quotate			361,9	20,4	18,1	9,4	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7,8	-21,6	18,1	16,4	0,7	
Quote di fondi di investimento				5,2	52,9			
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	-12,0	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		2,4	14,7	-4,8	13,1	5,6	17,5	-22,2
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> ¹⁾	-97,9	-38,6	-190,1	53,1	-71,1	1,1	147,6	91,0
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		5.631,4	22.977,1	21.971,9	9.992,9	6.288,3	6.750,6	13.118,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			23,5	13.344,6	220,8	3,8	324,8	2.471,2
Titoli di debito a breve termine			304,4	371,1	66,0	0,2	655,8	263,3
Titoli di debito a lungo termine			438,6	2.669,4	1.420,2	25,3	4.306,0	2.490,8
Prestiti		5.200,4	6.594,1		1.334,9	193,1	1.071,3	2.639,2
<i>di cui a lungo termine</i>		4.870,2	4.426,7		613,2	73,5	911,3	
Azioni e altre partecipazioni			12.925,0	3.410,6	6.725,4	690,9	5,6	4.844,9
Azioni quotate			5.060,9	1.121,1	362,7	338,1	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.864,0	1.225,7	897,4	352,8	5,6	
Quote di fondi di investimento				1.063,8	5.465,3			
Riserve tecniche di assicurazione		32,5	331,8	53,6	0,6	5.113,9	0,5	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		398,4	2.359,8	2.122,6	225,0	261,1	386,7	409,4
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> ¹⁾	-1.249,9	11.773,9	-8.711,6	-343,5	3,4	-129,0	-3.843,2	

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	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.664,0	3.770,3	3.876,2	3.952,4	3.991,6	4.027,3	4.069,2	4.109,1
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	110,7	123,0	130,8	132,9	133,5	131,1	131,4	132,2
Consumo di capitale fisso	1.074,6	1.122,3	1.174,8	1.200,5	1.213,2	1.225,2	1.235,9	1.246,3
Margine operativo lordo e reddito misto ¹⁾	1.890,8	1.989,2	2.049,6	2.093,0	2.122,8	2.162,6	2.199,2	2.235,8
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.281,3	2.332,6	2.543,9	2.711,1	2.801,3	2.914,8	3.003,7	3.100,6
Interessi	1.267,0	1.241,2	1.325,0	1.438,6	1.515,7	1.591,6	1.659,0	1.721,1
Altri redditi da capitale	1.014,3	1.091,4	1.219,0	1.272,6	1.285,7	1.323,2	1.344,7	1.379,5
Reddito nazionale netto ¹⁾	6.407,5	6.689,6	6.909,3	7.069,6	7.150,7	7.232,9	7.328,8	7.417,7
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	856,8	882,3	932,0	972,0	990,6	1.023,4	1.037,1	1.059,9
Contributi sociali	1.388,3	1.427,2	1.468,6	1.499,4	1.516,1	1.530,1	1.541,3	1.554,2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.408,0	1.452,8	1.496,8	1.520,2	1.531,2	1.541,8	1.548,9	1.558,9
Altri trasferimenti correnti	658,3	683,2	702,5	700,4	702,9	704,7	708,8	717,5
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	174,0	175,8	175,8	175,4	175,5	174,8	175,5	176,7
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	174,6	176,3	176,7	175,9	175,7	174,8	175,8	176,9
Altro	309,8	331,1	350,1	349,1	351,8	355,2	357,6	363,9
Reddito netto disponibile ¹⁾	6.337,6	6.612,0	6.823,3	6.984,9	7.064,2	7.143,8	7.239,8	7.329,3
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	5.854,3	6.075,9	6.307,3	6.442,1	6.501,2	6.562,3	6.615,9	6.664,1
Spese per consumi individuali	5.232,7	5.430,7	5.645,2	5.770,6	5.825,9	5.880,9	5.929,0	5.974,2
Spese per consumi collettivi	621,5	645,1	662,1	671,4	675,3	681,4	686,9	690,0
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	54,5	57,5	59,1	60,7	61,3	61,7	61,9	62,4
Risparmio netto ¹⁾	483,5	536,4	516,4	543,2	563,3	581,9	624,3	665,4
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.526,8	1.606,5	1.693,9	1.769,5	1.810,4	1.838,3	1.878,9	1.914,3
Investimenti fissi lordi	1.525,8	1.597,4	1.682,3	1.745,4	1.773,6	1.809,3	1.854,8	1.889,0
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	1,1	9,1	11,6	24,1	36,8	29,1	24,0	25,3
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,6	-1,1	-0,1	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1
Trasferimenti in conto capitale	182,6	166,9	179,3	162,2	174,8	190,5	191,1	191,7
Imposte in conto capitale	35,9	29,8	24,2	23,8	22,5	22,3	22,9	23,4
Altri trasferimenti in conto capitale	146,8	137,1	155,1	138,4	152,4	168,2	168,2	168,3
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	42,9	69,9	11,0	-14,4	-22,5	-18,9	-4,4	11,2

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	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	6.740,1	7.004,9	7.231,5	7.378,8	7.461,0	7.546,2	7.635,7	7.723,4
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	760,8	796,4	838,8	874,5	885,1	903,3	922,4	936,2
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	7.500,9	7.801,3	8.070,2	8.253,3	8.346,1	8.449,5	8.558,1	8.659,6
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	1.890,8	1.989,2	2.049,6	2.093,0	2.122,8	2.162,6	2.199,2	2.235,8
Redditi da lavoro dipendente	3.671,2	3.777,4	3.881,8	3.958,1	3.997,4	4.033,1	4.075,2	4.115,1
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	880,7	933,1	981,1	1.017,7	1.028,7	1.044,4	1.061,8	1.076,0
Redditi da capitale	2.246,2	2.322,5	2.540,8	2.711,9	2.803,1	2.907,6	2.996,3	3.091,4
Interessi	1.236,2	1.210,5	1.298,9	1.414,3	1.493,5	1.568,2	1.633,9	1.698,8
Altri redditi da capitale	1.010,0	1.112,0	1.241,9	1.297,6	1.309,6	1.339,3	1.362,4	1.392,6
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	6.407,5	6.689,6	6.909,3	7.069,6	7.150,7	7.232,9	7.328,8	7.417,7
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	858,7	885,4	935,7	976,6	995,2	1.028,2	1.042,3	1.066,8
Contributi sociali	1.387,3	1.426,2	1.468,1	1.498,9	1.515,5	1.529,6	1.540,8	1.553,6
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.401,5	1.445,3	1.489,2	1.512,7	1.523,7	1.534,4	1.541,1	1.550,9
Altri trasferimenti correnti	593,9	610,9	620,9	619,1	619,8	618,7	622,9	630,7
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	174,6	176,3	176,7	175,9	175,7	174,8	175,8	176,9
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	171,3	173,5	174,3	173,2	172,9	172,3	173,1	174,4
Altro	248,0	261,2	269,9	270,0	271,2	271,6	274,0	279,4
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	6.337,6	6.612,0	6.823,3	6.984,9	7.064,2	7.143,8	7.239,8	7.329,3
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	54,7	57,6	59,4	61,0	61,6	62,0	62,2	62,7
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	483,5	536,4	516,4	543,2	563,3	581,9	624,3	665,4
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.074,6	1.122,3	1.174,8	1.200,5	1.213,2	1.225,2	1.235,9	1.246,3
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	194,8	183,5	192,9	174,8	187,6	204,1	206,4	206,5
Imposte in conto capitale	35,9	29,8	24,2	23,8	22,5	22,3	22,9	23,4
Altri trasferimenti in conto capitale	158,9	153,8	168,7	151,0	165,1	181,8	183,5	183,2
<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	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.671,2	3.777,4	3.881,8	3.958,1	3.997,4	4.033,1	4.075,2	4.115,1
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.230,9	1.285,0	1.334,8	1.368,6	1.389,3	1.410,2	1.431,2	1.452,2
Interessi attivi (+)	237,5	230,4	226,9	237,7	246,3	255,9	262,3	268,8
Interessi passivi (-)	124,1	124,1	127,6	137,1	146,6	154,5	161,8	169,1
Altri redditi da capitali attivi (+)	615,3	648,0	694,0	718,2	722,0	733,0	739,6	749,2
Altri redditi da capitali passivi (-)	8,7	9,2	9,4	9,4	9,5	9,4	9,5	9,5
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	702,5	706,5	739,4	763,6	770,8	788,6	796,9	810,0
Contributi sociali netti (-)	1.384,5	1.423,4	1.464,5	1.495,1	1.511,7	1.525,8	1.536,9	1.549,8
Prestazioni sociali nette (+)	1.396,7	1.440,3	1.483,9	1.507,2	1.518,2	1.528,9	1.535,5	1.545,4
Trasferimenti correnti netti attivi (-)	65,1	64,7	68,2	65,5	63,9	63,9	65,7	65,8
= Reddito lordo disponibile	4.997,0	5.182,7	5.348,7	5.450,2	5.498,6	5.546,7	5.604,5	5.658,2
Spese per consumi finali (-)	4.316,1	4.482,4	4.649,1	4.749,6	4.792,8	4.836,7	4.874,8	4.911,6
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	54,4	57,3	58,9	60,6	61,1	61,5	61,7	62,2
= Risparmio lordo	735,2	757,5	758,5	761,2	766,9	771,5	791,4	808,8
Consumo di capitale fisso (-)	288,0	303,3	318,7	326,5	330,5	334,5	337,6	340,6
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	12,6	18,9	24,4	22,2	27,2	30,2	28,6	25,9
Altre variazioni nella ricchezza netta ¹⁾	247,1	285,3	600,1	481,4	333,3	456,9	366,8	476,5
= Variazioni nella ricchezza netta ¹⁾	706,9	758,4	1.064,4	938,3	796,9	924,1	849,2	970,6
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	497,9	527,3	558,9	583,6	597,7	609,6	625,2	636,2
Consumo di capitale fisso (-)	288,0	303,3	318,7	326,5	330,5	334,5	337,6	340,6
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi	222,3	248,5	240,1	247,4	267,3	279,0	276,0	289,0
di cui depositi inclusi in M3 ²⁾	166,1	168,5	207,7	215,7	226,1	242,1	251,6	279,1
Titoli di debito a breve termine	-34,4	7,0	-18,7	2,9	12,8	16,0	23,0	13,0
Titoli di debito a lungo termine	18,4	67,8	22,2	28,2	70,0	61,3	52,6	44,2
Azioni e altre partecipazioni	85,5	-13,5	116,0	22,1	-26,9	-33,7	-3,6	14,1
Azioni quotate	27,1	-47,7	3,5	-27,0	-31,4	-13,2	2,0	-0,8
Azioni non quotate e altre partecipazioni	-19,2	36,7	56,8	26,7	20,5	8,2	24,3	32,4
Quote di fondi di investimento	77,6	-2,5	55,7	22,4	-16,0	-28,7	-29,9	-17,5
di cui quote di fondi del mercato monetario	14,4	-19,4	-10,1	-8,9	-9,8	-4,8	2,2	9,6
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	231,0	251,2	300,3	300,8	297,9	276,5	255,3	252,6
Finanziamento (-)								
Prestiti	264,2	314,2	391,7	415,7	413,0	392,4	384,3	365,9
di cui da IFM dell'area dell'euro	219,9	288,9	371,7	397,9	386,5	360,4	352,8	334,0
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	265,5	235,1	522,3	433,0	331,2	430,7	337,7	498,2
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	29,0	56,9	129,4	68,9	55,2	48,8	33,5	44,0
Flussi netti restanti (+)	-56,0	-4,2	-95,7	-6,3	-64,7	-37,2	-28,5	-114,2
= Variazioni nella ricchezza netta ¹⁾	706,9	758,4	1.064,4	938,3	796,9	924,1	849,2	970,6
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Banconote, monete e depositi	4.579,1	4.827,3	5.078,3	5.181,8	5.204,8	5.343,0	5.364,8	5.463,1
di cui depositi inclusi in M3 ²⁾	3.405,1	3.576,6	3.787,0	3.887,9	3.911,3	4.025,1	4.073,0	4.175,5
Titoli di debito a breve termine	24,7	32,7	15,6	33,6	37,0	30,2	45,6	43,5
Titoli di debito a lungo termine	1.304,1	1.356,4	1.338,8	1.373,1	1.383,2	1.391,5	1.419,4	1.363,2
Azioni e altre partecipazioni	3.699,5	3.921,1	4.559,3	4.669,8	4.798,4	4.956,3	5.129,4	5.182,1
Azioni quotate	774,1	832,0	1.000,7	1.041,7	1.128,4	1.192,1	1.252,5	1.295,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	1.437,1	1.592,2	1.918,2	1.998,9	2.042,1	2.119,0	2.213,0	2.194,7
Quote di fondi di investimento	1.488,3	1.496,9	1.640,5	1.629,2	1.627,9	1.645,2	1.663,9	1.691,7
di cui quote di fondi del mercato monetario	263,8	249,0	235,3	215,9	211,1	186,3	195,1	208,5
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	3.541,0	3.849,1	4.278,8	4.426,1	4.517,4	4.604,0	4.668,9	4.722,8
Restanti attività finanziarie	188,7	224,3	174,4	193,3	189,0	195,1	203,1	199,7
Passività (-)								
Prestiti	3.929,4	4.256,5	4.632,8	4.837,4	4.919,5	5.017,1	5.096,7	5.200,4
di cui da IFM dell'area dell'euro	3.561,4	3.860,7	4.257,3	4.456,6	4.534,8	4.617,9	4.696,2	4.781,3
= Ricchezza finanziaria netta	9.407,7	9.954,3	10.812,4	11.040,2	11.210,2	11.503,0	11.734,5	11.773,9

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	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	3.831,0	3.983,2	4.102,4		4.180,8	4.226,0	4.282,6	4.338,4
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.309,7	2.379,8	2.442,3		2.490,3	2.515,2	2.540,1	2.568,0
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	59,1	66,2	72,1		73,2	73,4	73,6	73,8
= Margine operativo lordo (+)	1.462,2	1.537,2	1.587,9		1.617,4	1.637,4	1.668,9	1.696,7
Consumo di capitale fisso (-)	608,8	633,5	663,2		676,3	682,9	689,4	695,1
= Margine operativo netto (+)	853,4	903,7	924,8		941,0	954,5	979,6	1.001,6
Redditi da capitale attivi (+)	320,1	372,6	426,4		442,7	450,1	461,2	465,5
Interessi attivi	126,6	121,7	131,1		140,9	147,2	152,5	156,7
Altri redditi da capitale	193,5	251,0	295,3		301,8	302,9	308,7	308,8
Interest and rents payable (-)	228,2	226,3	234,7		252,5	264,2	277,3	289,5
= Reddito lordo di impresa (+)	945,3	1.050,0	1.116,5		1.131,2	1.140,4	1.163,5	1.177,6
Utili distribuiti (-)	692,3	751,0	834,2		865,0	873,6	897,1	904,7
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	116,6	134,6	147,4		159,6	170,0	184,8	189,6
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,4	73,6	74,2		75,5	76,3	76,7	77,3
Prestazioni sociali da erogare (-)	59,8	60,4	62,2		62,2	62,4	61,9	62,0
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	42,7	49,6	48,8		46,7	46,4	45,6	46,7
Variazione della ricchezza netta delle famiglie in fondi pensione (-)	13,0	12,8	11,8		13,3	14,0	14,7	14,6
= Risparmio netto	94,3	115,1	86,3		59,9	50,3	36,1	37,2
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	192,3	210,7	232,4		266,1	282,8	285,7	299,1
Investimenti fissi lordi (+)	801,5	839,7	884,4		918,8	932,4	948,1	973,1
Consumo di capitale fisso (-)	608,8	633,5	663,2		676,3	682,9	689,4	695,1
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	-0,4	4,5	11,1		23,6	33,3	27,0	21,1
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi di cui depositi inclusi in M3 ¹⁾	106,6	91,0	144,9		154,5	145,7	167,4	194,1
Titoli di debito a breve termine	63,0	73,8	99,3		108,9	116,8	138,5	157,7
Titoli di debito a lungo termine	-27,2	-55,1	-21,9		-0,5	-13,6	3,7	-9,0
Azioni e altre partecipazioni	139,1	66,4	132,5		130,6	136,9	161,1	175,9
Restanti attività nette (+)	175,4	183,0	173,4		221,6	183,3	186,4	198,6
Finanziamento (-)	41,7	80,3	54,2		122,5	147,1	147,3	128,3
Debito								
Prestiti di cui da IFM dell'area dell'euro	297,0	216,4	397,2		556,2	602,4	633,7	650,2
Titoli di debito	219,1	195,6	382,4		530,2	560,4	578,2	593,9
Riserve di fondi pensione	110,3	169,1	269,2		380,2	431,3	452,5	449,8
Azioni e altre partecipazioni	62,9	7,3	2,2		12,6	28,2	41,1	43,8
Azioni quotate	15,1	13,5	12,6		13,4	13,8	14,5	12,5
Azioni non quotate e altre partecipazioni	190,2	188,5	172,0		227,5	164,4	202,0	215,9
Trasferimenti netti di capitale attivi (-)	19,2	11,9	100,5		114,2	37,3	33,4	43,2
= Risparmio netto	171,0	176,6	71,4		113,3	127,1	168,6	172,7
Restanti attività nette (+)	46,4	56,3	60,0		51,3	65,0	79,8	83,6
= Risparmio netto	94,3	115,1	86,3		59,9	50,3	36,1	37,2
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Banconote, monete e depositi di cui depositi inclusi in M3 ¹⁾	1.164,3	1.237,8	1.393,2		1.452,1	1.491,3	1.563,9	1.630,7
Titoli di debito	984,2	1.042,9	1.147,3		1.167,0	1.199,4	1.277,4	1.284,5
Prestiti	406,9	322,8	290,3		306,6	292,7	287,3	281,6
Azioni e altre partecipazioni	1.341,7	1.394,9	1.521,5		1.596,3	1.627,1	1.694,8	1.744,7
Restanti attività finanziarie nette (+)	4.823,8	5.319,7	6.273,3		6.643,7	6.946,8	7.302,5	7.552,3
Passività	233,4	279,5	261,1		323,2	304,4	299,0	349,0
Debiti								
Prestiti di cui da IFM dell'area dell'euro	6.029,2	6.211,5	6.606,7		6.977,2	7.088,2	7.226,8	7.420,4
Titoli di debito	5.112,5	5.242,5	5.622,6		5.965,0	6.069,7	6.200,9	6.380,1
Riserve di fondi pensione	3.092,6	3.215,1	3.478,1		3.714,3	3.806,7	3.918,3	4.034,0
Azioni e altre partecipazioni	628,2	667,8	670,2		691,5	694,0	697,7	710,4
Azioni quotate	288,5	301,2	313,8		320,7	324,4	328,3	329,8
Azioni non quotate e altre partecipazioni	8.069,9	8.979,1	10.458,1		11.016,1	11.375,5	12.087,8	12.497,1
Restanti attività finanziarie nette (+)	2.732,0	2.987,1	3.681,0		3.945,4	4.082,5	4.457,1	4.664,1
= Risparmio netto	5.337,9	5.992,0	6.777,1		7.070,8	7.293,0	7.630,7	7.833,0

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	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi	29,7	50,0	25,6	36,6	48,9	64,8	81,7	72,6
di cui depositi inclusi in M3 ¹⁾	7,0	12,4	7,0	7,8	8,2	12,4	17,9	2,3
Titoli di debito a breve termine	10,8	22,4	20,5	-0,4	-8,8	0,2	12,6	26,5
Titoli di debito a lungo termine	140,8	132,8	129,2	133,6	145,0	143,9	148,7	161,9
Prestiti	11,6	6,6	-2,6	10,2	10,7	4,5	-9,2	-6,9
Azioni e altre partecipazioni	58,9	45,2	137,1	144,9	141,4	124,8	89,3	69,0
Azioni quotate	9,5	13,0	31,6	24,1	14,7	16,9	12,4	5,3
Azioni non quotate e altre partecipazioni	5,1	-1,1	18,2	21,5	25,5	20,3	13,0	15,3
Quote di fondi di investimento	44,3	33,3	87,3	99,2	101,1	87,5	63,8	48,4
di cui quote di fondi del mercato monetario	6,8	3,3	-0,9	-4,3	-5,6	2,3	3,3	-0,5
Restanti attività nette (+)	-3,6	9,9	9,1	8,2	15,0	13,0	26,5	24,6
Finanziamento (-)								
Titoli di debito	5,0	-1,8	0,1	-0,4	-0,4	4,0	4,0	3,6
Prestiti	12,4	4,4	12,5	27,6	37,1	32,6	33,9	43,5
Azioni e altre partecipazioni	11,4	12,9	8,5	6,8	10,8	7,1	9,4	11,1
Riserve tecniche di assicurazione	237,0	261,2	335,3	335,0	334,1	314,0	299,5	297,0
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	210,3	229,5	291,8	296,0	291,4	267,0	249,0	247,6
Riserve premi e riserve sinistri	26,8	31,6	43,5	39,0	42,7	47,0	50,5	49,4
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-17,7	-9,8	-37,5	-35,9	-29,3	-6,5	2,8	-7,4
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	107,3	110,3	190,4	127,3	125,2	192,1	153,6	245,7
Altre attività nette	-10,1	159,2	43,5	-14,9	0,7	-51,5	-67,6	-82,9
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	98,3	20,7	117,4	83,9	86,2	49,9	36,4	101,2
Riserve tecniche di assicurazione	33,7	84,3	139,4	72,4	61,3	58,0	44,5	39,1
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	34,2	64,6	145,6	75,1	63,9	62,0	47,0	46,6
Riserve premi e riserve sinistri	-0,5	19,8	-6,2	-2,7	-2,6	-4,0	-2,5	-7,5
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	-34,8	164,3	-22,9	-43,9	-21,6	32,6	5,1	22,5
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Banconote, monete e depositi	579,0	630,8	659,3	684,3	704,3	724,3	751,6	760,0
di cui depositi inclusi in M3 ¹⁾	121,1	132,6	141,6	139,7	143,3	153,4	154,7	143,2
Titoli di debito	69,5	205,9	212,1	213,4	213,4	212,7	227,6	238,7
Debito	1.489,0	1.659,4	1.808,8	1.843,4	1.910,8	1.902,5	1.927,2	1.945,2
Prestiti	363,5	358,9	362,5	372,2	371,8	361,7	350,5	354,9
Azioni e altre partecipazioni	1.528,9	1.684,3	2.011,8	2.111,9	2.213,0	2.328,7	2.376,5	2.426,5
Azioni quotate	526,1	574,9	701,5	717,2	761,2	832,1	852,9	857,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	306,4	336,6	397,1	422,0	435,3	457,5	460,8	477,6
Quote di fondi di investimento	696,4	772,9	913,2	972,7	1.016,5	1.039,1	1.062,8	1.091,1
di cui quote di fondi del mercato monetario	65,8	69,0	83,3	87,0	87,2	87,3	89,5	90,0
Restanti attività nette (+)	106,7	122,5	159,6	167,4	176,4	176,5	180,7	169,1
Passività (-)								
Titoli di debito	23,4	21,9	22,0	22,3	23,0	26,2	26,1	25,5
Prestiti	126,8	120,0	132,0	158,1	169,0	164,9	183,7	193,1
Azioni e altre partecipazioni	429,7	463,3	589,3	578,6	628,5	646,3	662,4	690,9
Riserve tecniche di assicurazione	3.789,4	4.134,9	4.609,6	4.777,8	4.882,9	4.981,5	5.062,6	5.113,9
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.208,5	3.502,6	3.940,0	4.092,8	4.183,6	4.268,9	4.335,9	4.387,1
Riserve premi e riserve sinistri	580,9	632,3	669,6	685,0	699,3	712,6	726,7	726,8
= Ricchezza finanziaria netta	-232,8	-78,2	-138,7	-144,2	-113,7	-112,5	-120,8	-129,0

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

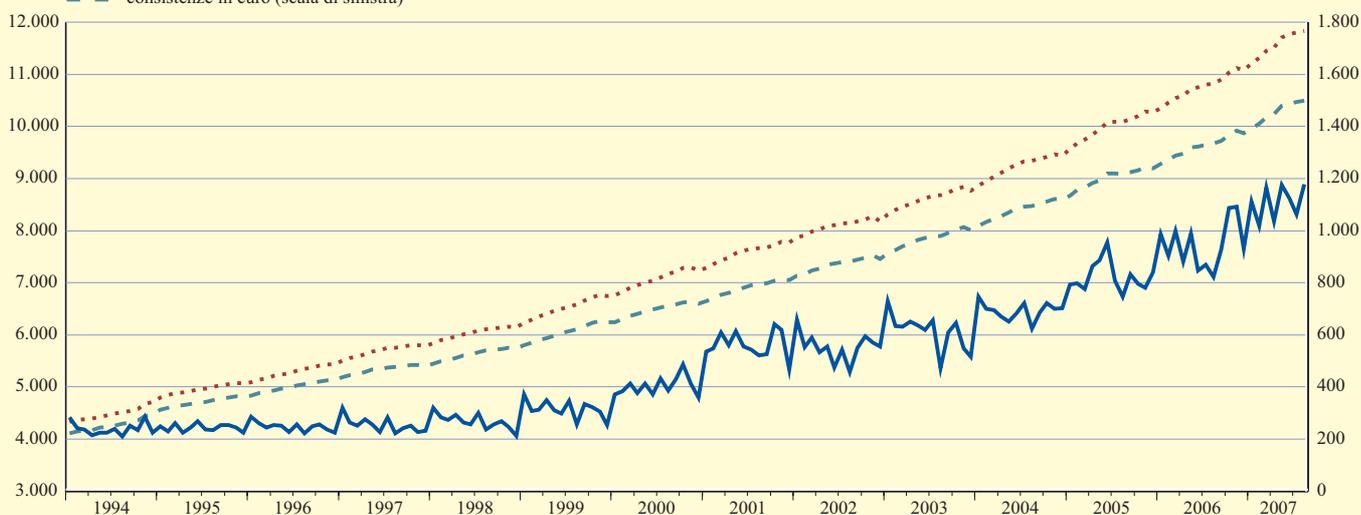
(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro									
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					Dati destagionalizzati ²⁾	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale													
2006 ago.	11.402,1	837,9	31,9	9.673,0	780,0	21,1	10.828,0	822,8	24,6	7,2	74,3	7,0	
set.	11.522,7	1.004,1	120,2	9.723,5	882,1	50,1	10.896,7	928,0	56,9	7,3	63,0	6,9	
ott.	11.618,1	1.106,3	93,3	9.826,9	1.023,0	101,6	11.032,0	1.086,0	122,2	7,9	112,7	8,0	
nov.	11.756,6	1.134,6	137,7	9.918,3	1.036,6	90,8	11.123,3	1.092,7	107,4	8,2	94,7	8,2	
dic.	11.732,7	977,2	-24,8	9.863,7	885,3	-55,9	11.078,7	930,0	-59,9	7,9	51,5	8,6	
2007 gen.	11.831,9	1.145,7	99,2	9.961,1	1.052,1	97,5	11.206,0	1.111,8	116,0	7,9	74,8	8,9	
feb.	11.935,3	1.038,2	103,5	10.051,1	951,8	90,2	11.315,6	1.017,9	117,0	8,1	88,3	9,1	
mar.	12.160,7	1.251,8	224,2	10.181,8	1.112,8	129,3	11.451,9	1.165,4	135,5	8,4	101,2	9,8	
apr.	12.182,7	1.039,1	21,7	10.236,2	980,7	54,2	11.517,0	1.035,7	71,3	8,4	62,4	8,8	
mag.	12.395,6	1.215,9	213,8	10.396,9	1.113,5	161,5	11.705,2	1.174,9	183,4	8,8	137,6	9,5	
giu.	12.524,1	1.219,0	128,4	10.438,2	1.066,6	41,3	11.763,2	1.122,8	55,3	9,0	49,3	9,4	
lug.	.	.	.	10.470,7	1.002,1	31,5	11.809,7	1.063,7	48,7	9,0	64,3	9,1	
ago.	.	.	.	10.497,8	1.130,7	28,0	11.833,7	1.179,1	29,8	9,1	86,6	9,0	
A lungo termine													
2006 ago.	10.379,8	90,5	16,6	8.768,9	71,6	11,5	9.788,5	89,2	22,0	7,5	67,3	7,3	
set.	10.473,5	218,5	94,0	8.823,7	156,8	55,2	9.858,3	176,2	63,2	7,5	58,1	7,3	
ott.	10.574,6	224,8	98,8	8.894,2	173,9	68,4	9.951,4	207,0	86,7	8,1	95,1	8,2	
nov.	10.709,7	226,0	134,2	8.988,7	167,2	93,9	10.044,9	193,4	108,6	8,3	93,7	9,0	
dic.	10.731,1	171,5	18,7	9.007,8	133,0	16,0	10.071,4	153,1	13,0	8,2	59,2	9,0	
2007 gen.	10.807,8	231,3	76,5	9.058,3	176,6	50,5	10.140,6	200,4	61,5	8,1	67,7	9,3	
feb.	10.900,5	230,9	92,9	9.134,8	183,1	76,6	10.230,8	216,7	98,1	8,4	75,9	9,4	
mar.	11.031,6	271,4	131,0	9.224,6	206,4	89,7	10.323,6	227,2	94,8	8,5	71,7	9,6	
apr.	11.072,3	181,0	40,4	9.255,2	154,5	30,3	10.360,1	176,2	44,0	8,4	52,1	8,6	
mag.	11.258,4	266,0	187,7	9.389,9	198,3	136,3	10.515,6	224,6	151,5	8,9	107,9	8,8	
giu.	11.356,7	257,9	96,9	9.451,9	189,3	60,6	10.593,4	215,7	74,1	8,8	44,0	8,5	
lug.	.	.	.	9.466,8	161,0	14,7	10.619,7	186,3	28,1	8,7	49,2	8,0	
ago.	.	.	.	9.460,2	86,9	-7,1	10.619,1	104,1	-1,1	8,4	51,7	7,5	

FI5 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)

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



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

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

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

(miliardi di euro; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

1. Consistenze ed emissioni lordi

	Consistenze						Emissioni lordi					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2005	10.269	4.119	933	607	4.327	283	9.874	6.988	325	1.031	1.435	95
2006	11.079	4.563	1.167	636	4.408	305	11.334	8.377	420	1.113	1.339	85
2006 3° trim.	10.897	4.446	1.071	629	4.452	298	2.619	1.928	81	262	329	18
4° trim.	11.079	4.563	1.167	636	4.408	305	3.109	2.364	147	334	241	23
2007 1° trim.	11.452	4.758	1.248	648	4.489	309	3.295	2.446	127	285	415	23
2° trim.	11.763	4.868	1.302	684	4.601	308	3.333	2.361	113	453	389	18
2007 mag.	11.705	4.870	1.284	669	4.574	308	1.175	826	50	157	138	5
giu.	11.763	4.868	1.302	684	4.601	308	1.123	787	34	164	132	6
lug.	11.810	4.902	1.331	693	4.577	307	1.064	746	46	151	115	6
ago.	11.834	4.931	1.342	682	4.571	308	1.179	920	22	135	97	5
A breve termine												
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.007	568	12	94	329	4	9.172	7.372	60	1.023	686	31
2006 3° trim.	1.038	559	12	96	367	4	2.175	1.731	16	249	171	8
4° trim.	1.007	568	12	94	329	4	2.555	2.085	14	305	144	7
2007 1° trim.	1.128	621	12	106	385	4	2.651	2.132	16	271	222	8
2° trim.	1.170	627	11	120	407	5	2.717	2.072	12	413	210	9
2007 mag.	1.190	652	12	120	401	5	950	727	3	144	73	3
giu.	1.170	627	11	120	407	5	907	686	5	145	69	3
lug.	1.190	642	10	128	406	5	877	669	3	142	60	3
ago.	1.215	666	11	119	413	5	1.075	862	3	134	72	3
A lungo termine ¹⁾												
2005	9.323	3.637	926	516	3.966	278	2.077	942	280	88	706	61
2006	10.071	3.995	1.155	542	4.079	301	2.162	1.005	360	90	653	54
2006 3° trim.	9.858	3.887	1.060	533	4.085	294	444	198	65	13	158	9
4° trim.	10.071	3.995	1.155	542	4.079	301	554	279	133	29	97	16
2007 1° trim.	10.324	4.137	1.236	542	4.105	304	644	313	111	13	192	14
2° trim.	10.593	4.242	1.291	563	4.194	304	617	289	101	40	179	8
2007 mag.	10.516	4.217	1.272	550	4.173	303	225	98	47	13	65	2
giu.	10.593	4.242	1.291	563	4.194	304	216	101	29	19	64	3
lug.	10.620	4.261	1.321	565	4.171	302	186	76	43	9	55	3
ago.	10.619	4.265	1.331	563	4.158	303	104	58	18	1	25	2
Di cui a lungo termine con tasso fisso												
2005	6.724	2.020	462	408	3.616	217	1.229	414	92	53	622	48
2006	7.050	2.138	543	413	3.719	237	1.292	478	142	56	576	39
2006 3° trim.	6.976	2.113	513	409	3.708	233	277	96	25	9	140	8
4° trim.	7.050	2.138	543	413	3.719	237	281	117	46	18	90	10
2007 1° trim.	7.163	2.211	568	413	3.728	243	402	172	40	9	169	13
2° trim.	7.306	2.256	583	426	3.798	244	341	134	28	24	147	7
2007 mag.	7.266	2.232	583	416	3.791	244	117	38	11	8	57	2
giu.	7.306	2.256	583	426	3.798	244	122	53	5	11	50	2
lug.	7.296	2.267	588	425	3.771	245	108	41	10	5	50	3
ago.	7.298	2.270	595	424	3.764	245	66	32	12	0	21	2
Di cui a lungo termine con tasso variabile												
2005	2.266	1.350	458	92	306	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.603	1.507	604	115	314	64	716	405	215	31	51	15
2006 3° trim.	2.490	1.450	539	108	333	60	134	77	40	4	13	2
4° trim.	2.603	1.507	604	115	314	64	232	124	86	11	5	6
2007 1° trim.	2.712	1.560	657	115	320	61	201	114	69	4	13	1
2° trim.	2.829	1.603	698	126	343	59	223	111	72	16	23	1
2007 mag.	2.783	1.591	679	120	334	59	83	37	35	5	5	0
giu.	2.829	1.603	698	126	343	59	79	38	25	7	9	1
lug.	2.855	1.602	722	128	345	57	63	24	32	5	3	0
ago.	2.851	1.607	724	127	336	57	27	19	5	1	2	1

Fonte: BCE.

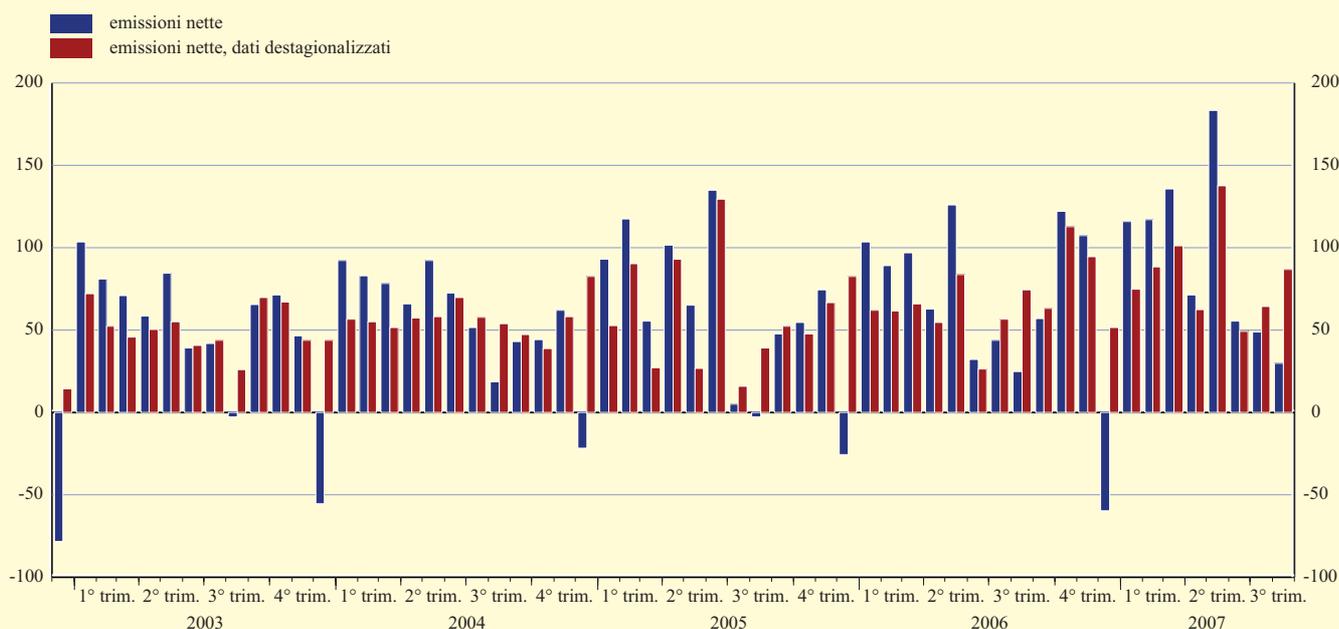
1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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	720,6	319,8	175,9	20,9	171,5	32,4	723,4	323,7	172,6	20,8	173,8	32,6
2006	805,5	418,6	241,6	32,5	90,5	22,4	807,1	423,9	238,0	32,7	90,1	22,4
2006 3° trim.	125,2	78,5	37,4	-4,8	14,5	-0,4	193,8	99,0	58,1	0,8	32,7	3,2
4° trim.	169,7	97,8	98,9	7,6	-41,2	6,7	258,8	133,1	70,7	11,9	38,2	5,0
2007 1° trim.	368,5	187,1	81,9	13,0	82,7	3,9	264,2	122,5	99,3	10,6	29,3	2,6
2° trim.	310,0	105,9	55,4	36,3	112,4	-0,1	249,4	114,2	42,2	28,2	65,7	-0,9
2007 mag.	183,4	60,1	39,6	12,8	72,6	-1,7	137,6	56,3	36,0	6,6	39,9	-1,1
giu.	55,3	-4,3	18,4	14,3	26,5	0,3	49,3	18,7	2,0	16,2	13,9	-1,4
lug.	48,7	33,7	29,6	9,3	-23,0	-1,1	64,3	29,6	32,8	7,7	-5,8	0,0
ago.	29,8	34,9	10,9	-10,3	-6,3	0,6	86,6	54,4	30,5	-6,5	5,9	2,4
	A lungo termine											
2005	712,9	296,4	176,3	21,3	186,3	32,7	714,0	298,0	173,1	21,0	189,1	32,8
2006	758,7	348,5	236,2	29,1	121,5	23,3	758,7	350,4	232,7	28,9	123,3	23,3
2006 3° trim.	122,1	64,4	36,0	0,2	21,5	0,0	180,2	76,1	57,1	2,5	41,1	3,5
4° trim.	208,3	96,3	98,2	9,8	-3,2	7,2	248,1	121,2	70,1	7,3	44,0	5,5
2007 1° trim.	254,4	141,2	82,2	1,0	26,7	3,3	215,2	107,3	99,3	7,4	-0,9	2,1
2° trim.	269,7	101,3	56,5	22,3	90,2	-0,6	204,0	97,1	43,2	15,8	49,2	-1,3
2007 mag.	151,5	46,4	39,6	6,3	61,0	-1,8	107,9	37,0	35,7	2,9	33,4	-1,1
giu.	74,1	20,4	19,1	13,8	20,5	0,4	44,0	25,5	2,5	10,7	6,7	-1,5
lug.	28,1	18,8	30,6	1,7	-21,8	-1,2	49,2	17,2	34,1	0,4	-2,6	0,2
ago.	-1,1	4,1	9,8	-1,7	-13,8	0,6	51,7	21,8	29,5	0,8	-2,6	2,3

Fl6 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati
(miliardi di euro, transazioni nel mese, valori nominali)



Fonte: BCE.

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

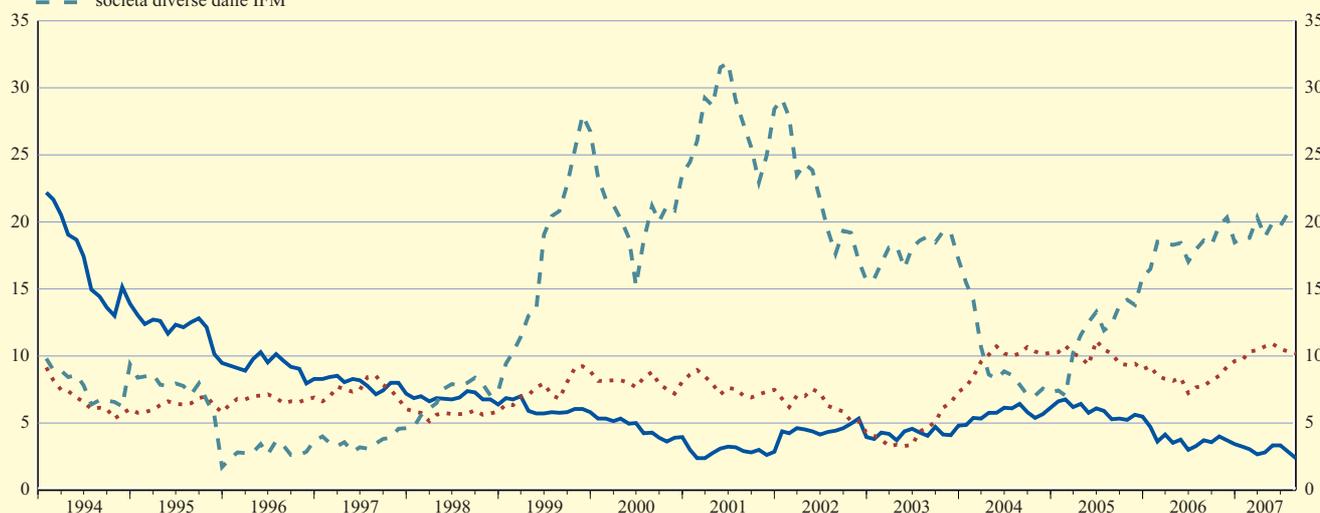
(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	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 ago.	7,2	8,4	27,1	3,1	2,5	12,2	7,0	9,2	24,2	2,0	2,0	9,4
set.	7,3	9,0	26,4	3,9	2,2	10,4	6,9	9,1	23,4	4,2	1,7	8,1
ott.	7,9	9,6	29,1	3,5	2,6	9,5	8,0	10,2	27,8	4,1	2,3	8,5
nov.	8,2	10,0	29,6	4,7	2,5	8,8	8,2	9,4	29,1	3,6	3,2	7,0
dic.	7,9	10,2	26,0	5,4	2,1	7,9	8,6	10,9	26,8	4,1	3,2	5,6
2007 gen.	7,9	10,5	26,6	4,5	1,9	7,4	8,9	11,9	27,8	4,8	2,7	4,4
feb.	8,1	10,7	26,6	4,6	2,1	5,8	9,1	12,2	29,2	7,5	2,3	2,1
mar.	8,4	10,4	28,7	5,7	2,4	6,7	9,8	11,8	33,9	7,2	3,1	5,1
apr.	8,4	10,6	26,5	6,0	2,6	7,3	8,8	10,9	25,4	7,7	2,9	6,1
mag.	8,8	10,4	28,3	6,0	3,5	5,1	9,5	11,5	27,3	8,1	3,8	3,3
giu.	9,0	10,7	26,5	8,2	3,8	3,4	9,4	10,5	26,1	12,4	4,3	1,1
lug.	9,0	10,8	27,3	10,0	3,3	2,6	9,1	9,7	27,0	15,2	3,9	0,8
ago.	9,1	11,1	27,4	9,6	3,1	2,6	9,0	9,9	25,8	11,7	3,9	3,0
A lungo termine												
2006 ago.	7,5	7,8	26,8	5,2	3,1	12,5	7,3	8,3	23,5	3,4	3,2	9,3
set.	7,5	8,2	26,1	5,3	3,1	10,9	7,3	8,7	22,6	4,9	2,6	8,5
ott.	8,1	8,5	28,8	4,7	3,6	10,0	8,2	9,5	27,3	3,7	3,2	9,0
nov.	8,3	9,2	29,3	5,1	3,3	9,4	9,0	10,6	28,8	2,5	3,9	7,6
dic.	8,2	9,6	25,6	5,7	3,1	8,4	9,0	10,6	26,7	3,8	4,3	6,2
2007 gen.	8,1	9,7	26,3	5,3	2,9	7,6	9,3	11,4	27,8	6,0	3,6	4,8
feb.	8,4	10,3	26,4	4,8	2,9	6,0	9,4	12,4	29,4	6,1	2,6	2,6
mar.	8,5	10,4	28,4	5,3	2,4	6,9	9,6	12,1	34,2	5,6	2,1	5,2
apr.	8,4	10,7	26,5	4,8	2,5	7,4	8,6	11,9	25,7	5,8	1,7	5,8
mag.	8,9	10,9	28,3	4,2	3,2	5,1	8,8	11,2	27,6	6,0	2,5	2,8
giu.	8,8	10,5	26,7	6,3	3,3	3,4	8,5	10,4	26,6	8,8	2,4	0,6
lug.	8,7	10,3	27,7	7,0	2,9	2,7	8,0	9,3	27,7	8,0	2,1	0,6
ago.	8,4	10,2	27,7	6,9	2,4	2,6	7,5	8,0	26,2	7,6	2,1	2,7

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- amministrazioni pubbliche
- ... IFM (incluso l'Euro-sistema)
- - società diverse dalle IFM



Fonte: BCE.

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

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2005	4,7	3,1	5,5	0,4	5,5	15,0	19,5	18,6	35,7	22,3	9,9	4,8
2006	4,5	4,7	13,8	0,9	3,1	13,4	16,4	11,8	41,1	28,0	5,2	4,5
2006 3° trim.	4,4	4,7	15,0	0,6	2,8	13,7	14,9	10,0	37,9	30,9	4,1	6,5
4° trim.	5,1	5,5	19,9	1,1	3,1	11,1	15,5	11,0	36,2	27,3	5,5	4,8
2007 1° trim.	5,3	6,4	20,5	2,7	2,9	7,9	15,0	12,1	32,2	21,8	1,5	4,1
2° trim.	5,5	7,6	19,8	2,7	2,6	7,7	15,9	12,1	34,6	18,8	5,7	-0,7
2007 mar.	5,2	7,1	20,3	3,1	2,2	8,2	16,0	12,1	36,0	20,5	3,7	2,3
apr.	5,4	7,7	19,8	2,5	2,2	9,0	15,7	12,3	32,7	19,7	5,7	1,8
mag.	5,7	7,4	20,9	2,1	3,0	7,4	15,9	12,1	35,2	16,8	6,0	-3,3
giu.	5,7	8,2	17,0	3,9	3,0	5,3	16,2	11,8	35,9	19,6	7,0	-3,6
lug.	5,4	8,4	17,5	4,7	2,2	5,0	15,9	11,0	37,0	20,1	6,5	-6,1
ago.	5,3	8,2	18,2	4,9	1,9	4,9	15,4	11,2	36,2	19,0	3,3	-5,7
	Euro											
2005	4,3	0,9	8,9	-0,1	5,4	15,3	18,9	17,3	35,1	22,1	10,3	5,4
2006	3,8	3,1	11,2	0,1	3,2	13,6	15,2	10,1	37,6	30,9	5,4	3,6
2006 3° trim.	3,6	3,1	11,1	-0,4	2,9	13,7	13,3	8,1	33,4	34,6	4,1	5,1
4° trim.	4,3	4,1	15,0	-0,3	3,3	11,1	14,5	9,5	33,4	30,2	5,6	3,8
2007 1° trim.	4,7	5,4	16,0	1,1	3,2	7,9	13,7	10,9	28,8	23,1	1,5	3,6
2° trim.	4,8	6,8	16,2	0,8	2,9	7,6	15,1	11,2	32,0	19,6	5,8	-1,3
2007 mar.	4,5	6,2	16,3	1,0	2,5	8,1	15,0	11,3	32,1	21,6	3,8	1,9
apr.	4,7	7,0	16,3	0,6	2,5	8,9	14,9	11,4	30,0	20,9	5,8	1,4
mag.	5,1	6,6	17,2	0,2	3,3	7,2	15,1	11,1	32,8	17,5	6,1	-3,9
giu.	5,0	7,2	14,0	2,3	3,2	5,3	15,6	10,9	34,1	19,4	7,1	-4,3
lug.	4,7	7,5	14,7	3,7	2,4	5,1	15,2	9,9	35,1	19,3	6,6	-7,0
ago.	4,6	7,5	15,1	3,8	2,1	5,1	14,8	10,5	34,2	18,0	3,4	-6,7

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



Fonte: BCE.

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

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

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

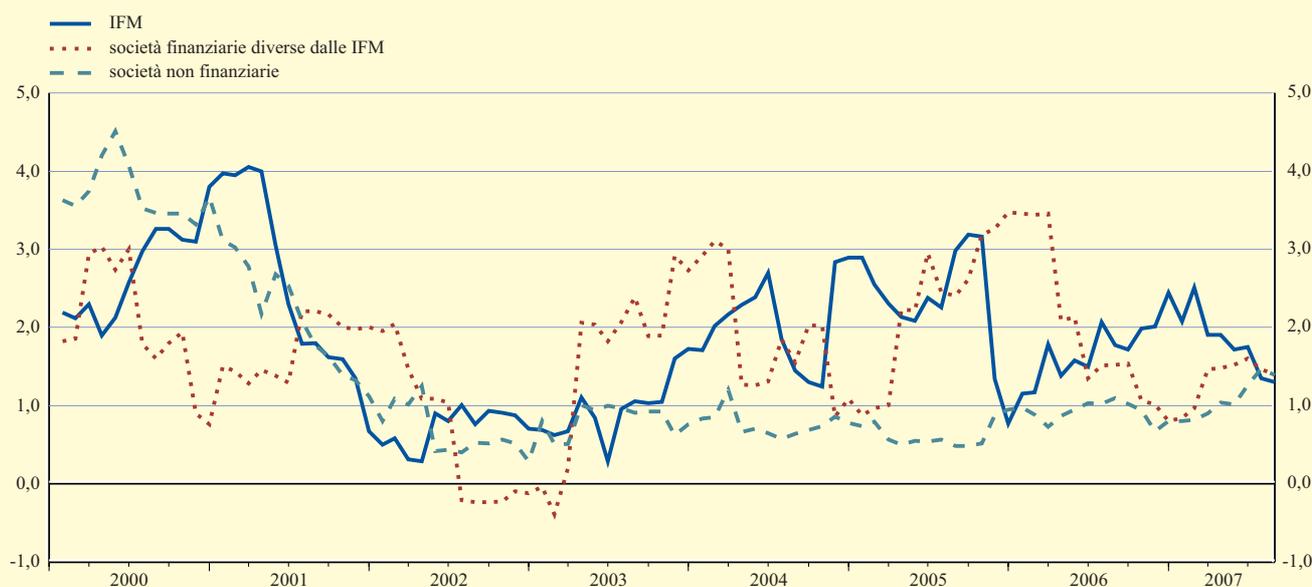
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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.	5.684,5	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.090,7	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.	6.862,1	105,7	1,4	1.115,5	1,8	671,8	1,6	5.074,8	1,3
lug.	6.639,8	105,9	1,5	1.081,1	1,4	607,5	1,5	4.951,1	1,5
ago.	6.521,7	105,9	1,4	1.041,8	1,3	582,6	1,4	4.897,3	1,4

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

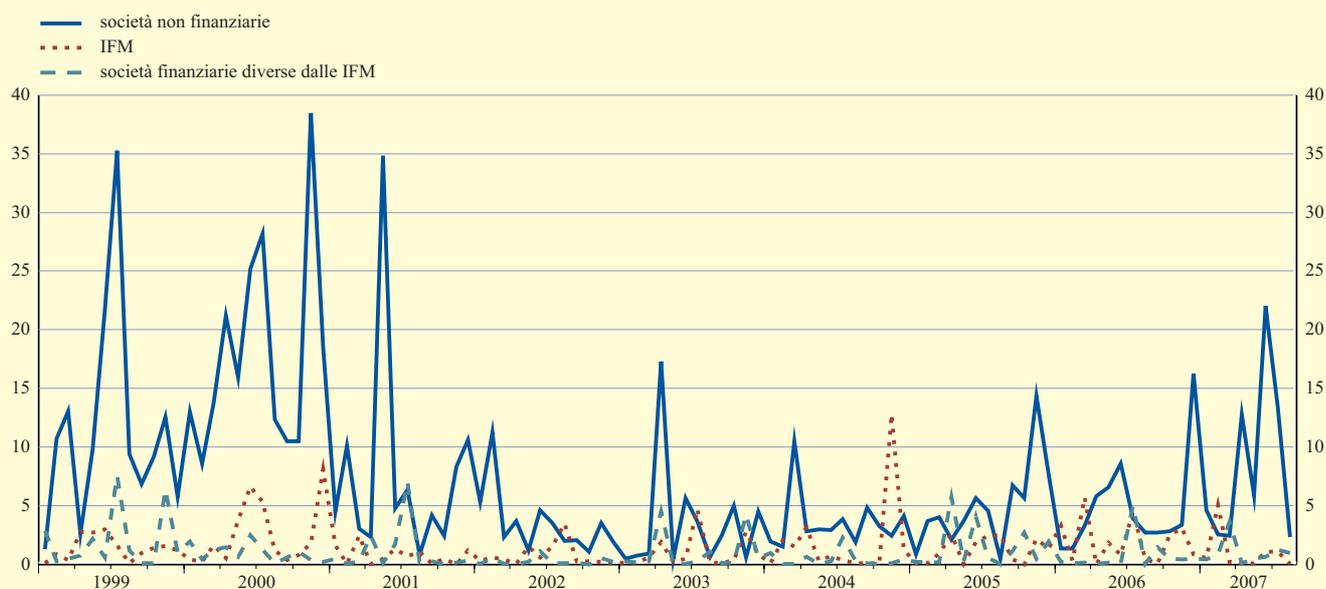
1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005 ago.	2,9	2,2	0,8	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
set.	8,2	2,3	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,1	1,0	6,7	2,2	4,5
ott.	8,3	1,6	6,8	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,4	4,2
nov.	17,0	3,9	13,0	2,1	0,0	2,1	0,5	0,1	0,4	14,4	3,9	10,5
dic.	10,9	7,4	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,7	2,6	5,0
2006 gen.	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
feb.	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	1,3	1,6	-0,3
mar.	9,1	5,4	3,7	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	3,3	5,4	-2,1
apr.	5,8	0,5	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
mag.	8,6	2,2	6,4	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	6,5	2,2	4,4
giu.	9,4	2,7	6,8	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	8,6	2,4	6,2
lug.	13,4	6,6	6,8	4,5	0,0	4,5	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	0,8
ago.	3,2	1,8	1,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,1
set.	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
ott.	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
nov.	6,9	2,1	4,8	3,1	0,0	3,1	0,4	0,2	0,3	3,3	1,9	1,5
dic.	17,6	5,1	12,5	0,9	0,3	0,5	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,5
2007 gen.	5,5	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.	23,7	1,6	22,1	1,0	0,0	1,0	0,6	0,0	0,6	22,0	1,6	20,4
lug.	15,7	1,8	13,8	1,1	0,0	1,1	1,2	0,3	0,9	13,4	1,5	11,8
ago.	3,3	6,5	-3,2	0,0	0,0	0,0	1,0	1,4	-0,5	2,3	5,1	-2,7

F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente
(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)



Fonte: BCE.

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

4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie						Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ²⁾³⁾		A vista ²⁾	Con durata prestabilita					
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2006 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	3,46	3,66	3,23		
dic.	0,92	3,27	3,31	2,79	2,38	2,87	1,51	3,47	4,95	3,87	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	3,83	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	4,09	4,16	3,90		
lug.	1,10	3,86	3,90	2,97	2,45	3,40	1,81	4,01	4,16	4,51	3,95		
ago.	1,14	3,93	3,93	3,01	2,53	3,46	1,89	4,08	4,33	4,20	3,93		
set.	1,15	4,06	3,98	2,93	2,58	3,50	1,91	4,14	4,35	4,42	3,97		

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

	Conti correnti attivi ²⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 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	5,29	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	8,25	8,25	5,00	4,93	4,90	4,82	5,15	5,49	5,77	5,37
lug.	10,49	8,06	6,76	8,30	8,35	5,06	4,93	5,02	4,91	5,26	5,54	5,80	5,41
ago.	10,55	8,43	6,85	8,31	8,48	5,15	4,98	5,08	4,90	5,24	5,36	5,93	5,47
set.	10,56	8,47	6,82	8,37	8,53	5,22	4,99	5,08	4,98	5,36	5,46	5,87	5,44

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

	Conti correnti attivi ²⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6	7
2006 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	4,51	4,69	4,71
mar.	6,04	5,30	5,45	4,88	4,66	4,81	4,87
apr.	6,12	5,37	5,47	4,88	4,70	4,99	4,90
mag.	6,12	5,43	5,57	4,95	4,72	5,10	5,12
giu.	6,17	5,53	5,70	5,03	4,89	5,28	5,17
lug.	6,30	5,58	5,77	5,09	4,90	4,95	5,17
ago.	6,35	5,77	5,86	5,17	5,01	5,46	5,29
set.	6,49	5,93	5,88	5,17	5,20	5,58	5,40

Fonte: BCE.

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

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

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

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

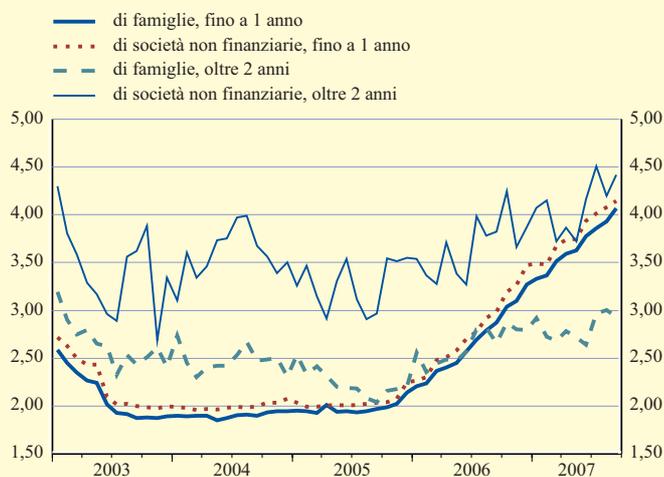
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni		8
2006 ott.	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
ago.	1,14	3,58	3,03	2,53	3,46	1,89	4,03	4,07	3,89
set.	1,15	3,68	3,05	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
2006 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	5,44	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.	5,20	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96
lug.	5,28	4,57	4,89	8,80	6,95	6,06	5,70	5,15	5,00
ago.	5,35	4,58	4,90	8,85	6,97	6,08	5,76	5,24	5,05
set.	5,36	4,64	4,94	9,02	7,00	6,13	5,91	5,33	5,13

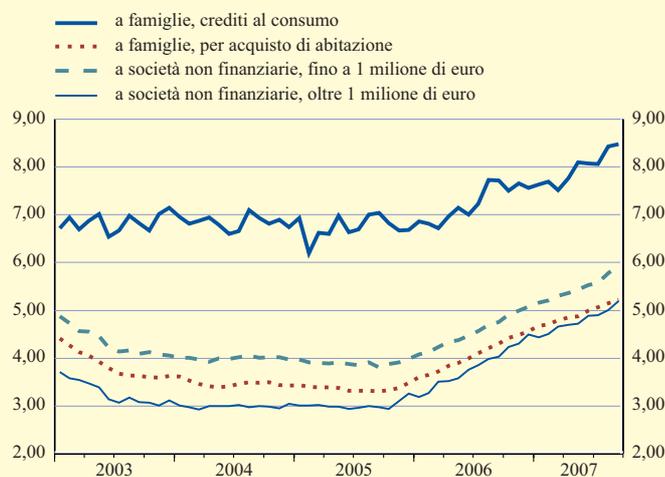
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



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

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



Fonte: BCE.

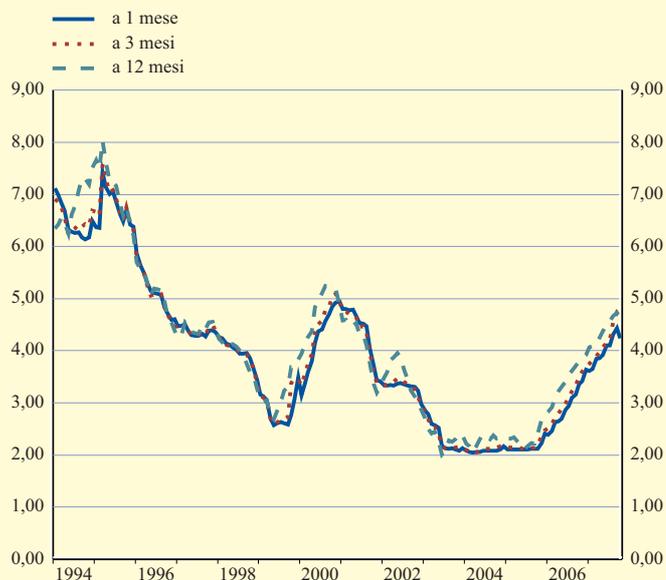
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ^{1,2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2006 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
3° trim.	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
2006 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
set.	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99
ott.	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	5,15	0,97

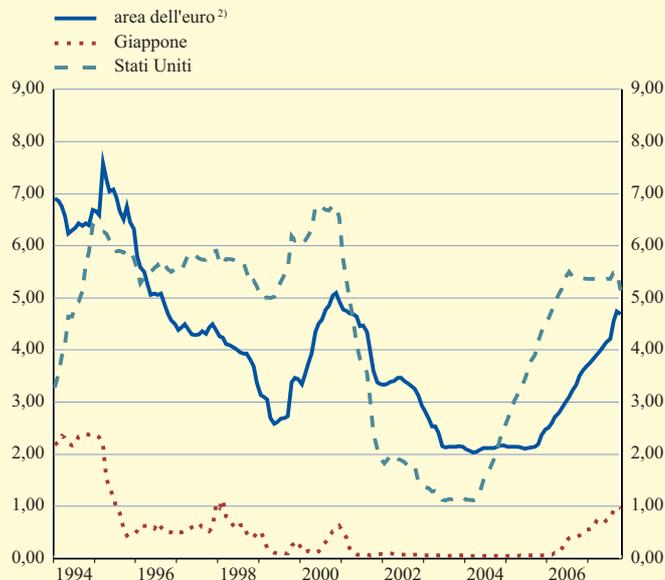
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro²⁾

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



F24 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

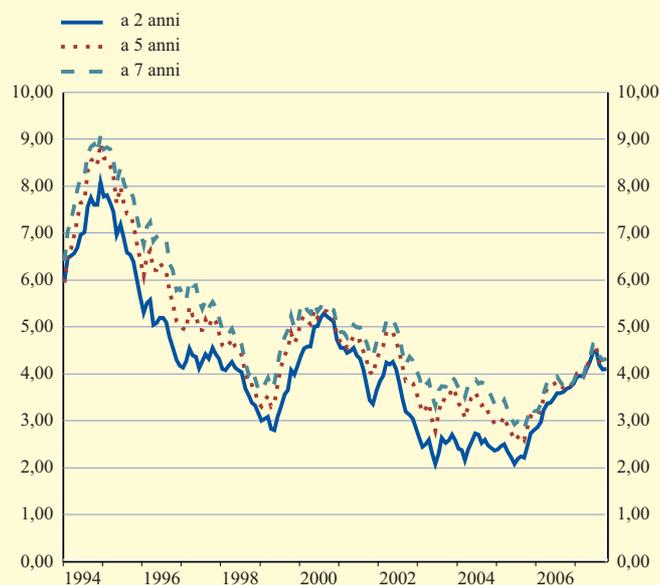
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro ^{1) 2)}					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 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 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
3° trim.	4,26	4,30	4,34	4,42	4,48	4,74	1,72
2006 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
set.	4,10	4,14	4,19	4,30	4,37	4,51	1,61
ott.	4,11	4,16	4,21	4,32	4,40	4,52	1,66

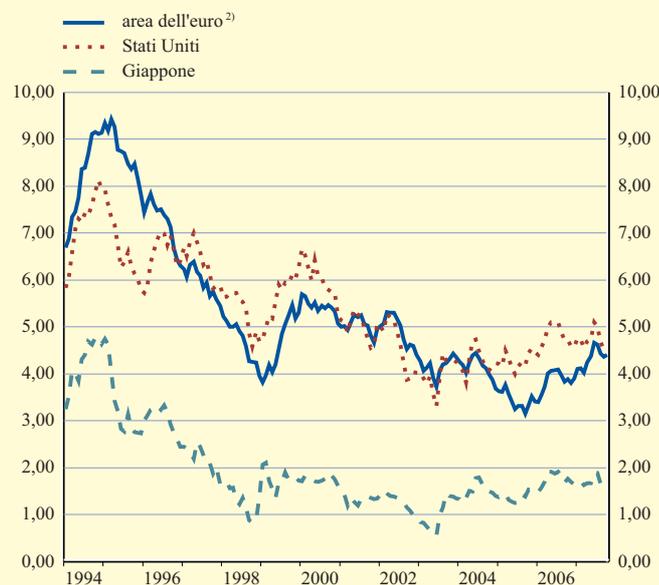
F25 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro²⁾

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



F26 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



Fonte: BCE.

- 1) I rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali. Fino al dicembre 1998 questi sono ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	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 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
3° trim.	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
2006 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
set.	411,3	4.284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1.496,0	16.233,9
ott.	427,1	4.430,8	587,6	234,9	394,6	463,8	399,4	492,9	419,5	602,4	527,9	507,6	1.539,7	16.910,4

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici											
in perc. del totale ³⁾	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,2	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 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	
3° trim.	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,5	1,0	0,9	0,2	0,7	0,6	1,8	2,1	
2007 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	0,1	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.	104,3	1,7	2,0	1,2	2,6	0,1	0,7	0,4	0,1	-0,9	0,1	1,7	2,1	
set.	104,7	2,1	2,0	1,9	2,5	0,2	0,7	0,2	0,1	0,6	0,1	2,1	2,1	
ott. ⁴⁾		2,6												

	Beni						Servizi					
	Alimentari (include le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale ³⁾	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	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 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
3° trim.	2,5	2,5	2,4	0,9	1,0	0,7	2,7	2,0	2,4	-1,5	3,0	3,4
2007 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
ago.	2,5	2,5	2,4	0,6	1,0	-0,9	2,7	2,0	2,4	-1,1	3,0	3,4
set.	2,7	3,1	2,1	1,5	1,0	3,0	2,7	2,0	2,4	-1,6	2,9	3,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Stime della BCE basate su dati Eurostat; queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- 3) Con riferimento al 2007.
- 4) Stime basate su dati nazionali provvisori che coprono il 95 per cento dell'area dell'euro nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	Prezzi internazionali delle materie prime ³⁾	Prezzo del petrolio ⁴⁾ (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici						
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
						Totale	Durevoli	Non durevoli		Totale al netto dell'energia					
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,7	2,4		-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	4,1	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	4,1	6,5	19,7	24,8	52,9
2006 3° trim.	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	4,6		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	4,6	6,0 ⁶⁾	3,9	23,0	47,3
2007 1° trim.	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,3	4,4		-5,5	15,7	44,8
2° trim.	118,5	2,4	2,6	3,2	5,5	1,9	1,7	1,8	1,6	-0,4	4,5		-3,1	13,8	51,0
3° trim.	119,3	2,1	2,6	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,8			2,0	6,7	54,2
2007 mag.	118,6	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,7	1,7	0,0			-3,9	11,9	50,3
giu.	118,8	2,3	2,6	3,1	5,1	1,9	1,7	1,8	1,6	-0,5			0,3	14,2	52,6
lug.	119,1	1,8	2,3	2,9	4,6	1,7	1,9	1,7	1,9	-1,9			-1,7	7,8	55,2
ago.	119,2	1,8	2,3	3,0	4,3	1,6	2,3	1,8	2,4	-2,0			-3,4	5,4	52,4
set.	119,6	2,7	3,4	3,1	4,1	1,6	2,9	1,9	3,0	1,6			12,1	6,9	55,2
ott.													19,5	3,5	57,7

3. Costo orario del lavoro⁷⁾

	Totale (indice dest.) 2000 = 100	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁸⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	110,8	3,2	2,9	4,0	3,3	4,0	3,0	2,4
2004	113,5	2,4	2,3	2,7	2,8	2,8	2,1	2,1
2005	116,5	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,8	2,1
2006	119,6	2,6	2,7	2,3	3,4	2,1	2,2	2,3
2006 2° trim.	119,2	2,8	2,9	2,4	4,0	1,6	2,3	2,4
3° trim.	119,9	2,6	2,7	2,4	3,7	1,9	2,0	2,1
4° trim.	120,6	2,4	2,4	2,1	2,8	2,2	2,2	2,5
2007 1° trim.	121,3	2,3	2,3	1,9	2,3	2,0	2,2	2,0
2° trim.	122,1	2,5	2,5	1,8	2,7	3,2	2,2	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) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.
- 2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).
- 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.
- 8) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	8
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese		
	1	2	3	4	5	6	7		
Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾									
2003	106,7	1,9	6,2	0,4	3,4	2,1	1,8	3,1	
2004	108,0	1,3	-7,9	-0,2	3,6	0,6	2,7	2,3	
2005	109,2	1,0	6,5	-0,6	3,6	0,6	1,7	1,9	
2006	110,1	0,8	1,6	-1,0	1,5	0,1	2,0	2,4	
2006 2° trim.	110,3	1,2	1,4	-0,8	0,5	0,7	1,5	3,6	
3° trim.	110,0	1,1	3,2	-0,8	1,6	-0,1	2,4	2,8	
4° trim.	110,0	0,1	-0,3	-1,5	2,4	-0,4	2,1	0,9	
2007 1° trim.	110,8	0,8	-0,3	-1,3	1,8	-0,4	3,2	1,9	
2° trim.	111,4	1,1	-0,1	-0,1	6,5	0,1	2,9	0,6	
Redditi per occupato									
2003	107,7	2,3	2,5	2,2	2,9	2,0	2,5	2,5	
2004	110,1	2,2	2,5	2,7	2,9	1,5	2,0	2,3	
2005	112,0	1,8	1,7	1,5	2,4	1,7	2,0	1,9	
2006	114,5	2,2	1,3	3,2	3,4	1,6	1,5	2,1	
2006 2° trim.	114,5	2,4	0,2	3,1	3,2	1,8	1,2	3,0	
3° trim.	114,6	2,4	2,5	3,4	3,4	1,2	1,6	2,5	
4° trim.	115,1	1,8	2,4	3,0	3,6	1,8	1,7	0,6	
2007 1° trim.	116,1	2,1	2,9	2,3	3,4	1,4	2,8	1,9	
2° trim.	116,5	1,8	3,4	3,2	3,3	1,4	2,0	0,6	
Produttività del lavoro²⁾									
2003	101,0	0,4	-3,4	1,8	-0,4	-0,1	0,7	-0,6	
2004	101,9	0,9	11,3	2,9	-0,7	0,9	-0,7	0,1	
2005	102,6	0,7	-4,6	2,2	-1,1	1,0	0,3	0,0	
2006	104,0	1,4	-0,3	4,2	1,9	1,5	-0,5	-0,4	
2006 2° trim.	103,8	1,2	-1,2	4,0	2,7	1,0	-0,3	-0,5	
3° trim.	104,2	1,3	-0,7	4,2	1,8	1,3	-0,7	-0,2	
4° trim.	104,6	1,7	2,7	4,6	1,1	2,2	-0,4	-0,4	
2007 1° trim.	104,8	1,4	3,2	3,7	1,6	1,8	-0,4	0,0	
2° trim.	104,6	0,8	3,5	3,3	-3,0	1,3	-0,9	0,0	

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	107,4	2,2	2,0	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,7
2004	109,5	2,0	2,2	2,1	2,3	2,5	1,2	1,6
2005	111,6	1,9	2,3	2,1	2,6	2,4	2,6	3,8
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	2,1	2,6	2,7	4,0
2006 2° trim.	113,4	1,9	2,6	2,4	3,1	2,6	3,0	5,0
3° trim.	114,0	2,0	2,3	2,1	2,2	2,7	2,7	3,5
4° trim.	114,5	1,7	1,7	1,8	0,5	2,7	2,0	2,0
2007 1° trim.	115,3	2,2	1,8	1,7	1,4	3,1	1,6	0,7
2° trim.	115,9	2,2	1,9	1,8	0,6	3,0	1,6	1,0

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

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

2) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

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

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2003	7.489,9	7.333,2	4.295,6	1.531,3	1.505,6	0,6	156,7	2.640,4	2.483,6
2004	7.774,4	7.614,9	4.449,9	1.587,0	1.572,2	5,8	159,6	2.843,3	2.683,7
2005	8.049,1	7.931,9	4.612,8	1.651,0	1.654,5	13,6	117,2	3.054,0	2.936,8
2006	8.437,7	8.337,5	4.801,1	1.719,3	1.788,8	28,2	100,2	3.388,5	3.288,3
2006 2° trim.	2.098,8	2.075,6	1.195,4	430,0	444,7	5,4	23,2	837,5	814,3
3° trim.	2.122,6	2.103,3	1.207,0	431,5	451,8	13,0	19,3	851,4	832,1
4° trim.	2.148,6	2.110,4	1.215,2	432,9	462,5	-0,2	38,2	879,6	841,4
2007 1° trim.	2.179,5	2.144,8	1.220,6	439,1	475,5	9,7	34,6	888,9	854,3
2° trim.	2.198,8	2.161,0	1.235,0	441,1	477,7	7,2	37,8	901,6	863,8
<i>in percentuale del PIL</i>									
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,3	1,2	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ³⁾)</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	0,6	0,8	-	-	1,1	1,9
4° trim.	0,8	0,2	0,4	0,4	1,7	-	-	3,1	1,7
2007 1° trim.	0,8	0,8	0,0	0,8	1,9	-	-	0,8	1,0
2° trim.	0,3	0,2	0,5	0,1	-0,2	-	-	0,8	0,5
<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	1,8	1,6	1,3	2,3	-	-	6,9	6,7
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,6	-	-	4,4	5,2
2006	2,8	2,6	1,8	2,0	5,1	-	-	7,9	7,7
2006 2° trim.	2,9	2,6	1,8	1,7	5,7	-	-	7,9	7,4
3° trim.	2,9	3,0	1,8	1,9	5,1	-	-	6,8	7,4
4° trim.	3,3	2,6	2,1	2,2	6,0	-	-	9,0	7,2
2007 1° trim.	3,2	2,9	1,4	1,9	7,3	-	-	6,7	6,0
2° trim.	2,5	2,1	1,5	1,9	4,3	-	-	5,9	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	0,9	0,3	0,1	0,2	0,3	-0,3	-	-
4° trim.	0,8	0,2	0,3	0,1	0,4	-0,4	0,6	-	-
2007 1° trim.	0,8	0,8	0,0	0,2	0,4	0,2	-0,1	-	-
2° trim.	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,2	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	1,6	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	3,0	1,0	0,4	1,1	0,5	-0,1	-	-
4° trim.	3,3	2,5	1,2	0,4	1,3	-0,4	0,8	-	-
2007 1° trim.	3,2	2,8	0,8	0,4	1,5	0,0	0,3	-	-
2° trim.	2,5	2,1	0,9	0,4	0,9	-0,1	0,4	-	-

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) Includono 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	6.728,9	150,9	1.394,7	390,8	1.427,5	1.831,6	1.533,4	761,0
2004	6.978,5	153,8	1.430,2	412,6	1.478,9	1.908,8	1.594,2	795,9
2005	7.210,4	142,6	1.457,4	438,7	1.517,4	1.998,2	1.656,1	838,7
2006	7.534,4	138,3	1.521,4	481,4	1.569,4	2.105,6	1.718,3	903,3
2006 2° trim.	1.874,1	34,0	377,2	119,2	389,7	523,9	430,0	224,7
3° trim.	1.898,1	34,9	383,4	122,2	395,5	530,2	431,8	224,5
4° trim.	1.915,7	35,1	387,4	124,8	399,3	535,7	433,3	232,9
2007 1° trim.	1.941,0	35,3	395,0	128,8	402,0	542,1	437,8	238,5
2° trim.	1.959,6	35,7	400,1	128,7	405,5	548,5	441,2	239,2
<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 destagionalizzati¹⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2006 2° trim.	1,0	0,2	0,9	3,0	1,2	1,2	0,3	0,5
3° trim.	0,6	-0,3	0,9	0,9	0,7	0,6	0,2	0,5
4° trim.	0,7	0,6	0,9	1,2	0,7	0,7	0,3	2,0
2007 1° trim.	0,9	1,7	1,2	2,1	0,6	0,9	0,5	-0,3
2° trim.	0,4	-0,8	0,6	-1,5	0,6	0,8	0,3	-0,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2003	0,7	-6,0	0,3	0,1	0,6	1,5	0,9	1,6
2004	2,1	10,5	2,4	0,9	2,5	1,6	1,4	1,6
2005	1,5	-5,7	0,6	1,3	1,6	2,7	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	-1,5	3,7	4,6	2,9	3,3	1,3	3,5
3° trim.	2,9	-2,4	4,2	4,7	3,1	3,2	1,3	2,6
4° trim.	3,2	0,3	4,5	5,2	3,7	3,4	1,2	3,8
2007 1° trim.	3,2	2,2	3,9	7,4	3,2	3,4	1,3	2,7
2° trim.	2,6	1,1	3,6	2,7	2,7	3,0	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	0,1	-
4° trim.	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2007 1° trim.	0,9	0,0	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	-
2° trim.	0,4	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	0,1	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.	3,2	0,0	0,9	0,3	0,8	0,9	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	0,6	0,8	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero delle giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni
	in perc. del totale ¹⁾	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici							Beni energetici	
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
2004	2,1	102,5	2,2	2,2	2,1	2,4	3,4	0,6	0,1	0,6	2,2	-0,5
2005	1,2	103,9	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,4	-1,0	0,7	1,3	-0,2
2006	3,8	108,0	4,0	4,3	4,4	4,9	5,8	2,5	4,1	2,2	0,9	4,1
2006 3° trim.	4,1	108,5	4,1	4,5	4,3	5,7	5,7	1,7	5,0	1,2	1,5	4,0
4° trim.	4,2	109,3	4,0	4,9	4,9	5,4	6,6	3,2	5,5	2,9	-3,2	6,9
2007 1° trim.	4,7	110,5	3,9	5,9	6,0	6,6	7,1	4,0	4,3	3,9	-7,6	10,9
2° trim.	3,0	111,0	2,6	3,2	3,2	3,0	4,6	2,1	1,3	2,2	-0,8	3,0
2007 mar.	5,2	111,1	4,2	5,8	6,0	6,7	6,7	4,5	4,5	4,4	-7,2	11,0
apr.	3,1	110,3	2,9	4,0	4,1	3,9	5,2	2,8	1,5	3,0	-3,2	3,7
mag.	2,5	111,4	2,7	2,9	2,9	2,6	4,0	2,0	0,5	2,3	1,9	2,8
giu.	3,4	111,4	2,3	2,7	2,6	2,6	4,5	1,4	1,9	1,3	-1,0	2,6
lug.	3,8	112,2	3,9	4,6	4,7	4,0	7,1	2,8	1,7	3,0	-1,0	1,4
ago.	4,3	113,6	4,4	4,7	4,7	3,3	6,9	5,0	4,6	5,1	1,7	2,7
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2007 mar.	0,9	-	0,6	0,4	0,8	0,5	0,2	0,9	0,4	1,0	0,8	0,5
apr.	-1,8	-	-0,8	-1,0	-1,5	-1,5	-1,0	-1,0	-1,9	-0,8	0,7	-1,1
mag.	1,0	-	1,1	0,9	1,0	0,9	1,2	0,8	1,9	0,6	2,8	0,2
giu.	0,7	-	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,6	0,3
lug.	0,3	-	0,7	0,9	0,8	0,6	1,5	0,4	0,0	0,5	0,2	-0,1
ago.	1,2	-	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2	1,9	4,1	1,5	0,8	0,4

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti					Migliaia (dest.) ³⁾	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
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	969	3,0
2006 4° trim.	122,9	7,3	121,9	7,6	3,4	109,7	2,3	-0,2	3,5	3,1	7,0	985	5,1
2007 1° trim.	125,1	8,0	124,5	7,6	2,6	109,6	1,6	0,3	2,4	4,2	4,2	950	-1,8
2° trim.	129,4	10,6	126,0	6,4	2,1	109,9	0,9	-0,2	1,8	3,0	2,4	951	-1,9
3° trim.	.	.	.	.	2,5	110,7	1,3	-0,6	2,4	.	.	960	0,7
2007 apr.	126,3	10,3	124,0	9,4	2,9	110,2	1,6	0,4	2,5	6,8	2,9	916	-5,7
mag.	128,1	7,5	126,4	5,0	1,0	109,3	0,0	-0,5	0,0	-1,9	0,9	966	-0,8
giu.	133,7	13,8	127,8	5,2	2,4	110,1	1,2	-0,7	2,8	4,1	3,5	970	0,7
lug.	129,3	12,0	127,5	10,2	2,4	110,5	1,4	-1,8	3,5	5,5	4,1	950	0,9
ago.	130,0	5,2	128,2	6,2	1,9	110,5	0,8	0,2	1,2	0,8	1,8	959	0,7
set.	.	.	.	.	3,1	110,9	1,6	-0,1	2,5	.	.	971	0,4
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2007 apr.	-	-0,6	-	-1,6	0,0	-	-0,1	-0,1	0,1	1,4	-0,9	-	-5,6
mag.	-	1,4	-	2,0	-0,6	-	-0,7	-0,8	-0,7	-3,4	-0,4	-	5,4
giu.	-	4,4	-	1,1	0,8	-	0,7	0,0	1,2	2,9	1,4	-	0,5
lug.	-	-3,3	-	-0,2	0,5	-	0,4	0,2	0,5	0,9	0,5	-	-2,1
ago.	-	0,5	-	0,6	0,1	-	0,0	0,2	-0,1	-0,4	0,5	-	1,0
set.	-	.	-	.	0,7	-	0,3	0,4	0,3	.	.	-	1,3

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

1) Nel 2000.

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

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

5.2 Produzione e domanda

 (saldo percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia					Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003	93,1	-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 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	84,6	-2	-1	0	2	-7
3° trim.	109,3	4	5	5	13	84,3	-4	-2	-3	3	-7
2007 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	6	5	14	84,3	-2	-1	1	0	-7
ago.	110,0	5	7	5	13	-	-4	-2	-2	3	-7
set.	106,9	3	3	7	11	-	-6	-3	-7	6	-7
ott.	105,9	2	1	8	11	84,2	-6	-3	-6	5	-10

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	0	4	-4	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	0	-5	5	0	3	14	13	18	13	18	23
2006 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
3° trim.	-1	-8	7	1	7	14	10	20	16	20	24
2007 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	-6	6	3	9	14	13	21	17	21	26
ago.	-1	-9	6	3	10	14	13	21	17	21	24
set.	0	-8	8	-3	2	15	4	18	13	18	22
ott.	-2	-9	6	-2	3	16	8	18	14	17	22

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2006.
- 3) I risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	84,6	15,4	4,2	17,6	7,6	25,1	15,5	30,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,153	0,4	0,4	0,8	-2,6	-1,4	0,5	0,8	0,9	1,6
2004	137,368	0,9	0,7	1,8	-0,8	-1,1	1,5	1,3	2,2	1,3
2005	138,546	0,9	1,0	0,0	-1,1	-1,3	2,5	0,7	2,4	1,4
2006	140,639	1,5	1,7	0,7	-1,2	-0,2	2,6	1,5	3,6	1,6
2006 2° trim.	140,542	1,7	1,8	1,0	-0,1	-0,1	1,9	1,9	3,6	1,8
3° trim.	140,893	1,6	1,7	0,6	-1,6	0,0	2,8	1,6	3,9	1,4
4° trim.	141,399	1,5	1,7	0,7	-2,5	-0,2	4,0	1,3	3,8	1,6
2007 1° trim.	142,210	1,8	2,1	-0,1	-1,0	0,3	5,8	1,3	3,8	1,4
2° trim.	142,983	1,7	2,1	-0,2	-2,2	0,4	5,8	1,1	4,0	1,3
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2006 2° trim.	0,822	0,6	0,6	0,5	0,6	0,1	1,3	0,7	0,9	0,5
3° trim.	0,351	0,3	0,4	-0,6	-1,4	0,0	0,8	0,2	1,0	0,1
4° trim.	0,506	0,4	0,4	0,0	-0,6	0,0	1,6	0,0	1,0	0,4
2007 1° trim.	0,811	0,6	0,6	0,4	0,4	0,2	1,9	0,5	0,9	0,4
2° trim.	0,773	0,5	0,5	0,5	-0,6	0,1	1,6	0,6	1,0	0,4

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		78,1		21,9		49,7		50,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,762	8,7	9,935	7,7	2,826	16,5	6,366	7,8	6,396	9,9
2004	13,112	8,9	10,154	7,8	2,958	17,3	6,571	8,0	6,540	10,0
2005	13,368	8,9	10,384	7,8	2,984	17,5	6,744	8,1	6,624	10,0
2006	12,543	8,3	9,798	7,3	2,744	16,3	6,232	7,4	6,311	9,4
2006 3° trim.	12,308	8,1	9,631	7,2	2,677	16,0	6,109	7,3	6,199	9,2
4° trim.	12,054	8,0	9,385	7,0	2,669	15,9	5,942	7,1	6,112	9,1
2007 1° trim.	11,658	7,7	9,105	6,7	2,554	15,4	5,706	6,8	5,952	8,8
2° trim.	11,407	7,5	8,909	6,6	2,498	15,1	5,606	6,7	5,801	8,6
3° trim.	11,246	7,4	8,772	6,5	2,474	14,9	5,553	6,6	5,692	8,4
2007 apr.	11,461	7,5	8,960	6,6	2,501	15,1	5,623	6,7	5,838	8,6
mag.	11,404	7,5	8,908	6,6	2,497	15,0	5,604	6,7	5,800	8,5
giu.	11,355	7,5	8,860	6,5	2,495	15,0	5,590	6,6	5,765	8,5
lug.	11,298	7,4	8,814	6,5	2,484	15,0	5,572	6,6	5,726	8,4
ago.	11,248	7,4	8,775	6,5	2,473	14,9	5,555	6,6	5,693	8,4
set.	11,191	7,3	8,727	6,4	2,464	14,9	5,532	6,6	5,659	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 PUBBLICA

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

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette		Imposte indirette		Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
		Famiglie	Imprese			Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	46,6	46,3	12,2	9,2	2,7	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	14,2	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,6	46,4	12,7	9,5	2,9	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	9,3	2,7	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	45,0	44,4	11,4	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,2	4,7	2,1	0,6	0,5	41,2
2004	44,6	44,1	11,3	8,6	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	45,0	44,5	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,1
2006	45,6	45,3	12,2	8,8	3,0	13,9	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,8

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti								Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie ³⁾
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
													10	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	48,9	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,3
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,4
2000	47,7	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	47,9	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,4
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,4	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,7	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3
2005	47,5	43,6	10,4	5,1	3,0	25,2	22,4	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,5
2006	47,2	43,1	10,2	5,0	2,9	25,0	22,2	1,7	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,3

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		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	-2,3	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,7	4,8	1,8	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	1,8	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	1,8	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	1,8	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	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	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	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
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	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	0,0	-4,0	0,4	-5,6	-0,2	-4,1	-3,5	0,5	-3,1	-1,6	-2,9	-2,7	2,5
2004	0,0	-3,8	1,3	-7,3	-0,3	-3,6	-3,5	-1,2	-1,7	-1,2	-3,4	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,4	1,2	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-0,1	-0,3	-1,6	-6,1	-1,5	2,7
2006	0,4	-1,6	2,9	-2,5	1,8	-2,5	-4,4	0,7	0,6	-1,4	-3,9	-1,2	3,8

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

1) Dati relativi agli Euro 13. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95; i dati non comprendono i proventi della vendita delle licenze UMTS (Universal Mobile Telecommunications Systems) nel 2000 (il saldo di bilancio per l'area dell'euro che include tali proventi è pari allo 0,1 per cento del PIL). Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

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

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾				Altri creditori ³⁾
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	74,1	2,8	16,2	6,4	48,8	55,6	28,4	13,6	13,7	18,4
1998	72,8	2,7	15,2	5,3	49,6	52,4	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,2	50,5	48,8	25,3	13,8	9,6	23,2
2000	69,4	2,7	13,2	3,7	49,8	44,3	22,0	12,5	9,8	25,1
2001	68,3	2,8	12,4	4,0	49,2	42,1	20,6	11,2	10,3	26,3
2002	68,1	2,7	11,8	4,5	49,1	40,2	19,3	10,7	10,1	28,0
2003	69,1	2,0	12,3	5,0	49,7	39,4	19,4	11,2	8,8	29,8
2004	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5	37,5	18,4	10,8	8,4	32,0
2005	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4	35,5	17,3	10,9	7,2	34,8
2006	68,6	2,5	11,4	4,1	50,7	32,9	17,6	8,4	6,9	35,7

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	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 ³⁾	Altre valute
1997	74,1	62,1	6,0	5,4	0,6	9,4	64,7	8,4	18,1	25,3	30,7	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,3	0,4	8,1	64,6	7,5	15,4	26,4	30,9	70,9	1,8
1999	72,0	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,6	13,6	27,9	30,5	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,5	62,9	5,8	13,4	27,9	28,1	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,0	61,4	4,9	13,7	26,6	28,0	66,7	1,7
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	7,6	60,5	4,9	15,3	25,0	27,8	66,7	1,5
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	4,8	14,7	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,6	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,3	57,8	6,7	5,3	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,7	29,7	69,1	1,2
2006	68,6	56,1	6,6	5,4	0,6	7,5	61,2	4,5	14,4	24,8	29,5	67,7	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	63,8	31,1	97,9	48,7	62,9	104,3	6,3	52,0	64,6	56,9	27,9	44,3
2004	94,2	65,6	29,5	98,6	46,2	64,9	103,8	6,4	52,4	63,8	58,3	27,6	44,1
2005	92,2	67,8	27,4	98,0	43,0	66,7	106,2	6,2	52,3	63,4	63,7	27,4	41,4
2006	88,2	67,5	25,1	95,3	39,7	64,2	106,8	6,6	47,9	61,7	64,8	27,1	39,2

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

- 1) Dati relativi agli Euro 13. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

6.3 Variazione del debito ¹⁾ (in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁷⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Effetto di aggregazione ⁵⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁶⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	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	0,8	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	0,2	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,5	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,0	1,0	-2,1	2,5

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁹⁾											Altro ¹⁰⁾	
		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 ¹¹⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-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	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,2
2006	1,5	-1,6	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,5

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 13 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 2001.
- 6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 10) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 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	39,7
4° trim.	49,1	48,7	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	45,2	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	39,6
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	41,4	9,7	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
2° trim.	45,9	44,4	12,0	12,7	15,7	2,0	1,3	1,5	1,2	41,6
3° trim.	42,8	42,3	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
4° trim.	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 1° trim.	41,3	40,9	9,5	12,8	15,3	1,7	0,7	0,4	0,3	37,9
2° trim.	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	0,9	0,8	0,6	41,1
3° trim.	42,6	42,1	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
4° trim.	49,3	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,0
2005 1° trim.	42,0	41,5	9,9	12,9	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
2° trim.	44,8	44,1	11,9	13,3	15,2	2,0	1,0	0,6	0,3	40,7
3° trim.	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	1,9	0,8	0,7	0,3	39,5
4° trim.	49,4	48,7	13,4	14,3	16,2	3,0	0,9	0,8	0,3	44,2
2006 1° trim.	42,5	42,1	10,2	13,3	15,2	1,7	0,8	0,5	0,3	39,0
2° trim.	45,9	45,4	12,6	13,6	15,3	2,0	1,2	0,5	0,3	41,8
3° trim.	43,6	43,1	11,4	12,9	15,3	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
4° trim.	49,9	49,3	14,2	14,4	16,0	2,9	0,9	0,7	0,3	44,9
2007 1° trim.	42,4	41,9	10,4	13,4	14,9	1,7	0,9	0,5	0,3	38,9
2° trim.	46,4	45,8	13,1	13,7	15,1	1,9	1,2	0,5	0,3	42,2

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2001 2° trim.	46,3	42,8	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,4	1,1	0,7	4,5
3° trim.	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,2
4° trim.	51,2	46,3	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,8	-2,1	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	-0,7
2° trim.	46,7	43,2	10,3	4,9	3,6	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.	46,8	43,3	10,3	4,5	3,5	25,0	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
2° trim.	47,3	43,7	10,4	4,8	3,4	25,2	21,7	1,3	3,6	2,3	1,2	-1,4	2,0
3° trim.	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,0	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
4° trim.	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 1° trim.	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
2° trim.	46,5	43,2	10,4	4,9	3,1	24,8	21,5	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
3° trim.	46,1	42,7	9,9	4,7	3,2	24,9	21,5	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
4° trim.	50,7	45,8	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,5	1,5
2005 1° trim.	46,9	43,2	10,2	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,9	-4,9	-1,8
2° trim.	46,4	43,0	10,2	5,0	3,2	24,6	21,4	1,1	3,4	2,4	1,1	-1,7	1,5
3° trim.	45,8	42,4	9,9	4,8	2,9	24,7	21,4	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,5	0,4
4° trim.	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,4	4,8	3,1	1,7	-1,3	1,5
2006 1° trim.	45,5	42,4	10,1	4,5	2,9	24,9	21,3	1,2	3,1	1,9	1,2	-3,0	0,0
2° trim.	46,0	42,6	10,3	4,9	3,1	24,3	21,3	1,1	3,3	2,4	1,0	-0,1	3,0
3° trim.	46,2	42,0	9,8	4,7	2,9	24,6	21,2	1,2	4,2	2,5	1,8	-2,6	0,3
4° trim.	50,7	45,3	10,7	5,9	2,7	26,0	22,4	1,4	5,4	3,2	2,2	-0,8	1,9
2007 1° trim.	44,6	41,3	9,9	4,5	2,9	24,0	20,6	1,1	3,3	2,0	1,3	-2,2	0,7
2° trim.	45,2	41,8	10,0	4,9	3,1	23,8	20,8	1,1	3,4	2,4	1,0	1,2	4,4

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 finanziario¹⁾

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2004 3° trim.	71,0	2,3	12,1	5,5	51,2
4° trim.	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5
2005 1° trim.	70,9	2,2	11,9	5,2	51,5
2° trim.	71,6	2,3	11,7	5,2	52,4
3° trim.	71,1	2,4	11,8	5,2	51,8
4° trim.	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4
2006 1° trim.	70,7	2,5	11,7	4,9	51,5
2° trim.	70,8	2,5	11,6	4,9	51,8
3° trim.	70,3	2,5	11,6	4,7	51,4
4° trim.	68,6	2,5	11,4	4,1	50,7
2007 1° trim.	68,9	2,4	11,4	4,8	50,3
2° trim.	69,1	2,2	11,1	5,1	50,7

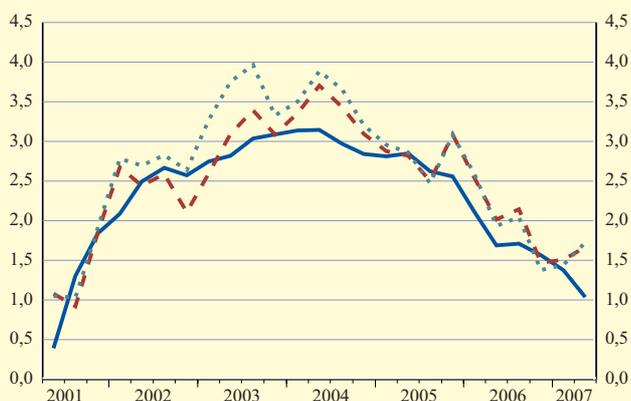
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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 3° trim.	1,8	-3,4	-1,6	-1,1	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,2	2,1
4° trim.	-3,0	-1,5	-4,5	-3,3	-2,6	0,1	-0,2	-0,6	0,0	-1,2	-3,0
2005 1° trim.	7,2	-4,9	2,4	2,4	1,3	0,3	0,3	0,5	0,0	0,0	7,3
2° trim.	5,4	-1,7	3,7	3,3	2,5	0,0	0,3	0,5	0,1	0,3	5,3
3° trim.	0,6	-2,5	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,4	0,5
4° trim.	-0,6	-1,3	-1,9	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,4	-0,5
2006 1° trim.	4,8	-3,0	1,9	1,3	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,9	5,1
2° trim.	3,3	-0,1	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,2	0,7	-0,6	2,6
3° trim.	1,2	-2,6	-1,4	-0,9	-0,7	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,7	1,0
4° trim.	-3,0	-0,8	-3,8	-2,1	-1,2	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,6	-2,9
2007 1° trim.	4,8	-2,2	2,6	1,8	1,0	0,2	0,6	0,0	-0,4	1,2	5,2
2° trim.	3,8	1,2	5,0	4,8	4,1	0,0	0,5	0,1	0,1	0,1	3,7

F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

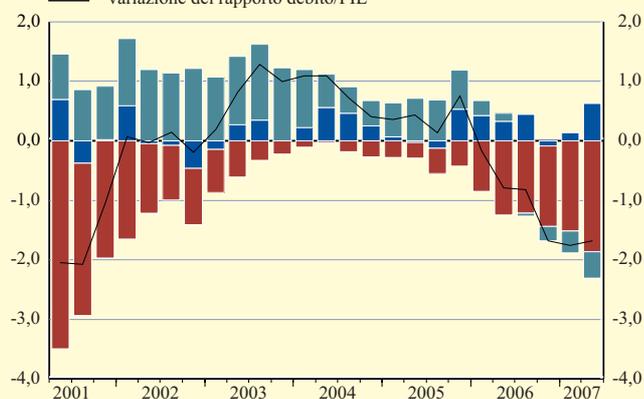
— disavanzo
- - - variazione del debito
... fabbisogno



F29 Debito (definizione di Maastricht)

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

■ raccordo disavanzo-debito
■ disavanzo/avanzo primario
■ differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
— variazione del rapporto debito/PIL



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.	-0,2	8,6	7,8	4,7	-21,2	5,0	4,8	4,7	-14,6	129,8	-16,4	-92,5	-1,6	-9,5
2° trim.	-1,4	20,3	14,4	-19,5	-16,6	2,6	1,2	23,2	-69,1	69,5	-14,1	41,0	-4,2	-24,4
2006 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.	-3,7	-4,2	1,1	1,1	-1,7	2,2	-1,4	42,7	-13,8	42,7	-4,2	20,9	-3,0	-41,2
feb.	-3,6	2,6	2,9	3,0	-12,1	1,1	-2,4	2,0	-3,2	22,9	-7,9	-9,3	-0,5	0,5
mar.	7,1	10,1	3,8	0,6	-7,4	1,6	8,7	-39,9	2,4	64,2	-4,3	-104,1	1,9	31,2
apr.	-3,6	4,5	3,5	-4,0	-7,6	0,6	-3,0	40,8	-7,4	-3,6	-3,6	56,9	-1,5	-37,8
mag.	-11,6	4,4	4,0	-14,9	-5,1	1,9	-9,7	2,0	-24,2	2,5	-0,8	25,2	-0,7	7,8
giu.	13,8	11,3	6,9	-0,6	-3,8	0,1	13,9	-19,5	-37,4	70,6	-9,7	-41,1	-1,9	5,6
lug.	4,8	9,4	4,6	-1,8	-7,4	0,9	5,7	47,1	0,1	30,2	-10,8	30,8	-3,2	-52,8
ago.	0,7	3,9	3,1	1,4	-7,6	0,2	0,9	52,8	-8,5	13,3	-12,5	59,2	1,3	-53,7
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2007 ago.	23,1	65,5	42,2	-7,9	-76,7	13,7	36,7	121,1	-179,3	403,4	-46,8	-45,1	-11,1	-157,9

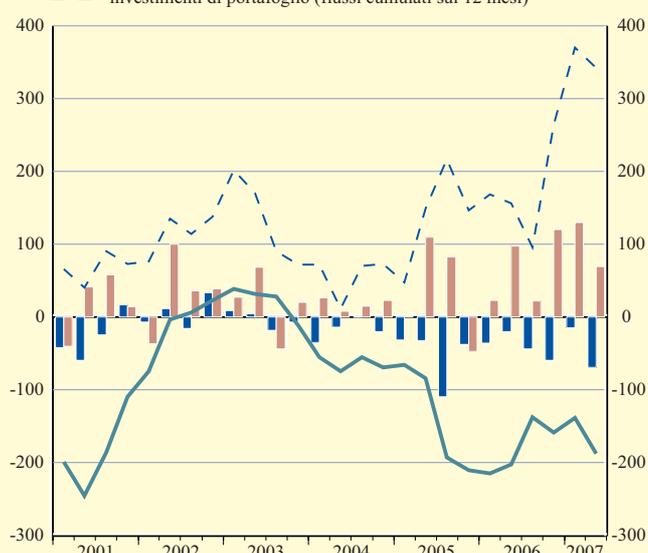
F30 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)

■ 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

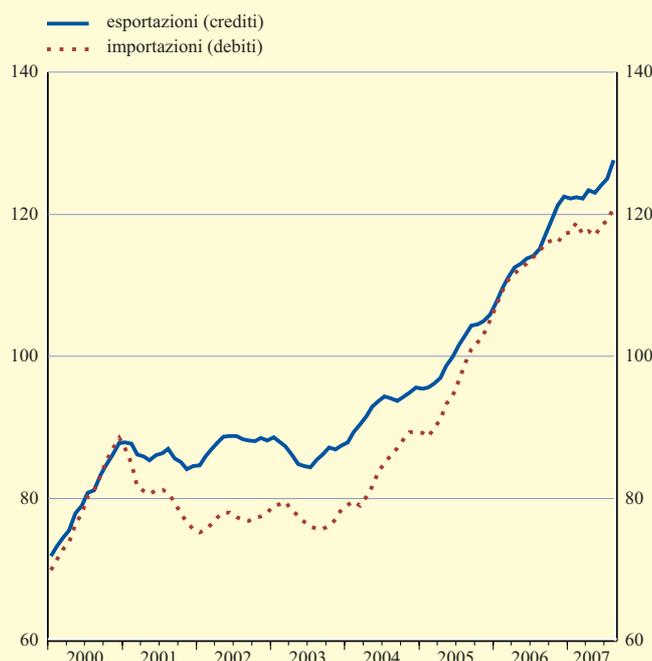
(miliardi di euro; transazioni)

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.	615,8	616,0	-0,2	361,3	352,8	105,3	97,5	122,4	117,7	26,7	48,0	7,8	2,8
2° trim.	647,0	648,4	-1,4	373,2	353,0	116,7	102,3	138,6	158,1	18,5	35,0	4,9	2,4
2007 giu.	228,6	214,7	13,8	130,4	119,1	41,6	34,6	50,0	50,7	6,5	10,3	1,0	0,9
lug.	220,3	215,4	4,8	129,7	120,3	42,8	38,1	42,4	44,2	5,4	12,8	1,8	0,9
ago.	211,1	210,3	0,7	120,2	116,3	42,2	39,2	42,1	40,7	6,5	14,1	1,1	0,9
	Dati destagionalizzati												
2006 2° trim.	580,8	585,6	-4,8	341,3	339,1	106,2	97,2	112,1	110,9	21,3	38,4	.	.
3° trim.	598,1	607,4	-9,3	351,3	347,9	106,4	98,1	119,4	119,7	21,0	41,7	.	.
4° trim.	621,9	619,6	2,3	367,3	351,8	108,8	100,1	123,5	123,9	22,2	43,8	.	.
2007 1° trim.	630,4	622,5	7,9	366,7	351,6	114,5	102,7	126,6	128,1	22,6	40,1	.	.
2° trim.	642,8	635,4	7,5	371,9	354,7	117,1	105,8	131,7	134,9	22,2	40,0	.	.
2006 dic.	212,0	210,1	1,9	124,1	120,3	36,9	33,0	42,4	42,6	8,6	14,1	.	.
2007 gen.	204,3	202,4	1,9	120,2	116,5	37,1	34,1	41,3	41,2	5,7	10,6	.	.
feb.	214,3	212,8	1,5	122,7	119,5	38,3	34,2	42,5	42,3	10,7	16,8	.	.
mar.	211,8	207,2	4,5	123,8	115,6	39,1	34,3	42,8	44,7	6,1	12,7	.	.
apr.	210,4	210,7	-0,3	123,5	117,9	39,1	35,2	41,1	43,0	6,7	14,6	.	.
mag.	212,9	212,0	0,9	121,7	117,4	38,5	35,4	44,7	45,9	8,0	13,2	.	.
giu.	219,5	212,7	6,9	126,7	119,3	39,5	35,3	45,9	45,9	7,5	12,2	.	.
lug.	217,6	213,8	3,8	126,5	120,7	38,0	34,7	45,3	44,6	7,8	13,7	.	.
ago.	221,8	218,0	3,8	129,6	122,5	39,5	35,7	45,0	45,3	7,8	14,5	.	.

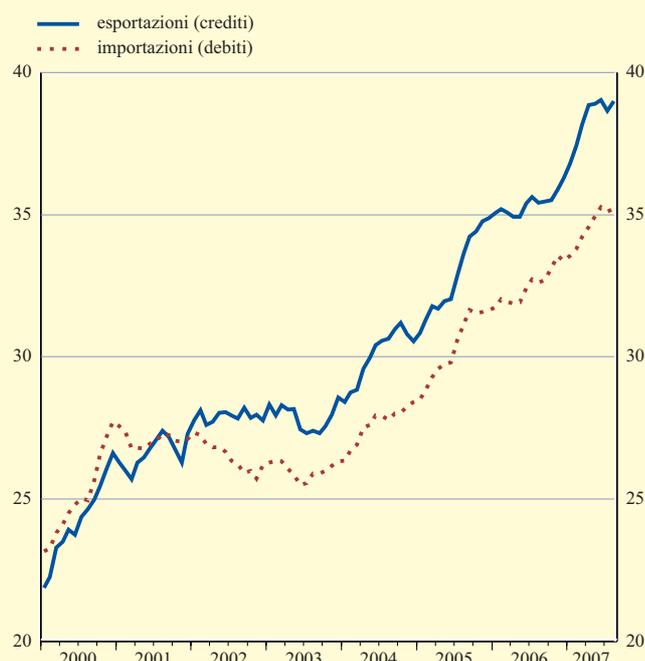
F32 Conto dei beni

(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 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	118,5	115,8	34,4	22,5	5,1	4,9	9,6	18,2	27,8	25,4	41,6	44,8
2° trim.	4,0	2,5	134,6	155,6	38,8	22,8	5,7	4,9	16,0	52,8	28,6	28,1	45,4	47,1

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.	-92,0	-59,6	-4,7	-54,9	-32,4	2,1	-34,5	77,4	48,3	0,9	47,4	29,1	-0,8	29,9
2° trim.	-109,4	-83,5	-6,1	-77,4	-25,9	-1,5	-24,5	40,3	42,4	-1,0	43,5	-2,1	0,7	-2,9
2006 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.	-25,7	-24,1	-2,3	-21,8	-1,6	2,3	-3,9	11,9	5,8	0,3	5,6	6,0	-1,0	7,0
feb.	-36,7	-15,4	5,6	-21,0	-21,3	-0,3	-21,0	33,5	25,7	4,2	21,5	7,8	0,2	7,5
mar.	-29,6	-20,1	-8,0	-12,1	-9,5	0,1	-9,6	32,0	16,7	-3,6	20,4	15,3	-0,1	15,4
apr.	-25,3	-16,9	-1,6	-15,4	-8,4	-0,4	-7,9	17,9	13,5	-0,6	14,2	4,4	0,4	4,0
mag.	-41,3	-37,1	-3,4	-33,7	-4,2	0,1	-4,3	17,1	23,4	0,1	23,3	-6,3	0,4	-6,7
giu.	-42,8	-29,4	-1,1	-28,3	-13,4	-1,2	-12,2	5,3	5,5	-0,5	5,9	-0,2	0,0	-0,1
lug.	-12,9	-8,6	-0,7	-7,9	-4,3	0,0	-4,3	13,0	4,3	0,0	4,3	8,7	-0,2	8,9
ago.	-25,7	-18,1	-2,9	-15,2	-7,6	0,7	-8,3	17,1	6,7	-0,1	6,8	10,4	-0,2	10,6

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni				Passività	Titoli di debito										
	Attività			Passività		Obbligazioni e notes				Passività	Strumenti di mercato monetario					
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema		IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Passività
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	-19,0	1,4	-0,8	113,5	-0,7	-50,4	-42,6	-1,2	141,8	0,7	-23,3	-13,4	-5,5	21,9	
2° trim.	0,0	-4,9	-5,3	-1,5	71,5	-0,3	-65,7	-50,9	-0,5	110,9	-0,1	-13,4	-9,2	-4,5	36,9	
2006 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	-3,8	1,4	-	49,9	-0,1	-31,9	-9,9	-	34,4	0,5	-7,8	-7,9	-	17,8	
feb.	0,0	-19,0	-10,6	-	36,5	-0,1	-16,2	-9,2	-	39,8	0,1	-5,2	-2,2	-	9,0	
mar.	0,0	3,8	10,5	-	27,1	-0,6	-2,2	-23,5	-	67,6	0,2	-10,4	-3,3	-	-5,0	
apr.	0,0	1,5	-13,5	-	-11,7	0,0	-24,2	-9,1	-	35,1	0,0	-2,6	1,4	-	19,5	
mag.	0,0	-9,0	6,8	-	12,2	-0,1	-28,0	-23,3	-	36,4	0,0	-6,5	-3,7	-	17,7	
giu.	0,0	2,6	1,3	-	71,0	-0,2	-13,4	-18,5	-	39,4	-0,1	-4,3	-6,9	-	-0,3	
lug.	0,0	-1,7	-0,5	-	49,8	-0,5	-23,3	-11,5	-	14,6	0,0	-1,9	4,2	-	0,9	
ago.	0,0	9,5	-2,3	-	-27,4	0,0	-0,6	-10,4	-	21,9	0,1	10,2	10,3	-	2,1	

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.	-373,0	280,5	-5,3	5,4	7,2	5,2	1,6	-290,4	266,7	-76,5	29,7	-213,9	237,0	-84,6	-39,2	6,9
2° trim.	-191,1	232,1	-3,5	10,9	-17,5	-17,4	-0,2	-131,7	178,7	-39,3	46,1	-92,4	132,7	-38,4	3,9	42,7
2006 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.	-140,9	161,9	-1,4	3,8	4,5	1,3	-5,0	-100,6	154,6	-31,9	10,3	-68,7	144,2	-43,4	-33,4	8,4
feb.	-117,9	108,6	-3,6	-0,4	0,1	1,5	4,8	-90,0	81,5	-7,9	8,6	-82,1	72,9	-24,5	-7,6	22,8
mar.	-114,2	10,0	-0,3	2,0	2,6	2,4	1,7	-99,8	30,6	-36,7	10,8	-63,1	19,8	-16,8	1,8	-24,4
apr.	-136,5	193,4	0,6	2,9	0,5	-2,9	0,5	-127,0	165,9	-9,9	12,3	-117,1	153,7	-10,6	-3,9	24,0
mag.	-51,9	77,2	-2,5	-0,8	-5,8	-6,1	-0,3	-27,1	76,2	-6,0	24,8	-21,1	51,4	-16,5	2,2	2,1
giu.	-2,6	-38,4	-1,5	8,8	-12,1	-8,4	-0,4	22,3	-63,3	-23,4	9,0	45,7	-72,4	-11,3	5,6	16,6
lug.	-6,2	37,1	0,5	-6,7	18,0	14,1	-1,9	-38,0	48,4	-13,7	12,1	-24,3	36,3	13,3	5,5	-2,7
ago.	-26,9	86,1	-2,6	4,3	0,6	0,9	4,0	-10,0	56,9	-23,2	0,5	13,2	56,3	-14,9	-5,2	20,9

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi	Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
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 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	5,3	0,1	0,0	7,4	2,2	5,2	-0,2	0,0	1,7	-0,1
2° trim.	-3,5	0,0	10,9	-0,1	0,0	-17,1	0,3	-17,4	-0,3	0,0	-0,3	0,1

	IFM (Escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi	Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
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 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.	-282,1	-8,3	264,7	1,9	-2,2	-74,3	-35,0	-39,2	-8,1	-2,1	3,6	5,4
2° trim.	-127,1	-4,6	177,7	1,1	-2,7	-29,6	-33,5	3,9	-6,1	5,0	37,1	0,5

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

Fonte: BCE.

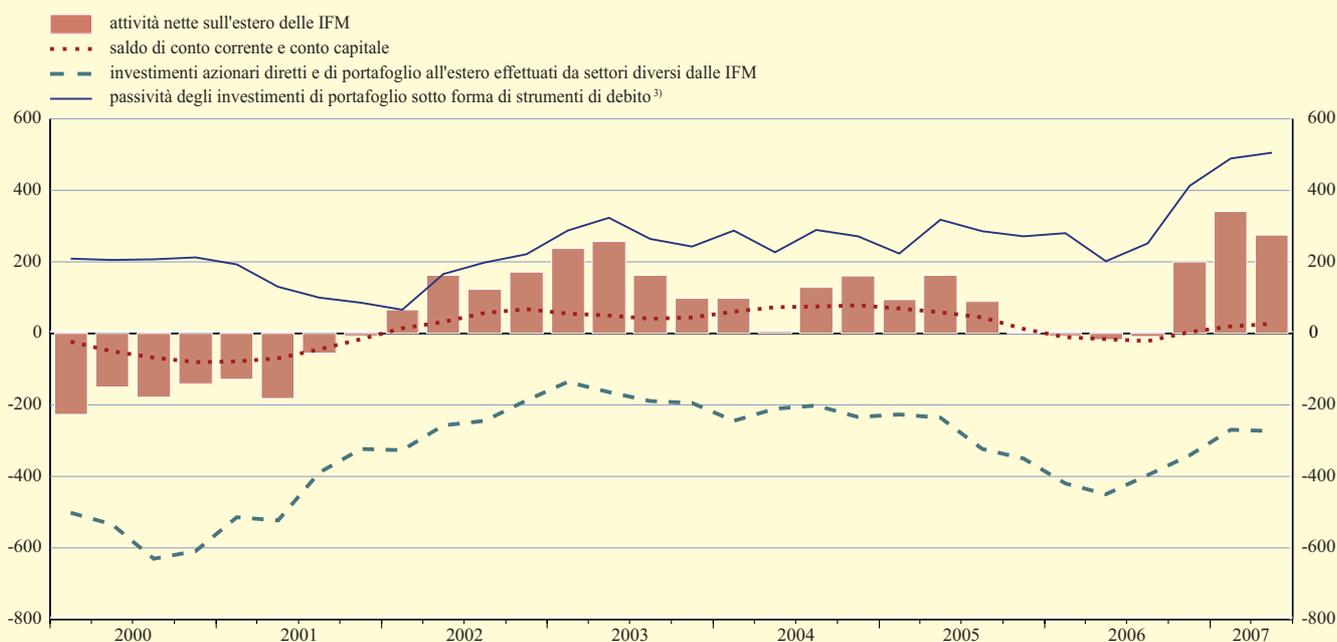
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ²⁾	Strumenti di debito ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	79,1	-139,7	91,7	-196,8	116,9	270,5	-51,0	29,7	-8,3	-58,0	134,0	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.	4,8	-74,1	53,6	-50,5	94,8	150,8	-118,5	49,9	-16,4	-9,5	89,7	102,0
2° trim.	1,2	-107,0	29,5	-59,6	60,7	117,3	-98,0	27,7	-14,1	-24,4	-0,3	-5,8
2006 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.	-1,4	-25,7	12,9	-16,3	39,9	45,7	-38,9	3,5	-4,2	-41,2	-25,8	-22,9
feb.	-2,4	-42,0	33,3	-22,0	41,1	44,3	-24,3	27,6	-7,9	0,5	48,0	40,6
mar.	8,7	-21,7	32,1	-16,3	13,7	60,7	-14,1	-22,6	-4,3	31,2	67,5	84,3
apr.	-3,0	-23,3	17,5	-21,1	-14,3	33,5	-10,1	24,5	-3,6	-37,8	-37,7	-40,2
mag.	-9,7	-38,0	16,7	-20,2	10,9	40,3	-22,4	1,8	-0,8	7,8	-13,5	-12,3
giu.	13,9	-40,5	5,4	-24,1	64,1	43,5	-23,4	16,1	-9,7	5,6	51,0	46,8
lug.	5,7	-12,2	13,2	-7,7	35,2	11,6	31,3	-4,6	-10,8	-52,8	8,8	6,0
ago.	0,9	-23,5	17,4	-2,4	-17,5	27,0	-14,4	24,9	-12,5	-53,7	-53,8	-51,7
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2007 ago.	37,6	-333,2	189,7	-204,8	244,1	524,8	-204,1	181,2	-46,8	-158,1	230,4	243,7

F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
dal 3° trim. 2006 al 2° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	2.475,7	941,8	51,3	79,0	485,3	266,2	60,1	32,6	56,0	158,8	397,1	889,4
Beni	1.449,9	528,1	33,1	53,3	229,8	211,9	0,0	17,9	34,7	82,4	198,1	588,6
Servizi	446,3	159,7	9,1	12,0	106,2	26,9	5,5	6,4	10,7	42,7	80,0	146,7
Redditi	491,1	189,4	8,6	13,1	136,5	24,9	6,4	7,7	10,3	27,8	111,4	144,6
di cui: redditi da capitale	475,0	184,0	8,5	12,9	134,8	24,7	3,1	7,6	10,2	21,3	109,9	141,9
Trasferimenti correnti	88,5	64,6	0,5	0,7	12,7	2,6	48,1	0,6	0,3	5,8	7,7	9,5
Conto capitale	26,0	20,5	0,0	0,0	0,9	0,1	19,5	0,0	0,4	0,4	0,9	3,7
Debiti												
Conto corrente	2.465,3	812,4	41,1	76,3	390,0	207,7	97,3	26,1	90,2	152,5	355,2	1.029,0
Beni	1.395,8	412,4	27,9	49,0	170,4	165,1	0,0	12,1	54,2	71,1	134,1	711,8
Servizi	405,8	131,5	7,6	9,7	84,9	29,1	0,1	5,9	7,4	31,7	87,1	142,2
Redditi	498,2	164,6	5,2	16,8	124,8	9,8	8,0	6,3	28,1	44,3	127,2	127,8
di cui: redditi da capitale	488,4	158,9	5,2	16,7	123,6	5,5	7,9	6,2	28,0	43,8	126,3	125,3
Trasferimenti correnti	165,5	103,9	0,4	0,9	9,7	3,6	89,2	1,8	0,4	5,4	6,8	47,2
Conto capitale	11,6	1,8	0,0	0,1	1,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,5	1,6	7,4
Saldo												
Conto corrente	10,4	129,5	10,2	2,7	95,3	58,6	-37,2	6,6	-34,2	6,3	42,0	-139,7
Beni	54,1	115,7	5,2	4,3	59,4	46,8	0,0	5,9	-19,5	11,3	64,0	-123,3
Servizi	40,5	28,2	1,6	2,2	21,3	-2,3	5,4	0,5	3,3	11,1	-7,1	4,5
Redditi	-7,1	24,8	3,3	-3,7	11,7	15,0	-1,6	1,4	-17,8	-16,5	-15,8	16,8
di cui: redditi da capitale	-13,5	25,1	3,3	-3,8	11,2	19,2	-4,8	1,4	-17,8	-22,5	-16,3	16,6
Trasferimenti correnti	-77,0	-39,2	0,1	-0,2	3,0	-1,0	-41,1	-1,2	-0,2	0,4	0,9	-37,7
Conto capitale	14,4	18,7	0,0	0,0	-0,3	-0,2	19,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,7	-3,7

2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 3° trim. 2006 al 2° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-187,1	-49,4	5,2	2,6	-29,0	-28,3	0,1	-18,1	2,6	-24,6	-9,8	-7,5	-80,3
All'estero	-355,2	-108,3	-0,1	-4,6	-73,0	-30,6	0,0	-25,0	-4,4	-27,3	-80,2	-35,6	-74,4
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-267,3	-83,5	-0,7	-1,7	-50,3	-30,8	0,0	-17,4	-3,1	-14,2	-66,0	-26,8	-56,4
Debito	-87,9	-24,8	0,5	-2,9	-22,7	0,2	0,0	-7,6	-1,3	-13,2	-14,2	-8,8	-18,0
Nell'area dell'euro	168,1	58,9	5,3	7,1	44,1	2,3	0,1	6,8	7,0	2,7	70,4	28,0	-5,9
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	130,0	43,1	6,9	4,9	31,7	-0,6	0,1	-0,1	2,8	1,4	57,4	20,5	5,0
Debito	38,0	15,8	-1,6	2,3	12,3	2,9	0,0	6,9	4,2	1,3	13,0	7,6	-10,8

Fonte: BCE.

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

3. Bilancia dei pagamenti: investimenti di portafoglio, attività distinte per strumento

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 3° trim. 2006 al 2° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti di portafoglio: attività	-556,4	-163,0	-15,0	-17,2	-117,3	-8,8	-4,6	-5,4	7,8	-10,0	-222,8	-97,1	-65,8
Azioni e altre partecipazioni	-84,3	-7,7	-3,1	-2,3	-0,9	-1,2	-0,2	2,5	-2,3	-7,1	-36,8	-35,9	2,9
Strumenti di debito	-472,0	-155,3	-11,9	-14,9	-116,5	-7,6	-4,5	-8,0	10,1	-2,8	-186,0	-61,2	-68,8
Obbligazioni e notes	-366,7	-120,2	-11,7	-15,4	-84,6	-4,6	-3,9	-6,9	-5,5	-1,6	-142,8	-33,3	-56,5
Strumenti di mercato monetario	-105,3	-35,1	-0,2	0,5	-31,9	-3,0	-0,6	-1,1	15,6	-1,2	-43,3	-27,9	-12,3

4. Bilancia dei pagamenti: altri investimenti distinti per settore

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
dal 3° trim. 2006 al 2° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Altri investimenti	-87,8	-188,5	-17,2	4,1	-174,7	-14,7	14,0	0,1	46,6	17,4	60,1	0,9	7,9	-32,3
Attività	-989,6	-687,3	-18,0	-3,8	-621,7	-41,0	-2,8	-0,6	17,4	-52,1	-127,8	-48,1	-8,4	-82,7
Amministrazioni pubbliche	-3,4	-9,9	-1,5	0,8	-9,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,1	0,1	-1,0	7,8
IFM	-761,9	-506,6	-15,1	-5,5	-446,1	-39,6	-0,2	2,7	9,9	-50,7	-104,7	-36,9	-7,5	-68,2
Altri settori	-224,2	-170,8	-1,4	0,9	-166,5	-1,4	-2,4	-3,3	8,0	-1,4	-23,2	-11,3	0,1	-22,3
Passività	901,8	498,8	0,9	7,9	447,1	26,3	16,8	0,6	29,2	69,5	187,9	48,9	16,3	50,4
Amministrazioni pubbliche	4,4	4,5	-0,1	0,0	-1,2	0,0	5,7	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,1	2,7	-2,2
IFM	731,6	383,3	0,6	5,2	349,3	23,3	4,8	-1,6	27,5	53,6	133,8	45,2	13,5	76,2
Altri settori	165,7	111,1	0,4	2,6	98,9	2,9	6,2	2,3	2,0	16,2	54,0	3,6	0,1	-23,6

5. Posizione patrimoniale sull'estero

(consistenze di fine periodo)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Investimenti diretti	324,1	-142,8	0,8	-17,3	-292,9	166,8	-0,2	25,2	4,7	35,3	-1,6	-13,9	-0,3	417,5
All'estero	2.710,3	957,2	33,8	81,0	651,8	190,6	0,0	76,1	68,8	241,8	558,1	316,1	0,0	492,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	2.184,8	753,5	29,7	56,8	502,1	164,9	0,0	64,9	63,6	193,8	419,2	297,1	0,0	392,8
Debito	525,4	203,7	4,1	24,2	149,6	25,7	0,0	11,2	5,2	48,1	138,9	19,0	0,0	99,4
Nell'area dell'euro	2.386,2	1.100,0	33,0	98,3	944,7	23,8	0,2	50,9	64,1	206,6	559,6	330,0	0,3	74,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.777,9	874,0	26,9	81,9	757,1	8,0	0,1	45,9	53,5	142,2	396,0	199,7	0,0	66,7
Debito	608,2	226,0	6,1	16,4	187,6	15,8	0,1	5,1	10,7	64,4	163,6	130,2	0,3	8,0
Investimenti di portafoglio: attività	3.874,9	1.202,7	61,2	119,3	861,3	90,8	70,0	83,4	270,4	122,3	1.308,8	411,5	30,8	445,0
Azioni e altre partecipazioni	1.733,6	422,4	10,9	46,5	342,4	22,6	0,0	21,7	182,4	112,1	617,1	155,6	1,4	220,9
Strumenti di debito	2.141,3	780,3	50,3	72,8	519,0	68,2	70,0	61,7	88,0	10,2	691,7	255,9	29,4	224,1
Obbligazioni e notes	1.826,7	652,8	45,9	61,6	408,2	67,2	69,9	60,2	62,4	7,8	592,5	228,7	28,7	193,7
Strumenti di mercato monetario	314,6	127,5	4,3	11,2	110,8	1,0	0,1	1,5	25,6	2,4	99,2	27,2	0,7	30,5
Altri investimenti	-304,2	-50,7	51,8	15,4	17,8	9,3	-145,0	4,5	9,4	-81,5	-13,0	-216,6	-22,8	66,4
Attività	3.664,7	1.872,1	77,0	62,0	1.618,3	105,1	9,8	21,7	92,6	209,2	510,6	354,2	41,8	562,6
Amministrazioni pubbliche	102,2	17,4	0,2	0,3	8,9	0,5	7,5	0,1	0,1	0,1	3,3	1,2	35,8	44,2
IFM	2.515,2	1.432,7	65,7	44,5	1.243,0	78,5	0,9	11,6	67,1	122,0	316,3	245,0	5,4	315,2
Altri settori	1.047,4	422,0	11,0	17,2	366,4	26,0	1,4	10,0	25,4	87,2	191,0	107,9	0,6	203,2
Passività	3.969,0	1.922,8	25,2	46,6	1.600,5	95,8	154,8	17,2	83,1	290,7	523,6	570,7	64,6	496,2
Amministrazioni pubbliche	46,5	23,7	0,0	0,3	3,3	0,0	20,1	0,0	0,8	0,1	7,4	0,2	3,3	11,1
IFM	3.180,6	1.491,7	20,0	26,3	1.270,8	74,0	100,6	12,2	55,5	243,9	400,6	518,2	60,0	398,5
Altri settori	741,9	407,4	5,2	20,0	326,4	21,8	34,0	5,0	26,8	46,7	115,6	52,3	1,4	86,6

Fonte: BCE.

7.4 Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze di fine periodo)

1. Riepilogo della posizione patrimoniale sull'estero

	Totale	Totale in percentuale del PIL	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7
Posizione patrimoniale netta verso l'estero							
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.	-1.033,5	-12,1	407,6	-1.566,2	-23,9	-182,6	331,5
2° trim.	-1.173,7	-13,6	494,9	-1.701,8	-19,9	-272,2	325,3
Attività							
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.	13.115,6	153,5	3.142,4	4.597,6	328,2	4.715,8	331,5
2° trim.	13.654,9	158,0	3.254,7	4.817,5	384,3	4.873,1	325,3
Passività							
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.	14.149,0	165,6	2.734,8	6.163,7	352,1	4.898,4	-
2° trim.	14.828,6	171,6	2.759,9	6.519,3	404,2	5.145,3	-

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	
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.	2.548,5	219,7	2.328,8	593,9	4,3	589,7	2.063,0	55,8	2.007,2	671,8	10,1	661,6
2° trim.	2.632,1	228,5	2.403,7	622,6	5,8	616,8	2.101,0	57,3	2.043,7	658,9	10,5	648,4

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)	Attività			Passività	Attività				Passività
			Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori				Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Altri settori				
1	2	3	4	5	6	7	8			9	10		11	12	13		14	15
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	138,4	37,9	1.881,9	3.063,8	10,9	859,2	14,6	1.240,9	2.790,4	8,0	325,5	5,8	71,6	309,5	
2° trim.	3,0	148,6	41,3	1.985,5	3.318,6	11,2	912,3	14,8	1.262,9	2.857,5	8,1	341,8	10,4	77,5	343,1	

Fonte: BCE.

7.4 Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

4. Altri investimenti distinti per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	105,1	0,3	14,0	50,2	39,9	10,2	44,8	0,0	46,6	3,7
2° trim.	17,5	0,3	115,8	0,3	13,7	67,1	39,6	27,5	45,0	0,0	46,2	4,3

	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	
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	70,1	3.657,9	57,3	196,6	1.031,5	588,3	443,2	153,3	141,0	786,0	100,3
2° trim.	3.256,4	71,6	3.815,4	62,7	198,7	1.043,1	621,8	421,4	159,6	147,1	843,6	109,8

5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali													Per memoria:		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite netted predefinite a breve termine di valuta estera
		Totale	In milioni di onces			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati			
							presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistema															
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 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	363,109	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
2° trim.	325,3	172,8	358,768	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	0,2	84,5	25,5	0,0	0,0	26,6	-24,6
2007 lug.	328,8	173,6	357,492	4,7	4,1	146,4	5,1	30,8	110,3	-	-	-	0,2	0,0	25,1	-26,9
ago.	330,4	175,2	357,219	4,8	4,0	146,5	6,2	28,5	111,5	-	-	-	0,2	0,0	28,5	-27,6
set.	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	-	-	-	0,4	0,0	26,2	-26,8
	delle quali detenute dalla Banca centrale europea															
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 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
2° trim.	40,5	9,4	19,442	0,4	0,0	30,7	1,2	3,0	26,5	0,0	20,7	5,8	0,0	0,0	3,2	-1,6
2007 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
ago.	40,4	9,5	19,442	0,5	0,0	30,4	1,2	2,4	26,8	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-1,0
set.	40,1	10,2	19,442	0,5	0,0	29,4	1,3	2,2	26,0	-	-	-	0,0	0,0	3,1	-0,7

Fonte: BCE.

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	-2,3	0,5	1.057,0	500,9	221,8	299,8	917,0	986,9	553,0	165,0	240,5	708,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,2	544,8	247,3	314,8	995,9	1.073,4	603,6	184,3	256,3	767,9	128,9
2005	7,8	13,5	1.239,1	590,7	270,2	334,9	1.069,9	1.225,5	704,5	208,1	276,6	842,9	186,2
2006	11,5	13,7	1.383,6	667,0	291,0	370,2	1.186,6	1.395,5	829,8	211,3	305,1	941,4	225,9
2006 1° trim.	16,3	22,9	335,1	159,4	72,0	90,7	285,1	339,2	200,2	53,9	74,4	225,7	55,7
2° trim.	9,5	14,9	340,2	163,4	71,8	91,1	290,8	346,5	205,9	53,0	75,7	232,3	57,7
3° trim.	8,3	10,6	346,4	168,7	71,6	92,1	298,3	353,1	212,2	52,0	76,4	238,0	60,1
4° trim.	12,1	7,9	361,9	175,5	75,7	96,3	312,4	356,7	211,5	52,4	78,6	245,5	52,5
2007 1° trim.	9,6	5,2	369,6	177,7	78,2	97,6	317,9	360,0	213,6	53,5	79,6	253,9	47,3
2° trim.	9,2	3,9	370,7	177,8	78,4	98,6	316,4	359,6	217,4	50,9	79,0	248,2	52,6
2007 mar.	7,1	0,6	123,3	59,4	26,1	32,5	105,9	117,7	69,7	16,7	26,5	83,3	15,3
apr.	11,3	6,1	121,8	58,6	26,2	32,3	104,4	119,2	71,9	16,7	26,3	81,6	17,2
mag.	6,8	1,6	122,9	58,7	26,0	32,7	104,2	119,1	72,4	16,9	26,0	82,0	17,6
giu.	9,6	4,2	126,0	60,5	26,2	33,5	107,8	121,2	73,1	17,3	26,7	84,6	17,9
lug.	13,8	9,8	124,9	60,3	25,6	33,3	107,4	124,1	74,5	17,6	27,0	86,0	19,1
ago.	13,1	6,7	131,0					126,6					
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	1,0	3,6	108,5	106,2	106,9	113,1	108,4	102,0	100,3	97,3	109,8	100,2	103,1
2004	9,0	6,5	117,8	115,3	120,0	118,5	118,1	108,1	104,1	109,4	117,7	108,3	105,0
2005	4,9	5,1	123,8	120,2	129,6	123,6	124,3	114,3	107,5	124,2	123,7	116,4	109,7
2006	7,7	6,1	133,6	130,2	137,0	132,5	134,2	121,3	114,5	126,0	131,9	125,7	110,2
2006 1° trim.	10,9	9,0	129,9	125,4	135,0	130,2	129,3	117,7	110,9	125,8	127,9	120,8	106,2
2° trim.	5,3	4,3	131,9	128,6	135,5	130,0	132,3	120,1	112,8	126,3	131,8	124,9	107,7
3° trim.	5,3	4,8	133,7	131,3	135,7	132,0	135,1	122,1	116,1	125,1	131,8	126,6	117,2
4° trim.	9,5	6,3	138,9	135,6	141,7	137,7	140,2	125,4	118,2	126,8	135,9	130,5	109,9
2007 1° trim.	7,8	6,2	140,9	135,5	146,0	138,4	141,6	126,1	118,4	130,2	137,2	134,1	101,5
2° trim.	6,2	3,5	139,8	134,2	145,3	138,9	139,8	124,1	118,0	125,4	135,3	131,0	105,4
2007 mar.	5,3	1,6	140,7	135,8	144,9	138,3	141,1	123,4	115,7	122,6	136,9	132,4	97,0
apr.	8,5	6,4	138,3	133,3	145,9	137,2	138,7	124,0	118,1	123,4	134,2	129,1	105,0
mag.	3,7	2,4	139,0	133,0	144,6	137,9	138,1	124,0	118,6	125,5	134,2	130,1	106,3
giu.	6,4	1,9	142,1	136,4	145,5	141,5	142,5	124,3	117,4	127,4	137,5	133,8	104,7
lug.	10,5	8,3	140,8	136,2	141,7	140,2	142,0	127,3	119,2	131,1	137,9	135,9	111,0
ago.													
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	101,3	97,1	97,3	98,4	91,8	98,9	96,3	99,6
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	137,6
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	101,6	112,9	122,6	93,3	105,6	101,5	170,5
2° trim.	4,0	10,1	103,4	103,7	98,4	107,0	101,3	113,1	124,0	91,4	104,3	101,0	174,3
3° trim.	2,8	5,6	103,8	104,8	98,0	106,5	101,7	113,4	124,1	90,6	105,3	102,2	166,5
4° trim.	2,5	1,5	104,4	105,7	99,2	106,7	102,7	111,5	121,6	90,1	105,0	102,2	155,5
2007 1° trim.	1,6	-1,0	105,1	107,0	99,5	107,6	103,4	111,9	122,5	89,5	105,4	102,8	151,6
2° trim.	2,8	0,4	106,3	108,1	100,2	108,3	104,3	113,6	125,1	88,4	106,1	102,9	162,4
2007 mar.	1,7	-1,0	105,4	107,1	100,4	107,5	103,7	112,2	122,7	88,9	105,4	102,6	153,4
apr.	2,5	-0,3	105,9	107,7	100,2	107,9	104,0	113,1	124,1	88,5	106,6	103,0	159,6
mag.	3,0	-0,8	106,3	108,1	100,2	108,7	104,3	112,9	124,3	88,0	105,7	102,7	161,1
giu.	3,0	2,2	106,6	108,6	100,3	108,3	104,5	114,7	126,8	88,6	105,9	103,1	166,5
lug.	3,0	1,4	106,6	108,5	100,8	108,8	104,6	114,6	127,3	87,9	106,6	103,1	168,2
ago.													

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (indici di volume e destagionalizzazione degli indici di valore unitario).

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

2. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone	Altri paesi asiatici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2003	1.057,0	24,8	38,6	194,6	125,2	29,2	62,9	24,8	167,0	35,1	31,2	134,7	59,4	37,8	91,6
2004	1.146,2	25,8	42,2	204,4	138,7	35,9	66,6	31,9	172,6	40,4	33,2	151,7	64,5	40,6	97,6
2005	1.239,1	29,0	45,2	203,0	158,4	43,7	70,8	34,7	185,1	43,3	34,1	166,3	73,3	46,9	105,4
2006	1.383,6	31,1	49,7	216,1	194,3	55,1	77,2	38,8	199,7	53,6	34,4	183,0	77,6	54,4	118,5
2006 1° trim.	335,1	7,6	11,7	53,2	44,9	12,5	18,3	9,6	50,0	12,8	8,8	44,4	19,3	13,2	28,9
2° trim.	340,2	7,8	12,2	53,6	47,6	12,9	18,5	9,9	49,4	12,7	8,4	44,7	19,1	13,4	29,9
3° trim.	346,4	7,8	12,7	54,8	49,6	14,2	19,5	9,7	49,6	13,6	8,6	45,5	19,2	13,5	28,1
4° trim.	361,9	8,0	13,1	54,5	52,2	15,6	20,9	9,6	50,8	14,6	8,6	48,4	20,0	14,2	31,5
2007 1° trim.	369,6	8,3	13,5	56,6	54,2	15,8	20,5	10,3	49,9	14,4	8,7	49,1	21,3	14,8	32,2
2° trim.	370,7	8,4	13,9	56,0	55,3	16,7	20,0	9,9	48,5	14,9	8,8	49,1	21,4	15,4	32,6
2007 mar.	123,3	2,7	4,5	18,7	18,2	5,4	6,7	3,5	16,3	4,8	2,9	16,3	7,2	4,9	11,2
apr.	121,8	2,8	4,4	18,5	18,1	5,4	6,6	3,3	16,5	4,8	2,9	16,2	7,1	5,3	9,9
mag.	122,9	2,8	4,7	18,3	18,4	5,6	6,7	3,3	15,4	5,1	2,9	16,2	7,1	5,0	11,3
giu.	126,0	2,7	4,8	19,2	18,7	5,7	6,7	3,3	16,5	5,0	3,0	16,7	7,2	5,1	11,3
lug.	124,9	3,0	4,8	19,2	18,9	5,8	6,7	3,3	16,3	5,0	2,9	17,0	7,4	5,2	9,4
ago.	131,0	.	.	.	.	5,8	6,8	3,5	16,5	5,1	2,9	17,3	7,5	5,4	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2006	100,0	2,3	3,6	15,6	14,0	4,0	5,6	2,8	14,4	3,9	2,5	13,2	5,6	3,9	8,6
Importazioni (c.i.f.)															
2003	986,9	23,7	36,9	138,6	109,0	47,4	50,5	19,4	110,5	74,4	52,1	142,8	68,8	39,9	72,9
2004	1.073,4	25,4	39,8	144,4	116,8	56,6	53,3	23,2	113,3	92,3	54,0	162,4	72,8	45,1	74,0
2005	1.225,5	26,3	42,2	152,4	129,3	76,2	58,0	25,5	120,0	117,9	53,0	191,4	95,9	53,7	83,6
2006	1.395,5	27,9	47,5	167,0	154,0	95,6	62,2	29,4	128,5	143,6	56,7	214,8	110,2	66,1	91,9
2006 1° trim.	339,2	6,9	11,4	41,6	35,4	24,0	14,9	6,9	31,9	33,4	14,0	53,5	27,3	15,6	22,3
2° trim.	346,5	6,8	11,4	43,0	37,3	25,5	15,4	7,4	31,6	35,2	14,1	54,1	27,2	16,3	21,1
3° trim.	353,1	7,1	12,1	41,5	39,5	24,1	16,0	7,5	32,2	35,8	14,3	54,3	27,9	16,8	24,0
4° trim.	356,7	7,0	12,6	41,0	41,8	22,0	15,9	7,6	32,8	39,3	14,2	52,9	27,8	17,4	24,4
2007 1° trim.	360,0	7,0	12,9	40,7	42,4	22,6	16,9	7,9	33,5	42,1	14,8	53,6	26,4	17,8	21,3
2° trim.	359,6	7,1	12,8	41,4	43,3	23,7	16,5	7,9	32,0	39,9	14,0	53,2	26,9	18,1	22,8
2007 mar.	117,7	2,3	4,2	13,4	14,1	7,6	5,6	2,6	10,8	14,1	4,8	17,4	8,4	5,9	6,6
apr.	119,2	2,4	4,3	13,8	14,1	8,0	5,7	2,6	10,6	13,0	4,5	17,4	8,4	6,0	8,5
mag.	119,1	2,2	4,3	13,5	14,3	7,8	5,1	2,6	10,8	13,1	4,8	17,7	8,9	6,0	7,8
giu.	121,2	2,4	4,2	14,1	14,9	7,9	5,6	2,7	10,6	13,8	4,8	18,1	9,6	6,1	6,4
lug.	124,1	2,5	4,1	14,3	14,6	8,1	5,7	2,7	10,9	14,9	4,7	18,6	9,4	6,1	7,6
ago.	126,6	.	.	.	.	7,7	5,8	2,7	10,7	14,9	5,0	18,4	9,1	6,1	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2006	100,0	2,0	3,4	12,0	11,0	6,9	4,5	2,1	9,2	10,3	4,1	15,4	7,9	4,7	6,6
Saldo															
2003	70,1	1,1	1,8	56,0	16,2	-18,2	12,4	5,4	56,6	-39,3	-20,8	-8,1	-9,4	-2,1	18,7
2004	72,8	0,4	2,4	59,9	21,9	-20,7	13,3	8,6	59,3	-51,9	-20,8	-10,7	-8,3	-4,5	23,6
2005	13,5	2,7	3,0	50,5	29,1	-32,5	12,7	9,2	65,1	-74,6	-19,0	-25,0	-22,7	-6,8	21,9
2006	-11,9	3,3	2,2	49,1	40,3	-40,5	15,0	9,4	71,2	-90,0	-22,3	-31,9	-32,6	-11,7	26,6
2006 1° trim.	-4,1	0,7	0,3	11,6	9,5	-11,6	3,4	2,7	18,1	-20,6	-5,2	-9,1	-8,0	-2,4	6,6
2° trim.	-6,3	0,9	0,8	10,6	10,3	-12,6	3,1	2,5	17,7	-22,5	-5,7	-9,4	-8,0	-2,9	8,8
3° trim.	-6,7	0,6	0,6	13,2	10,1	-9,9	3,5	2,2	17,3	-22,1	-5,7	-8,8	-8,7	-3,2	4,2
4° trim.	5,2	1,0	0,5	13,6	10,5	-6,4	4,9	2,0	18,0	-24,7	-5,6	-4,5	-7,8	-3,3	7,1
2007 1° trim.	9,6	1,3	0,6	15,9	11,8	-6,9	3,6	2,4	16,4	-27,7	-6,1	-4,5	-5,1	-3,0	10,9
2° trim.	11,1	1,3	1,1	14,5	12,0	-7,0	3,5	2,0	16,5	-25,0	-5,2	-4,1	-5,5	-2,8	9,8
2007 mar.	5,6	0,4	0,3	5,3	4,1	-2,2	1,2	0,9	5,5	-9,3	-1,9	-1,0	-1,2	-1,0	4,6
apr.	2,6	0,4	0,2	4,6	4,1	-2,5	0,9	0,7	5,9	-8,2	-1,6	-1,2	-1,4	-0,7	1,4
mag.	3,8	0,6	0,4	4,8	4,1	-2,2	1,5	0,7	4,6	-8,0	-1,8	-1,5	-1,8	-1,0	3,5
giu.	4,7	0,3	0,6	5,1	3,8	-2,3	1,0	0,6	5,9	-8,8	-1,8	-1,4	-2,4	-1,0	4,9
lug.	0,8	0,5	0,6	5,0	4,4	-2,4	1,1	0,6	5,4	-9,9	-1,8	-1,6	-2,0	-0,9	1,8
ago.	4,3	.	.	.	.	-1,9	1,0	0,8	5,7	-9,8	-2,0	-1,1	-1,6	-0,8	.

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



TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-24						TCE-44	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	104,3	105,1	104,2	103,5	101,0	103,7	111,2	105,6
2005	103,3	104,2	102,5	102,3	99,4	102,1	109,7	103,7
2006	103,6	104,5	102,9	102,3	99,8	101,7	110,0	103,4
2006 3° trim.	104,5	105,4	103,7	103,0	101,2	102,7	111,2	104,5
4° trim.	104,6	105,4	104,1	103,2	99,7	101,0	111,3	104,3
2007 1° trim.	105,5	106,1	104,5	104,0	99,8	102,2	112,0	104,8
2° trim.	107,1	107,7	104,6	105,4	101,1	103,2	113,5	106,0
3° trim.	107,6	108,2	104,8	.	.	.	114,1	106,4
2006 ott.	103,9	104,7	103,4	-	-	-	110,4	103,6
nov.	104,5	105,3	103,9	-	-	-	111,1	104,2
dic.	105,5	106,1	104,9	-	-	-	112,3	105,0
2007 gen.	104,9	105,6	104,4	-	-	-	111,5	104,3
feb.	105,4	106,1	104,5	-	-	-	111,9	104,6
mar.	106,1	106,7	104,6	-	-	-	112,7	105,4
apr.	107,1	107,8	105,0	-	-	-	113,7	106,3
mag.	107,3	107,9	104,5	-	-	-	113,6	106,1
giu.	106,9	107,4	104,2	-	-	-	113,1	105,6
lug.	107,6	108,2	104,6	-	-	-	113,9	106,3
ago.	107,1	107,7	104,5	-	-	-	113,7	106,1
set.	108,2	108,8	105,4	-	-	-	114,7	107,0
ott.	109,4	110,0	106,6	-	-	-	115,7	107,8
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2007 ott.	1,1	1,1	1,1	-	-	-	0,9	0,8
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2007 ott.	5,3	5,0	3,0	-	-	-	4,8	4,1

F35 Tassi di cambio effettivi

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

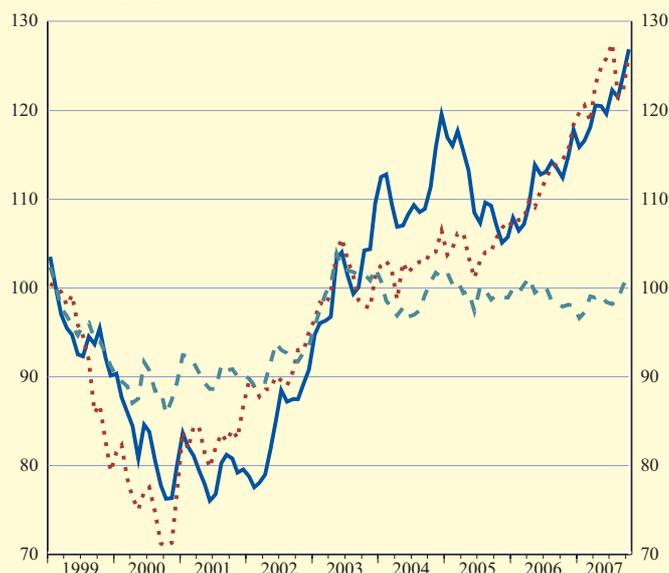
— TCE-24 nominale
 - - - TCE-24 reale IPC



F36 Tassi di cambio bilaterali

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

— USD/EUR
 - - - JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1,422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1,273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1,198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
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
3° trim.	7,4446	9,2639	0,68001	1,3738	161,90	1,6473	1,274,31	10,7250	2,0841	1,4374	7,9175	1,6229
2007 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
set.	7,4506	9,2835	0,68887	1,3896	159,82	1,6475	1,291,46	10,8151	2,1009	1,4273	7,8306	1,6445
ott.	7,4534	9,1735	0,69614	1,4227	164,95	1,6706	1,301,67	11,0327	2,0849	1,3891	7,6963	1,5837
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 ott.	0,0	-1,2	1,1	2,4	3,2	1,4	0,8	2,0	-0,8	-2,7	-1,7	-3,7
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 ott.	0,0	-0,9	3,5	12,8	10,2	5,1	8,3	12,4	4,7	-2,4	-8,3	-5,4
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno ¹⁾	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	40,022	1,9533	40,510	
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	
2006	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	
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	
3° trim.	27,941	15,6466	0,58417	0,6988	3,4528	251,82	0,4293	3,7900	33,579	1,9558	3,2321	
2007 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	
set.	27,573	15,6466	0,58420	0,7021	3,4528	253,33	0,4293	3,7891	33,829	1,9558	3,3481	
ott.	27,335	15,6466	0,58420	0,7030	3,4528	251,02	0,4293	3,7062	33,624	1,9558	3,3537	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 ott.	-0,9	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,9	0,0	-2,2	-0,6	0,0	0,2	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 ott.	-3,4	0,0	1,3	1,0	0,0	-6,0	0,0	-5,0	-8,6	0,0	-4,7	
	Yuan renminbi cinese ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandese	Rupia indonesiana ²⁾	Ringgit malese ²⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino ²⁾	Rublo russo ²⁾	Rand sud africano	Bath thailandese ²⁾	Nuova lira turca ²⁾	
	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	
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	
3° trim.	10,3834	7,3080	86,71	12.705,62	4,7608	1,8508	63,035	35,0350	9,7645	43,220	1,7685	
2007 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	
set.	10,4533	7,3134	88,59	12.927,37	4,8249	1,9358	63,911	35,1723	9,8912	44,570	1,7536	
ott.	10,6741	7,3284	86,30	12.945,80	4,8005	1,8739	62,894	35,4008	9,6371	44,898	1,7089	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 ott.	2,1	0,2	-2,6	0,1	-0,5	-3,2	-1,6	0,6	-2,6	0,7	-2,6	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 ott.	7,1	-0,9	0,0	11,9	3,5	-1,7	-0,2	4,5	-0,1	-4,6	-8,4	

Fonte: BCE.

- 1) I dati precedenti a luglio 2005 si riferiscono al leu romeno; un nuovo leu romeno equivale a diecimila lei romeni.
- 2) Per queste valute la BCE pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° aprile 2005; i dati precedenti vanno intesi come indicativi.
- 3) I dati precedenti al gennaio 2005 si riferiscono alla lira turca; una nuova lira turca equivale a un milione di lire turche.



INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Romania	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
IACP														
2005	6,0	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	9,1	2,8	0,8	2,1
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	2,2	6,6	3,8	4,0	2,6	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
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
3° trim.	9,0	2,7	1,0	6,7	2,3	10,4	5,9	7,3	0,4	2,4	5,1	1,4	1,4	1,8
2007 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
ago.	9,3	2,6	0,9	6,1	2,2	10,2	5,6	7,1	0,6	2,1	5,0	1,2	1,2	1,8
set.	11,0	2,8	1,2	7,5	2,3	11,5	7,1	6,4	0,9	2,7	6,1	1,7	1,6	1,8
ott.	.	.	.	8,7	2,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL														
2004	2,3	-3,0	1,9	1,8	-4,1	-1,0	-1,5	-6,5	-4,9	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,4
2005	2,0	-3,5	4,6	1,9	-2,4	-0,4	-0,5	-7,8	-3,1	-4,3	-1,4	-2,8	2,4	-3,3
2006	3,2	-2,9	4,6	3,6	-1,2	-0,3	-0,6	-9,2	-2,5	-3,8	-1,9	-3,7	2,5	-2,7
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL														
2004	37,9	30,4	44,0	5,1	70,2	14,5	19,4	59,4	72,7	45,7	18,8	41,4	52,4	40,4
2005	29,2	30,2	36,3	4,4	69,1	12,5	18,6	61,6	70,8	47,1	15,8	34,2	52,2	42,1
2006	22,8	30,1	30,3	4,0	65,2	10,6	18,2	65,6	64,7	47,6	12,4	30,4	47,0	43,2
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo														
2007 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	4,23	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
ago.	4,79	4,48	4,39	-	4,44	5,32	4,80	6,80	4,94	5,68	6,93	4,65	4,25	5,19
set.	4,44	4,54	4,36	-	4,45	5,21	4,72	6,67	4,85	5,69	6,93	4,64	4,22	5,05
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo														
2007 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	4,48	4,78	6,92	4,34	3,78	6,02
ago.	4,80	3,28	4,66	4,94	4,43	7,99	5,25	7,83	4,36	4,91	6,69	4,33	3,96	6,42
set.	5,25	3,46	4,85	5,21	4,31	11,06	5,59	7,72	4,37	5,09	6,82	4,32	4,22	6,65
PIL a prezzi costanti														
2005	6,2	6,5	3,1	10,2	3,9	10,6	7,9	4,1	3,1	3,6	4,2	6,0	2,9	1,8
2006	6,1	6,4	3,5	11,2	3,8	11,9	7,7	3,9	3,2	6,2	7,7	8,3	4,2	2,8
2007 1° trim.	6,2	6,2	2,7	10,1	4,0	11,2	7,7	2,6	3,5	6,8	6,0	9,0	3,4	3,1
2° trim.	6,6	6,0	0,6	7,6	3,8	11,0	7,6	1,6	3,7	6,7	5,6	9,4	3,2	3,1
3° trim.	.	.	.	.	.	.	11,6	.	.	.	.	.	.	.
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL														
2005	-11,0	-1,5	4,5	-9,3	-5,4	-11,2	-5,9	-6,0	-5,5	-1,3	-7,9	-8,6	7,0	-2,3
2006	-15,1	-2,8	2,6	-13,2	-5,8	-21,1	-9,6	-5,9	-3,7	-2,6	-10,4	-8,4	6,5	-3,2
2006 4° trim.	-24,5	-4,8	1,2	-14,1	-25,4	-26,0	-10,5	-4,1	-4,0	-3,3	-10,7	-7,3	7,3	-3,8
2007 1° trim.	-27,2	2,1	-2,1	-21,1	-13,2	-24,4	-12,2	-5,0	-10,1	-2,4	-16,8	0,1	9,6	-3,6
2° trim.	-18,2	-4,8	2,8	-12,9	-6,2	-22,7	-14,6	-6,6	-4,7	-4,2	-16,3	-7,9	5,0	-2,4
Costo del lavoro per unità di prodotto														
2005	2,4	-0,7	1,0	2,6	1,3	15,2	5,9	3,1	0,3	0,3	.	0,5	0,6	3,9
2006	4,5	1,0	2,1	8,0	0,1	14,0	8,5	.	0,5	.	.	1,2	-0,4	2,5
2006 4° trim.	7,1	1,8	3,4	11,2	-	-	10,8	-	0,5	-	-	0,6	0,1	1,8
2007 1° trim.	14,6	3,1	4,5	16,0	-	-	4,6	-	-0,3	-	-	0,3	4,5	0,5
2° trim.	13,2	2,6	5,5	20,1	-	-	7,7	-	-0,2	-	-	-0,6	3,9	2,5
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,2	7,2	7,3	17,7	7,1	16,3	7,4	4,8
2006	8,9	7,1	3,9	5,9	4,6	6,9	5,6	7,4	7,3	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2007 1° trim.	7,7	5,8	3,9	4,9	4,0	6,3	4,7	7,3	6,6	10,9	6,4	11,3	6,5	5,4
2° trim.	7,0	5,6	3,7	5,2	3,9	5,8	4,3	7,2	6,4	9,9	6,7	11,3	6,1	5,3
3° trim.	6,5	5,3	3,3	5,6	3,8	5,4	4,2	7,3	6,3	9,1	7,2	11,1	5,7	.
2007 giu.	6,8	5,5	3,7	5,2	3,8	5,7	4,2	7,2	6,4	9,6	6,7	11,3	5,8	5,3
lug.	6,7	5,4	3,3	5,4	3,9	5,5	4,3	7,3	6,3	9,4	7,2	11,2	5,6	5,3
ago.	6,5	5,3	3,3	5,5	3,8	5,4	4,1	7,3	6,3	9,1	7,2	11,1	5,7	.
set.	6,3	5,2	3,2	5,7	3,7	5,2	4,1	7,3	6,3	8,8	7,2	11,1	5,8	.
ott.	.	.	.	.	3,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone

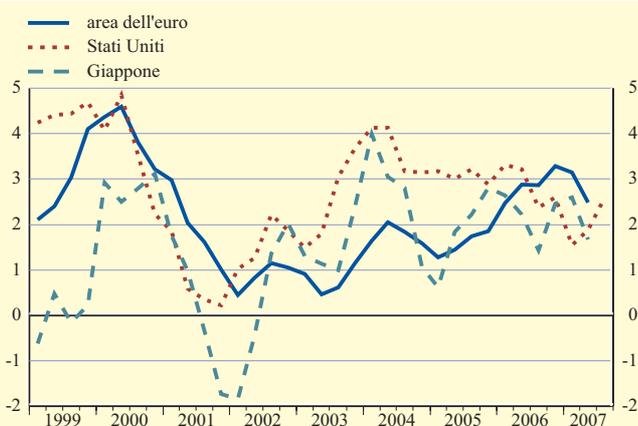
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2003	2,3	0,8	2,5	1,3	6,0	7,0	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	-0,1	3,6	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	-0,5	3,1	4,0	5,1	4,4	3,56	4,28	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	5,0	4,6	4,8	5,19	4,79	1,2556	-2,6	48,7
2006 3° trim.	3,3	-3,9	2,4	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	-2,9	48,6
4° trim.	1,9	0,4	2,6	3,6	4,5	4,9	5,37	4,63	1,2887	-2,1	48,7
2007 1° trim.	2,4	0,9	1,5	2,3	4,5	5,4	5,36	4,68	1,3106	-3,0	49,7
2° trim.	2,7	3,7	1,9	2,0	4,5	6,2	5,36	4,84	1,3481	-2,6	48,7
3° trim.	2,4	.	2,6	1,9	4,6	6,4	5,45	4,74	1,3738	.	.
2007 giu.	2,7	-	-	1,9	4,5	6,0	5,36	5,11	1,3419	-	-
lug.	2,4	-	-	2,3	4,6	6,0	5,36	5,01	1,3716	-	-
ago.	2,0	-	-	1,6	4,6	6,6	5,48	4,68	1,3622	-	-
set.	2,8	-	-	1,6	4,7	6,7	5,49	4,51	1,3896	-	-
ott.	.	-	-	.	4,7	.	5,15	4,52	1,4227	-	-
Giappone											
2003	-0,2	-3,9	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,9	151,4
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-6,2	157,6
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-6,4	164,2
2006	0,2	-2,6	2,2	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2006 3° trim.	0,6	-2,8	1,4	5,6	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
4° trim.	0,3	-3,6	2,5	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	.	1,7	2,4	3,8	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
3° trim.	-0,1	.	.	2,7	3,8	1,9	0,89	1,72	161,90	.	.
2007 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.	-0,2	.	-	4,4	3,8	1,8	0,92	1,65	159,05	-	-
set.	-0,2	.	-	0,8	4,0	1,7	0,99	1,61	159,82	-	-
ott.	.	-	-	.	.	.	0,97	1,66	164,95	-	-

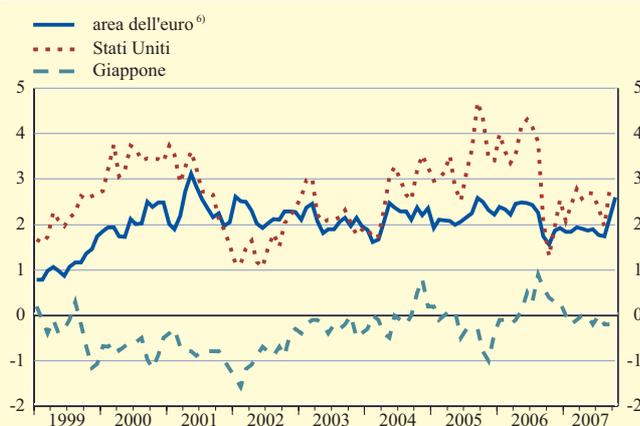
F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.
- 2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F14	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	S45
F26	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F30	Saldi di conto corrente	S60
F31	Investimenti diretti e di portafoglio	S60
F32	Conto dei beni	S61
F33	Conto dei servizi	S61
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S65
F35	Tassi di cambio effettivi	S72
F36	Tassi di cambio bilaterali	S72
F37	PIL a prezzi costanti	S75
F38	Indici dei prezzi al consumo	S75



NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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

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

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t , cioè a_t , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

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

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette ³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.
- 2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

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

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

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

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

L'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 (accreditamento/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 riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

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

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

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

$$(o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industria-

⁴⁾ Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.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). 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.

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 7 novembre 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 monetarie¹⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10²⁾.

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

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'accredito 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'accredito netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività). La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere pre i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, gli Euro 12 più la Slovenia) per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle

quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine.

Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema. I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti

nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a "zero coupon" e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passività, colonna 21).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente vende o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Le transazioni includono la quotazione in borsa per la prima volta di un soggetto emittente così come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati

in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria. Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile della BCE dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999 la colonna 1 riporta l'indice medio *overnight* dell'euro (Eonia). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i rendimenti dei titoli di Stato per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Fino al dicembre 1998 i rendimenti a due, tre, cinque e sette anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a dieci anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato. Fino

al dicembre 1998 i rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali, ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza. Per gli Stati Uniti e il Giappone, i rendimenti a dieci anni sono medie nel periodo indicato.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla Classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC stagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

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

riguardante le statistiche a breve termine³⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001⁴⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-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 lavoro⁵⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003⁶⁾. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2

3) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

4) G.U. L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

5) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

6) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-cartta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

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

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

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

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati

annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000⁷⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno

7) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

2002⁸⁾ sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle Banche Centrali Nazionali.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)⁹⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹⁰⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incre-

mento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 5 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Al momento non è possibile, invece, ottenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area. Nelle tavole 6 e 7 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p.: le transazioni di b.d.p. che riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati dalle statistiche bancarie e monetarie (colonna

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.

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). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta una scomposizione geografica della b.d.p. (tavole da 1 a 4) e della posizione patrimoniale verso l'estero (Tavola 5) dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione fra Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro e aree o paesi esterni all'Unione Europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le tavole da 1 a 4 contengono le transazioni cumulate di b.d.p. negli ultimi quattro trimestri; la tavola 5 presenta una scomposizione geografica della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine dell'anno scorso. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.4 sono redatte sulla base delle posizioni nei confronti dei non residenti nell'area, considerando l'area dell'euro come

una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio. La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella sezione 7.5, insieme ai corrispondenti dati per la BCE. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione geografica (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina continentale non comprende Hong Kong.

Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce “beni” delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.3). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo

1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-24 è composto dai 14 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-44 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-24, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Islanda, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

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

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

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

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾



13 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

14 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 25 a 30 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2005. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2005. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

**3 FEBBRAIO, 3 MARZO, 7 APRILE, 4 MAGGIO,
2 GIUGNO, 7 LUGLIO, 4 AGOSTO,
1° SETTEMBRE, 6 OTTOBRE
E 3 NOVEMBRE 2005**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

1 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,25 per cento, con effetto

dall'operazione con regolamento il 6 dicembre 2005. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 3,25 e all'1,25 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2005.

16 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 30 a 40 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2006. Tale incremento tiene conto di due fattori: in primo luogo, ci si attende che le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro aumenteranno ulteriormente nel 2006; in secondo luogo, l'Eurosistema ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2007.

12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2004, cfr. le pagine 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE, le pagine 231-232 del Rapporto Annuale 2001 della BCE, la pagina 246 del Rapporto Annuale 2002 della BCE, le pagine 229-230 del Rapporto Annuale 2003 della BCE e le pagine 227-228 del Rapporto Annuale 2004 della BCE.

2 MARZO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

6 APRILE E 4 MAGGIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

8 GIUGNO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

6 LUGLIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

3 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

31 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

5 OTTOBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'11 ottobre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dall'11 ottobre 2006.

2 NOVEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

7 DICEMBRE 2006

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

21 DICEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare, da 40 a 50 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2007. Tale incremento tiene conto dei seguenti aspetti: le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro sono cresciute marcatamente negli ultimi anni e ci si attende che aumentino ulteriormente nel 2007. L'Eurosistema, pertanto, ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2008.

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE E 8 NOVEMBRE 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.



DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2006



Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2006. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra agosto 2007 e ottobre 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.

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.
Andamenti a lungo termine dei prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro: principali profili e determinanti, ottobre 2007.
Il sistema delle garanzie del Federal Reserve System, della Banca del Giappone e dell'Eurosistema, ottobre 2007.
La circolazione e l'offerta di banconote in euro. I lavori preparatori per la seconda serie di banconote, ottobre 2007.
Cambiamenti strutturali e concentrazione del mercato azionario: implicazioni per l'efficienza del sistema finanziario e per la politica monetaria, novembre 2007.
L'introduzione di statistiche sui conti trimestrali per settore relative all'area dell'euro, novembre 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. Drçviņa, 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 challenges*, di U. Baumann e F. Di Mauro, marzo 2007.
- 56 *Assessing fiscal soundness: theory and practice*, di N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother e J. P. Vidal, marzo 2007.
- 57 *Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe*, di S. Herrmann e E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 *Long-term growth prospects for the Russian economy*, di R. Beck, A. Kamps e E. Mileva, marzo 2007.
- 59 *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience*, di C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler e T. Rautanen, aprile 2007.
- 60 *Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa*, di U. Böwer, A. Geis e A. Winkler, aprile 2007.
- 61 *Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach*, di O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini e T. Zumer, aprile 2007.
- 62 *Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective*, di J. A. Garcia e A. van Rixtel, giugno 2007.
- 63 *Corporate finance in the euro area – including background material*, a cura della Task Force del Monetary Policy Committee del SEBC, giugno 2007.
- 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.
- 72 *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, di P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou, M. Lo Duca e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 73 *Reserve accumulation: objective or by-product?*, di J. O. de Beaufort Wijnholds e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 74 *Analysis of revisions to general economic statistics*, di H. C. Dieden e A. Kanutin, settembre 2007.
- 75 *The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area*, a cura di P. Moutot e con il coordinamento di D. Gerdesmeier, A. Lojschová and J. von Landesberger, ottobre 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

- 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. Brûha 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. Déés 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.
- 807 *Cross-border lending contagion in multinational banks*, di A. Derviz e J. Podpiera, settembre 2007.
- 808 *Model misspecification, the equilibrium natural interest rate and the equity premium*, di O. Tristani, settembre 2007.
- 809 *Is the new Keynesian Phillips curve flat?*, di K. Kuester, G. J. Müller e S. Stoelting, settembre 2007.
- 810 *Inflation persistence: euro area and new EU Member States*, di M. Franta, B. Saxa e K. Šmídková, settembre 2007.
- 811 *Instability and non-linearity in the euro area Phillips curve*, di A. Musso, L. Stracca e D. van Dijk, settembre 2007.
- 812 *The uncovered return parity condition*, di L. Cappiello e R. A. De Santis, settembre 2007.
- 813 *The role of the exchange rate for adjustment in boom and bust episodes*, di R. Martin, L. Schuknecht e I. Vansteenkiste, settembre 2007.
- 814 *Choice of currency in bond issuance and the international role of currencies*, di N. Siegfried, E. Simeonova e C. Vespro, settembre 2007.
- 815 *Do international portfolio investors follow firms' foreign investment decisions?*, di R. A. De Santis e P. Ehling, settembre 2007.
- 816 *The role of credit aggregates and asset prices in the transmission mechanism: a comparison between the euro area and the United States*, di S. Kaufmann e M. T. Valderrama, settembre 2007.
- 817 *Convergence and anchoring of yield curves in the euro area*, di M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. S. Gürkaynak e E. T. Swanson, ottobre 2007.
- 818 *Is the time ripe for price level path stability?*, di V. Gaspar, F. Smets e D. Vestin, ottobre 2007.
- 819 *Proximity and linkages among coalition participants: a new voting power measure applied to the International Monetary Fund*, di J. Reynaud, C. Thimann e L. Gatarek, ottobre 2007.
- 820 *What do we really know about fiscal sustainability in the EU? A panel data diagnostic*, di A. Afonso e C. Rault, ottobre 2007.
- 821 *The social value of public information: testing the limits to transparency*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, ottobre 2007.
- 822 *Exchange rate pass-through to trade prices: the role of non-linearities and asymmetries*, di M. Bussière, ottobre 2007.
- 823 *Modelling Ireland's exchange rates: from EMS to EMU*, di D. Bond, M. J. Harrison e E. J. O'Brien, ottobre 2007.
- 824 *Evolving US monetary policy and the decline of inflation predictability*, di L. Benati e P. Surico, ottobre 2007.
- 825 *What can probability forecasts tell us about inflation risks?*, di J. A. García e A. Manzanares, ottobre 2007.
- 826 *Risk-sharing, finance and institutions in international portfolios*, di M. Fratzscher e J. Imbs, ottobre 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.

EU banking structures, ottobre 2007.

TARGET2-Securities progress report, ottobre 2007 (disponibile solo online).

Fifth progress report on TARGET2 e relativi allegati; All.1: Information guide for TARGET2 users (version 1.0), All. 2: User information guide to TARGET2 pricing e All. 3: TARGET2 compensation scheme, claim form, ottobre 2007 (disponibile solo online).

OPUSCOLI INFORMATIVI

The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, maggio 2006.

TARGET2 – Securities brochure, settembre 2006.

The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market, novembre 2006.

A single currency: an integrated market infrastructure, settembre 2007.



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).

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.