



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

ECB EZB EKT EKP

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

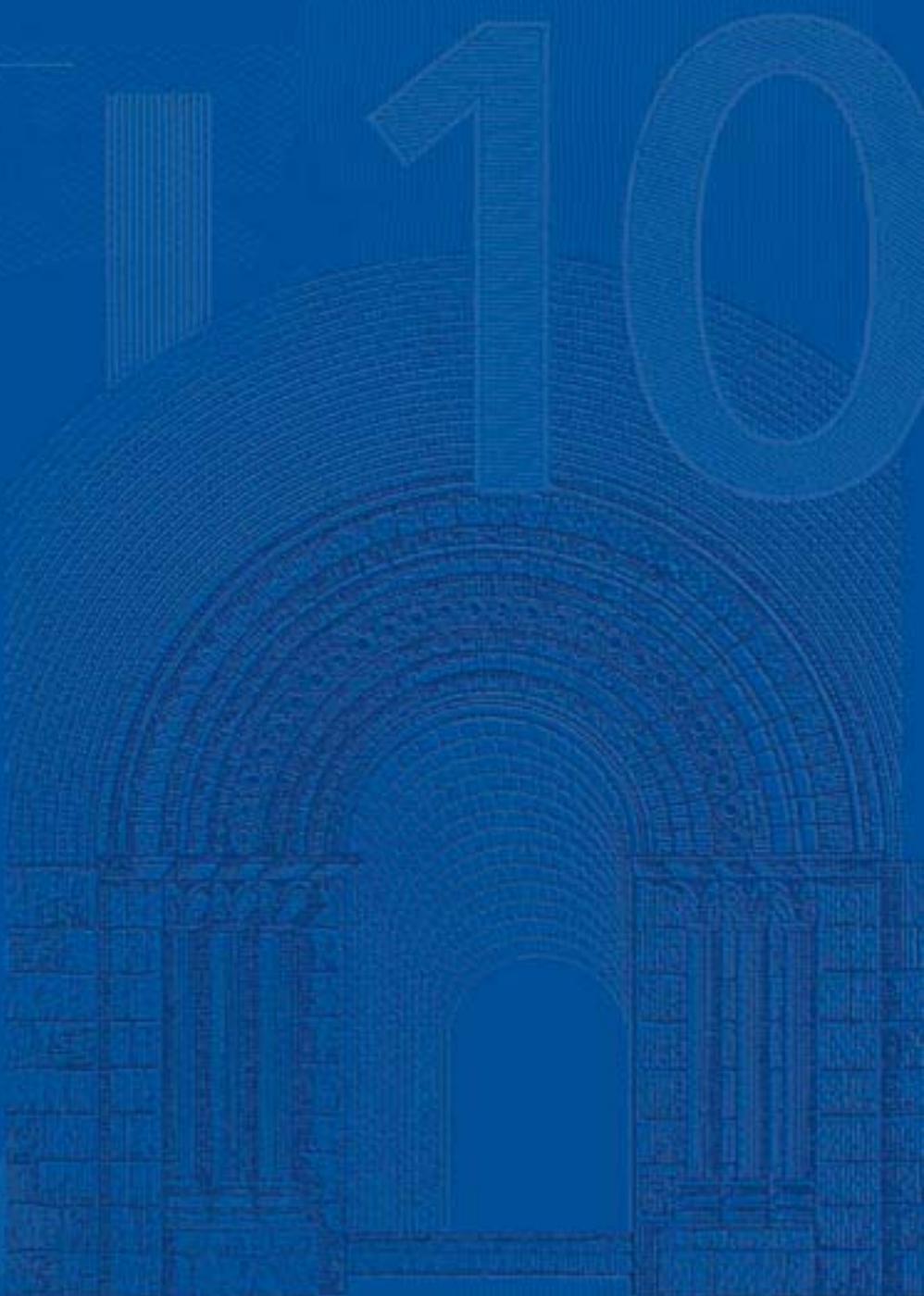
09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008

BOLLETTINO MENSILE  
GENNAIO





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE GENNAIO 2008

Nel 2008 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
saranno caratterizzate  
da un motivo tratto  
dalla banconota  
da 10 euro

© Banca Centrale Europea, 2008

**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

*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 9 gennaio 2008.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di gennaio 2008  
presso il Centro Stampa  
della Banca d'Italia in Roma.*



# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>	<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>		<b>ALLEGATI</b>	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	15	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2007	III
Prezzi e costi	37	Glossario	IX
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	44		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	54		
<b>Riquadri:</b>			
1 Le recenti operazioni di liquidità e il loro impatto sugli aggregati monetari	16		
2 Rassegna delle statistiche in materia di pagamenti e di negoziazione, compensazione e regolamento in titoli	27		
3 Andamenti recenti e futuri dell'inflazione armonizzata: il ruolo degli effetti base	42		
4 Evoluzione della produttività del lavoro nell'area dell'euro: risultati tratti dall'ultima pubblicazione della banca dati EU KLEMS	49		
5 L'area dell'euro dopo l'ingresso di Cipro e Malta	56		
6 Andamenti recenti della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	61		
<b>ARTICOLI</b>			
Andamento della produttività e politica monetaria	65		
Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro	79		
L'esperienza dell'eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso	95		

## 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 del 10 gennaio 2008, 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 6 dicembre 2007, indicano il perdurare di forti pressioni al rialzo sull'inflazione nel breve termine; in dicembre il tasso di crescita dello IAPC si è mantenuto al 3,1 per cento. Nel medio periodo, in un contesto caratterizzato da un'espansione molto vigorosa di moneta e credito, la valutazione dell'esistenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi ha trovato piena conferma. Il Consiglio direttivo resta pronto a intervenire in via preventiva al fine di evitare il concretizzarsi di effetti di secondo impatto e rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine e, quindi, far sì che le aspettative d'inflazione di medio e lungo periodo rimangano saldamente ancorate su livelli in linea con la stabilità dei prezzi. Alla luce del suo mandato, l'ancoraggio delle aspettative riveste la massima priorità per il Consiglio direttivo. Le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro sono solide. Tuttavia, la rivalutazione del rischio in atto nei mercati finanziari è tuttora accompagnata da incertezza riguardo al potenziale impatto sull'economia reale; le prospettive per l'attività economica sono inoltre soggette a rischi al ribasso. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti delle prossime settimane.

Per quanto concerne innanzitutto l'analisi economica, le ultime informazioni suggeriscono che al volgere dell'anno la crescita sul trimestre precedente sia proceduta a ritmi più moderati rispetto al tasso dello 0,8 per cento osservato nel terzo trimestre del 2007 (precedentemente stimato allo 0,7 per cento). Tale valutazione è in linea con gli indicatori del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori; seppure in calo negli ultimi mesi, in generale i loro livelli continuano a segnalare il perdurare della crescita.

Secondo il Consiglio direttivo lo scenario principale è ancora rappresentato da un'espansione del PIL in termini reali sostanzialmente in linea con quella del prodotto potenziale. Le variabili

economiche fondamentali dell'area dell'euro sono solide, la redditività delle imprese è stata consistente, l'occupazione è cresciuta a ritmi sostenuti e i tassi di disoccupazione sono scesi a livelli che non si registravano da un quarto di secolo. L'aumento dei consumi dovrebbe pertanto seguire a contribuire all'espansione economica, in linea con il reddito disponibile reale, e la crescita degli investimenti dovrebbe ancora favorire tale andamento. Presupponendo che l'economia mondiale evidenzii nel complesso capacità di tenuta, e dunque che il rallentamento dell'economia statunitense venga mitigato dal persistente vigore dei mercati emergenti, la domanda esterna dovrebbe continuare a sostenere le esportazioni dell'area dell'euro.

Ciò detto, l'incertezza riguardo alle prospettive di crescita resta elevata e i rischi per l'attività economica sono al ribasso. Questi ultimi sono connessi principalmente alla possibilità che la rivalutazione del rischio in atto nei mercati finanziari abbia ricadute più estese del previsto sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia, esercitando un impatto negativo sulla crescita a livello mondiale e nell'area dell'euro. Ulteriori rischi al ribasso derivano da potenziali nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime, dai timori di spinte protezionistiche e da eventuali andamenti disordinati legati agli squilibri mondiali.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per dicembre 2007 un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 3,1 per cento sui dodici mesi, invariato rispetto a novembre. Ciò conferma l'esistenza di forti pressioni al rialzo sull'inflazione nel breve periodo, riconducibili principalmente ai forti aumenti dei prezzi del petrolio e dei beni alimentari registrati negli ultimi mesi.

In prospettiva, ci si attende che il tasso di inflazione misurato sullo IAPC si mantenga su livelli significativamente superiori al 2 per cento nei prossimi mesi, per poi probabilmente registrare una graduale moderazione nel corso del 2008. Di conseguenza, la temporanea fase di elevata inflazione risulterebbe in certa misura più pro-

lungata rispetto all'orizzonte prospettato in precedenza. Va altresì rilevato che le attese di una moderazione dell'inflazione, insite nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2007 elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, si basano sull'ipotesi di una qualche inversione di tendenza dei prezzi delle materie prime dai recenti rincari, in linea con le informazioni attualmente desumibili dai contratti *future*; un aspetto ancor più sostanziale è inoltre che le recenti dinamiche dei prezzi petroliferi e alimentari e la loro incidenza sull'inflazione al consumo non esercitano effetti di secondo impatto generalizzati sul processo di determinazione dei salari e dei prezzi.

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 una crescita salariale più vigorosa rispetto alle attese correnti, tenendo conto dei vincoli di capacità e dei positivi andamenti nei mercati del lavoro. Inoltre, il potere delle imprese nel determinare i prezzi, segnatamente in segmenti di mercato a bassa concorrenza, potrebbe risultare maggiore del previsto. Al momento, è indispensabile che tutte le parti coinvolte mostrino senso di responsabilità e che siano evitati effetti di secondo impatto sul processo di formazione dei salari e dei prezzi connessi agli attuali tassi di inflazione. Il Consiglio direttivo ritiene che ciò sia assolutamente essenziale al fine di preservare la stabilità dei prezzi nel medio periodo e quindi il potere di acquisto di tutti i cittadini dell'area dell'euro. Esso segue con particolare attenzione le trattative salariali nei paesi dell'area. Occorre eliminare qualsiasi forma di indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi. Infine, potrebbero manifestarsi ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli in prosecuzione della forte tendenza al rialzo osservata negli ultimi mesi, nonché incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette in aggiunta a quelli previsti finora.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Negli ultimi mesi è infatti proseguita la forte crescita della moneta e del

credito. È probabile che a novembre il tasso di incremento di M3 sui dodici mesi, rimasto invariato al 12,3 per cento, abbia risentito di una serie di fattori di carattere temporaneo, quali l'appiattimento della curva dei rendimenti, la turbolenza dei mercati finanziari e operazioni specifiche connesse alla ristrutturazione di alcuni gruppi bancari. Nondimeno, pur tenendo conto dei fattori straordinari, il ritmo di espansione di fondo della moneta resta vigoroso. Inoltre, la crescita sostenuta del credito al settore privato, che a novembre è stata pari all'11,0 per cento sui dodici mesi, indica il perdurare di una vivace dinamica monetaria di fondo. Gli andamenti della moneta continuano a richiedere un'osservazione molto attenta, nell'ottica sia di individuare le tendenze di fondo connesse con le pressioni inflazionistiche su orizzonti temporali più lunghi, sia di acquisire una migliore comprensione delle dinamiche monetarie di breve periodo.

Ciò consentirà anche di tracciare un quadro più completo della risposta del settore privato all'aumento della volatilità nei mercati finanziari. Una valutazione di ampio respiro delle tendenze di fondo della moneta e del credito riveste particolare importanza nella fase attuale, data la recente evoluzione di tali mercati. L'accresciuta volatilità potrebbe infatti influenzare il comportamento dei detentori di moneta nel breve periodo e quindi rendere più complesso ricavare gli andamenti monetari sottostanti. Al tempo stesso, i dati monetari e creditizi possono anche fornire importanti indicazioni sulla risposta delle istituzioni finanziarie, delle famiglie e delle imprese alla turbolenza dei mercati finanziari.

Per il momento, tuttavia, vi sono scarse indicazioni del fatto che la turbolenza, in atto dagli inizi di agosto, abbia fortemente influenzato le dinamiche dell'aggregato monetario ampio e di quello creditizio. Di fatto, la crescita dei prestiti bancari al settore privato è proseguita a ritmi sostenuti negli ultimi mesi; ciò potrebbe suggerire che non vi sia stata finora una contrazione dell'offerta di credito. L'espansione di M1 e l'indebitamento delle famiglie si sono ridotti ulteriormente negli ultimi trimestri, riflettendo l'impatto dell'aumento dei tassi d'interesse della

BCE dal dicembre 2005 piuttosto che l'influsso di tale turbolenza. L'indebitamento delle società non finanziarie resta molto elevato. Saranno necessari ulteriori dati e analisi per tracciare un quadro più completo dell'impatto esercitato dagli andamenti dei mercati finanziari 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 conferma appieno la valutazione secondo cui prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine, in un contesto caratterizzato da una crescita molto vigorosa della moneta e del credito e dalla solidità delle variabili economiche fondamentali nell'area dell'euro. Al tempo stesso, rimane incerto il potenziale impatto sull'economia reale esercitato dalla rivalutazione del rischio in atto nei mercati finanziari. Il Consiglio direttivo seguirà dunque tutti gli andamenti con molta attenzione. Esso resta inoltre pronto a intervenire in via preventiva al fine di evitare il concretizzarsi di effetti di secondo impatto e rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi e, quindi, far sì che le aspettative d'inflazione di medio e lungo periodo rimangano saldamente ancorate su livelli in linea con la stabilità dei prezzi. Alla luce del suo mandato, l'ancoraggio delle aspettative riveste la massima priorità per il Consiglio direttivo.

Per quanto attiene alle politiche fiscali, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha presentato gli aggiornamenti ai programmi di stabilità. In base ai programmi, dopo una riduzione del rapporto complessivo tra disavanzo e PIL

dell'area nel 2007, si prevede un suo incremento per il 2008 malgrado molti paesi non abbiano raggiunto solide posizioni di bilancio. Si profila chiaramente il rischio che alcuni Stati non riescano a soddisfare le disposizioni del meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita, compromettendo in tal modo la sua credibilità. Nel 2008 per alcuni dei paesi che presentano squilibri di bilancio l'entità del risanamento sarà inferiore al minimo richiesto, pari allo 0,5 per cento del PIL in termini strutturali. Occorrerà attuare politiche molto più ambiziose affinché tutti gli Stati raggiungano gli obiettivi di medio termine al più tardi entro il 2010, in linea con l'impegno assunto nell'aprile dello scorso anno.

Quanto alle riforme strutturali, ha avuto inizio il nuovo ciclo triennale della strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione. Se da un lato i risultati conseguiti negli ultimi tre anni della rinnovata strategia sono incoraggianti, dall'altro è importato che i governi accelerino l'attuazione di riforme per accrescere la conoscenza e l'innovazione, la competitività e la flessibilità del mercato del lavoro. Tali riforme sono cruciali per aumentare la produttività e promuovere le opportunità di occupazione nell'area dell'euro.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo verte sull'andamento della produttività del lavoro nell'area dell'euro e sulle sue implicazioni per la politica monetaria. Il secondo analizza le opportunità e le sfide poste dalla globalizzazione alla macroeconomia dell'area dell'euro. Il terzo esamina l'esperienza maturata dall'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

La crescita dell'economia mondiale continua a mostrare una sostanziale tenuta, poiché le condizioni robuste delle economie emergenti continuano ad attenuare le ripercussioni internazionali del rallentamento statunitense. A causa dei rincari delle materie prime e di uno sfavorevole effetto base, in novembre l'inflazione generale al consumo ha registrato forti rialzi nei paesi industriali. Per le prospettive di crescita prevalgono nel complesso rischi di indebolimento che riflettono principalmente la possibilità che la rivalutazione del rischio in corso nei mercati finanziari abbia una ricaduta maggiore di quanto attualmente atteso sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia, con un impatto negativo sulla crescita mondiale e dell'area dell'euro. Ulteriori rischi di indebolimento derivano dalla possibilità di maggiori rincari del petrolio e delle altre materie prime, da timori di spinte protezionistiche e dall'eventualità di un 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 sostanziale tenuta, poiché le robuste condizioni delle economie emergenti continuano ad attenuare le ripercussioni internazionali del rallentamento statunitense. La produzione industriale nei paesi dell'OCSE (esclusa l'area dell'euro) è rimasta relativamente robusta fino a ottobre. Le indagini congiunturali sulle condizioni economiche mondiali segnalano tuttavia una lieve decelerazione dell'economia a livello internazionale.

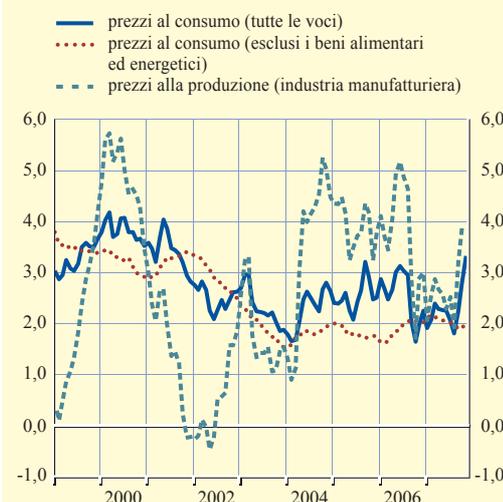
A causa dei rincari delle materie prime e di uno sfavorevole effetto base, in novembre l'inflazione generale al consumo ha registrato forti rialzi nelle economie industriali (cfr. figura 1). A novembre il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) per i paesi dell'OCSE è salito al 3,3 per cento (dal 2,8 di ottobre), mentre quello calcolato al netto della componente energetica e alimentare è rimasto sostanzialmente invariato al 2,0 per cento. I risultati di indagini più recenti sui prezzi degli input a livello mondiale mostrano un forte aumento dei costi medi in dicembre.

#### STATI UNITI

Negli Stati Uniti, le stime finali indicano che nel terzo trimestre l'attività economica ha registrato la crescita più elevata degli ultimi quattro anni, anche se il settore delle abitazioni ha evidenziato un andamento peggiore rispetto alla stima preliminare. Il ritmo di espansione del PIL in termini reali è salito al 4,9 per cento in ragione d'anno, dal 3,8 del secondo trimestre. Gli investimenti in edilizia residenziale hanno sottratto un intero punto percentuale alla crescita, mentre le altre componenti principali del PIL hanno registrato forti incrementi. Ciò vale in particolare per le esportazioni, salite del 19,1 per cento. Negli ultimi mesi l'espansione dell'attività statunitense sembra essersi indebolita rispetto al ritmo sostenuto del terzo trimestre. Lo attestano fra l'altro il risultato dell'indagine di dicembre sul settore

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

manfatturiero condotta dall'Institute for Supply Management (ISM), che registra una riduzione dell'indice al di sotto del valore soglia di 50 tra contrazione ed espansione economica, e il debole dato sull'occupazione dipendente nel settore non agricolo rilevato sempre in dicembre.

Con riferimento ai prezzi, in novembre l'indice destagionalizzato dei prezzi al consumo ha registrato l'incremento mensile più consistente in oltre due anni, portando l'IPC generale su un livello superiore del 4,3 per cento rispetto allo stesso mese del 2006. Tale risultato è principalmente riconducibile al sensibile aumento sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici, che riflette anche un forte effetto base. A far salire l'inflazione generale hanno concorso anche i beni alimentari, i cui prezzi in novembre erano superiori del 4,8 per cento rispetto all'anno precedente. In novembre l'inflazione di fondo è rimasta sostanzialmente stabile, al 2,3 per cento.

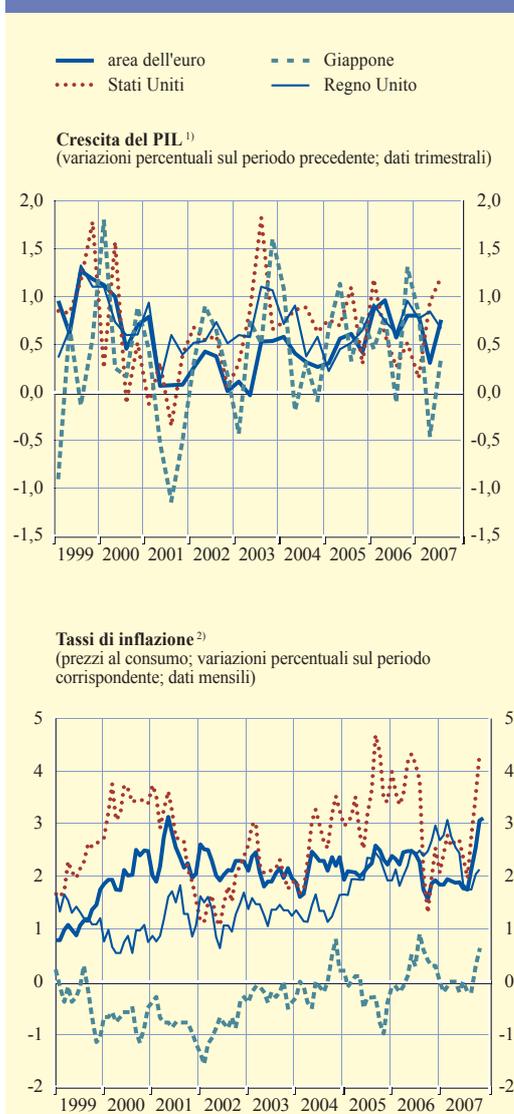
L'11 dicembre il Federal Open Market Committee ha deciso di abbassare di 25 punti base, al 4,25 per cento, il tasso obiettivo sui *federal funds* e di ridurre della stessa misura, al 4,75 per cento, il tasso di sconto.

### GIAPPONE

In Giappone è proseguita la ripresa dell'attività economica, mentre l'inflazione è rimasta contenuta. Il prodotto è stato sorretto dal favorevole andamento della domanda interna e delle esportazioni. I risultati dell'indagine Tankan della Banca del Giappone pubblicata in dicembre mostrano che le condizioni di mercato sono rimaste favorevoli, nonostante un lieve peggioramento del clima di fiducia delle imprese. Ad ogni modo, le aziende hanno tutte rivisto al rialzo i piani di investimento per l'esercizio finanziario 2007 (che si conclude nel marzo 2008) e continuano a segnalare una crescente scarsità di offerta di lavoro, indicativa di un ulteriore miglioramento dell'occupazione nel paese.

L'inflazione al consumo è rimasta contenuta (cfr. figura 2) per effetto delle persistenti pressioni al ribasso, soprattutto sui salari. Nel periodo recente è tuttavia tornata positiva, di riflesso ai precedenti rincari delle materie prime importate. In novembre il tasso di variazione dell'IPC sui dodici mesi è salito allo 0,6 per cento, dallo 0,3 di ottobre, mentre al netto degli alimentari freschi è stato pari allo 0,4 per cento, contro lo 0,1 del mese precedente.

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



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

## REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata dello 0,7 per cento nel terzo trimestre del 2007, lievemente inferiore rispetto al secondo. Gli investimenti e i consumi privati hanno accelerato nel confronto con il trimestre precedente, determinando un forte aumento delle importazioni e di conseguenza un contributo negativo delle esportazioni nette. La recente turbolenza finanziaria non ha finora esercitato effetti evidenti sul PIL, ma l'ultima indagine sulle condizioni del credito segnalava una minore disponibilità di credito e la crescita delle vendite al dettaglio si è moderata in ottobre e novembre. A novembre l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è risultata invariata rispetto al mese precedente, al 2,1 per cento, poiché il rincaro del carburante e dei beni alimentari è stato controbilanciato da un abbassamento dei prezzi dei servizi di pubblica utilità.

Il 10 gennaio il *Monetary Policy Committee* della Bank of England ha mantenuto il tasso di riferimento ufficiale invariato al 5,5 per cento.

## ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'espansione del prodotto si è lievemente moderata durante gli ultimi trimestri, pur mantenendosi elevata, mentre l'inflazione è generalmente aumentata.

L'economia reale ha continuato a seguire andamenti diversi in Svezia e Danimarca. Nel terzo trimestre in Svezia la crescita del PIL in termini reali è scesa lievemente, allo 0,6 per cento sul periodo precedente, e il contributo delle esportazioni nette è stato notevolmente negativo. In Danimarca la crescita del PIL è invece salita notevolmente, all'1,3 per cento sul trimestre precedente, per effetto della sostenuta domanda interna (il contributo delle esportazioni nette è stato sostanzialmente nullo). In entrambi i paesi l'inflazione è aumentata sensibilmente in novembre, rispettivamente al 2,5 e 2,4 per cento, soprattutto di riflesso al rincaro dei beni alimentari e di quelli energetici.

Per quanto concerne le quattro economie principali dell'Europa centrale e orientale (Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria), la media ponderata della crescita del prodotto nel terzo trimestre è stata pari all'1,1 per cento sul periodo precedente, invariata rispetto al secondo trimestre. L'incremento del PIL in termini reali è salito allo 0,3 per cento in Ungheria, è sceso lievemente, all'1,2 per cento, in Polonia ed è rimasto invariato all'1,4 per cento nella Repubblica Ceca. In novembre l'inflazione misurata sullo IAPC è salita ovunque tranne che in Romania, dove ha registrato un lieve calo pur mantenendosi su livelli molto elevati. Il rincaro dei beni alimentari ed energetici ha costituito la determinante principale dell'aumento dell'inflazione, che è stato massimo nella Repubblica Ceca (al 5,1 per cento, dal 2,8 di settembre). Quest'ultimo risultato va ricondotto principalmente all'incremento dei prezzi dei beni alimentari e delle bevande non alcoliche. Il 7 gennaio la Banca Națională a României ha aumentato i tassi di interesse di 50 punti base, all'8,0 per cento, per l'atteso aumento dell'inflazione sulla scia del rincaro dei beni alimentari e delle crescenti pressioni dal lato della domanda.

## PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica ha continuato a espandersi a ritmi elevati negli ultimi mesi del 2007, in gran parte dei casi trainata principalmente dalla domanda interna e dal vigore delle esportazioni. Allo stesso tempo, nella regione le spinte inflazionistiche si sono ulteriormente intensificate, soprattutto per il rincaro dei beni alimentari.

In Cina la crescita sui dodici mesi della produzione industriale è stata pari al 17,3 per cento in novembre, un livello prossimo alla media dei primi dieci mesi del 2007. Il ritmo di incremento delle



esportazioni è rimasto elevato, anche se in lieve moderazione nell'anno. L'avanzo commerciale ha continuato ad ampliarsi e nei primi undici mesi del 2007 è salito a un livello cumulato di 238,1 miliardi di dollari, superiore del 52 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Le statistiche sulle vendite al dettaglio segnalano un elevato livello dei consumi nell'ultima parte del 2007. A novembre l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 6,9 per cento, dal 6,5 di ottobre, soprattutto a causa del rincaro dei beni alimentari. La banca centrale della Repubblica popolare cinese ha innalzato, a decorrere dal 25 dicembre, l'aliquota della riserva obbligatoria di 100 punti base, al 14,5 per cento, un aumento consistente se confrontato con quelli più contenuti (di 50 punti base ciascuno) introdotti nei 18 mesi precedenti. Sono stati inoltre innalzati, a decorrere dal 21 dicembre, i tassi di interesse ufficiali di riferimento: il tasso sui prestiti e quello sui depositi a un anno sono saliti rispettivamente di 18 e 27 punti base, al 7,47 e 4,14 per cento.

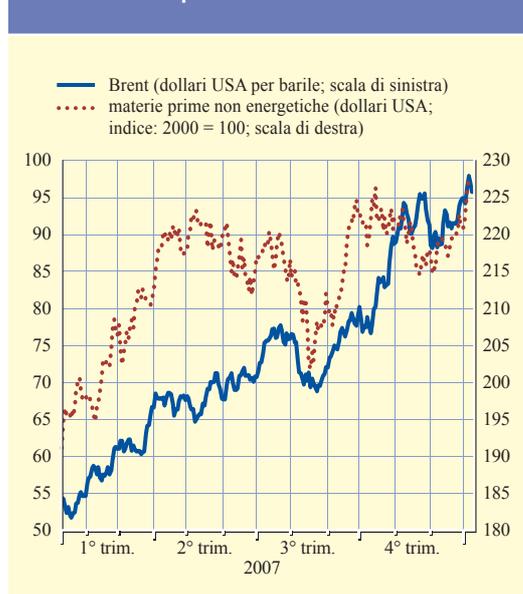
### AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica è rimasta sostenuta, trainata dalla domanda interna. In Brasile la crescita del PIL in termini reali si è intensificata nel terzo trimestre, salendo al 5,6 per cento sul periodo corrispondente, dal 4,8 per cento del secondo trimestre. A novembre l'inflazione al consumo sui dodici mesi era pari al 4,2 per cento, sostanzialmente invariata da agosto. L'attività si è mantenuta robusta anche in Argentina, dove nel terzo trimestre il PIL in termini reali è cresciuto dell'8,7 per cento sul periodo corrispondente. L'inflazione al consumo è rimasta tuttavia elevata e in dicembre si è collocata sullo stesso livello del mese precedente, all'8,5 per cento sui dodici mesi. In Messico l'economia ha registrato una ripresa nel terzo trimestre, con un incremento del PIL in termini reali pari al 3,7 per cento, mentre la produzione industriale ha messo a segno il tasso di crescita sui dodici mesi più elevato dal dicembre dell'anno precedente (3,0 per cento). In dicembre l'inflazione sui dodici mesi è scesa lievemente rispetto a novembre, attestandosi al 3,8 per cento.

## 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Dopo essersi impennati in novembre, a dicembre i corsi petroliferi sono rimasti piuttosto volatili per poi raggiungere nuovi massimi storici nei primi giorni del nuovo anno e il 9 gennaio il greggio di qualità Brent è stato quotato a 95,7 dollari. Agli inizi di dicembre i prezzi sono calati per l'emergere di segnali di un possibile rallentamento dell'economia statunitense, in un contesto in cui il mutare delle percezioni circa la probabilità di una decelerazione a livello mondiale e la chiusura di posizioni speculative sui mercati delle materie prime hanno concorso a far crescere la volatilità. Le sottostanti rigidità del mercato, assieme a un basso livello delle scorte e alle nuove tensioni geopolitiche, hanno tuttavia determinato ulteriori rincari verso la fine dell'anno. Nell'insieme le condizioni di mercato restano tese, poiché la forte domanda di petrolio nelle economie non appartenenti all'OCSE compensa il calo di quella dei paesi membri. La valutazione dell'Agenzia interna-

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



Fonti: Bloomberg e HWWI.

zionale per l'energia (AIE) circa le prospettive a medio termine per la domanda nel 2008 è stata rivista al rialzo in dicembre, in quanto la domanda delle economie non appartenenti all'OCSE dovrebbe controbilanciare la lieve flessione di quella dei paesi membri. Le stime attuali dell'Agenzia collocano l'aumento della domanda mondiale di petrolio all'1,1 per cento nel 2007 e al 2,5 nel 2008. Allo stesso tempo persistono tensioni dal lato dell'offerta, poiché nella riunione dei primi di dicembre l'OPEC ha deciso di non accrescere la propria quota di produzione e l'offerta dei paesi non appartenenti a tale organizzazione è stata inferiore alle attese. Inoltre, le prospettive per l'offerta di petrolio a più lungo termine segnalano un aumento dei vincoli e l'AIE ha lasciato trasparire l'intenzione di rivedere le proprie previsioni per le riserve di petrolio alla luce di una possibile correzione al ribasso del ritmo di scoperta di nuovi giacimenti nel prossimo decennio. In prospettiva, è probabile che l'elevata domanda di greggio, la limitata crescita dell'offerta e i ridotti margini di capacità produttiva inutilizzata mantengano le quotazioni petrolifere elevate, soprattutto qualora le tensioni geopolitiche non dovessero allentarsi. Gli operatori si attendono che i prezzi restino elevati anche nel medio periodo: i contratti *future* sul petrolio con scadenza nel dicembre 2009, infatti, sono attualmente scambiati a 88 dollari statunitensi.

Dopo essere diminuiti verso la fine di novembre, in dicembre i corsi delle materie prime non energetiche sono tornati a salire. I prezzi delle derrate agricole e dei prodotti alimentari hanno registrato nuovi aumenti, trainati dal vigore della domanda nei paesi non appartenenti all'OCSE in presenza di un basso livello delle scorte. Quelli delle materie prime industriali e, in particolare, dei metalli non ferrosi sono invece scesi notevolmente da metà ottobre, in coincidenza con la decelerazione di alcune economie dell'OCSE. Alla fine di dicembre l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 12 per cento al livello di un anno prima.

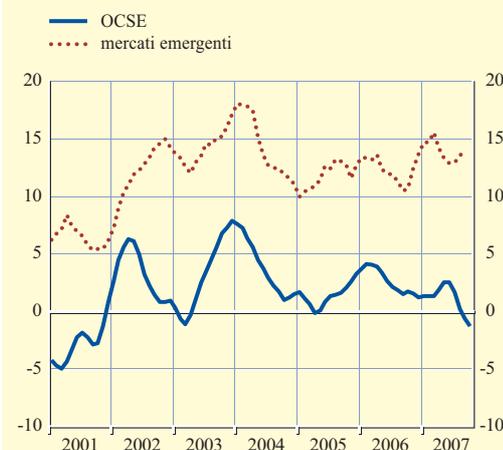
### 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

La tenuta della crescita mondiale, nonostante una lieve moderazione, continua a prefigurare prospettive favorevoli per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro nel medio periodo. In ottobre l'indicatore anticipatore composito per l'OCSE segnalava la possibilità di un moderato calo dell'attività economica nei paesi membri di tale organizzazione, di riflesso al peggioramento delle prospettive in tutte le economie principali della stessa (cfr. figura 4). Nel contempo, i dati più recenti per le principali economie non appartenenti all'OCSE segnalano una stabile prosecuzione della crescita di Cina, India e Brasile.

Per le prospettive di crescita prevalgono nel complesso rischi di indebolimento che riflettono principalmente la possibilità che la rivalutazione del rischio in corso nei mercati finanziari abbia una ricaduta maggiore di quanto attualmente atteso sulle condizioni di finanziamento e sul

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

(tasso di variazione sui sei mesi)



Fonte: OCSE.

Nota: l'indicatore relativo ai mercati emergenti è la media ponderata dell'indicatore anticipatore composito relativo al Brasile, alla Cina e alla Russia.

clima di fiducia, con un impatto negativo sulla crescita mondiale e dell'area dell'euro. Ulteriori rischi di indebolimento derivano dalla possibilità di altri rincari del petrolio e delle altre materie prime, da timori di spinte protezionistiche e dall'eventualità di un andamento disordinato connesso agli squilibri nei conti con l'estero.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In novembre il ritmo dell'espansione monetaria e creditizia di fondo è rimasto sostenuto, con il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 che si è collocato al 12,3 per cento e quello dei prestiti delle IFM al settore privato all'11,0 per cento. Nel contempo la crescita di M3 ha continuato ad essere favorita da una curva dei rendimenti piatta e, pertanto, sovrastima in parte l'espansione monetaria di fondo. La dinamica dell'aggregato monetario ampio e degli aggregati creditizi, almeno finora, non ha risentito in misura significativa delle recenti turbolenze finanziarie. Inoltre, sebbene queste ultime continuino a influire su alcune componenti e contropartite, vi è evidenza di un'attenuazione di tale impatto negli ultimi due mesi per talune componenti specifiche, in particolare per quanto riguarda i flussi verso quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. In aggiunta, gli aumenti nei tassi di interesse di riferimento attuati dalla BCE da dicembre 2005 continuano a influenzare l'andamento della moneta e del credito, moderando la crescita di M1 e l'indebitamento delle famiglie. Nel complesso, 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

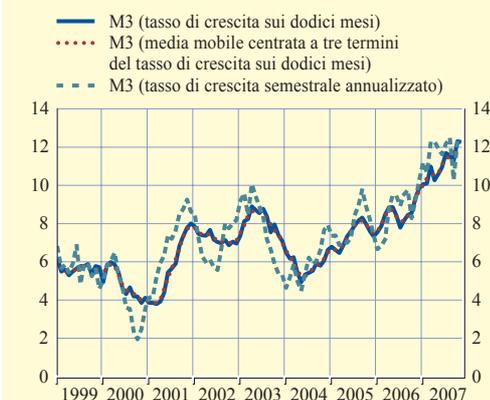
Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è rimasto stabile in novembre al 12,3 per cento, invariato dal massimo storico osservato in ottobre (cfr. figura 5). L'andamento riflette un ulteriore considerevole incremento sul mese precedente pari all'1,0 per cento, lievemente superiore alla media degli incrementi mensili osservati in precedenza nel 2007. Il recente vigore della dinamica monetaria a breve termine è segnalato anche dal livello elevato dei tassi di crescita sui sei mesi espressi in ragione d'anno.

La crescita di M3 attualmente sovrastima il ritmo dell'espansione monetaria di fondo, in quanto la curva piatta dei rendimenti rende più interessante la remunerazione delle attività monetarie a più breve termine rispetto a quella delle più rischiose attività non monetarie non comprese in M3. Il protrarsi in novembre della vigorosa crescita dei prestiti avvalorava tuttavia la tesi secondo cui la dinamica monetaria è sospinta in larga misura da forze fondamentali e il tasso dell'espansione monetaria di fondo rimane pertanto sostenuto.

La crescita dell'aggregato monetario ampio e degli aggregati creditizi non ha risentito in misura significativa delle recenti turbolenze finanziarie. Gli effetti tangibili si sono concentrati in componenti e contropartite specifiche di M3 che sono strettamente connesse alla natura delle turbolenze stesse, come i prestiti e depositi degli altri intermediari finanziari non monetari, le consistenze detenute in quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e obbligazioni, nonché i flussi delle attività nette sull'estero delle IFM. Sebbene gli andamenti dei singoli mesi non vadano sopravvalutati a causa della loro volatilità, per alcune voci specifiche di bilancio interessate dalle tensioni finanziarie i dati di novembre suggeriscono una parziale attenuazione degli effetti iniziali osservati in agosto e settembre. Al contrario, le operazioni di liquidità condotte dalla BCE nel contesto

Figura 5 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

di tali tensioni non hanno influito direttamente sugli andamenti monetari ampi e del credito (cfr. il riquadro *Le recenti operazioni di liquidità e il loro impatto sugli aggregati monetari*).

Gli aumenti dei tassi di interesse di riferimento operati dalla BCE dal dicembre 2005 continuano a influenzare gli andamenti della moneta e del credito, come si può riscontrare sia nella graduale moderazione del tasso di crescita sui dodici mesi di M1, dovuta all'aumento dei costi opportunità, sia nella sostanziale stabilizzazione del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato. In particolare, il tasso di incremento dei prestiti alle famiglie è ulteriormente diminuito nell'ultimo mese.

#### Riquadro 1

### LE RECENTI OPERAZIONI DI LIQUIDITÀ E IL LORO IMPATTO SUGLI AGGREGATI MONETARI

Dall'inizio delle turbolenze sui mercati finanziari, ad agosto del 2007, la BCE ha condotto una serie di operazioni di gestione della liquidità volte a ridurre le tensioni sul mercato monetario. All'origine di queste tensioni vi era l'accresciuta incertezza sulla natura e sull'entità dell'esposizione degli intermediari finanziari ai rischi di credito e di liquidità, generati in particolare dal mercato statunitense dei mutui *subprime* e da connessi strumenti derivati. Le tensioni sui mercati monetari sono pertanto sintomatiche della turbolenza finanziaria.

La caratteristica distintiva delle operazioni di liquidità condotte di recente dalla BCE è stata la decisione di aggiudicare sistematicamente volumi superiori all'importo di riferimento<sup>1)</sup> nelle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) dell'Eurosistema con scadenza a una settimana e di aumentare la quota di liquidità erogata tramite le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), che hanno scadenza a circa tre mesi<sup>2)</sup>. Il presente riquadro esamina la relazione fra queste operazioni di mercato aperto e la recente forte espansione degli aggregati monetari ampi e del credito. Ai fini dell'analisi occorre considerare sia gli effetti diretti, sia quelli indiretti.

Le operazioni di mercato aperto condotte dalla BCE nel quadro dell'attuazione della politica monetaria (comprese quelle effettuate dagli inizi di agosto per fronteggiare le tensioni nel mercato monetario) sono transazioni fra l'Eurosistema e le istituzioni creditizie dell'area dell'euro, le quali rappresentano la componente più importante del settore delle IFM (costituito essenzialmente dall'Eurosistema, dalle istituzioni creditizie e dai fondi del mercato monetario). Con tali transazioni vengono creati depositi presso l'Eurosistema detenuti dalle singole istituzioni creditizie e che possono essere trasferiti tra di esse. Considerato che il bilancio consolidato del settore delle IFM è al netto sia delle posizioni fra le IFM, sia delle posizioni fra queste e l'Eurosistema, e che tale bilancio è la base per la compilazione degli aggregati monetari, le transazioni fra l'Eurosistema e le sue controparti sotto forma di operazioni di politica monetaria non possono avere alcun impatto diretto su M3, indipendentemente dal loro volume.

- 1) L'importo di riferimento è il volume di liquidità che, a livello aggregato, dovrebbe permettere di ottemperare regolarmente all'obbligo di riserva nei giorni restanti del periodo di mantenimento, tenendo conto, fra l'altro, di una previsione dei fattori autonomi.
- 2) Per una descrizione dettagliata delle operazioni di liquidità della BCE nei primi mesi di turbolenza finanziaria, cfr. il riquadro 3 *Le operazioni supplementari di mercato aperto della BCE nel periodo dall'8 agosto al 5 settembre*, nel numero di settembre 2007 di questo Bollettino. Per i mesi successivi, cfr. il riquadro 3 *Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dall'8 agosto al 13 novembre 2007*, nel numero di dicembre 2007 di questo Bollettino.

Inoltre, le operazioni condotte dalla BCE dagli inizi di agosto per contenere le tensioni sul mercato monetario non hanno modificato la liquidità complessiva erogata nei singoli periodi di mantenimento per adempiere all'obbligo di riserva<sup>3)</sup>, mentre hanno costituito una novità per quanto riguarda la tempistica dell'offerta di liquidità all'interno del periodo di mantenimento e la struttura per scadenze delle operazioni in essere dell'Eurosistema.

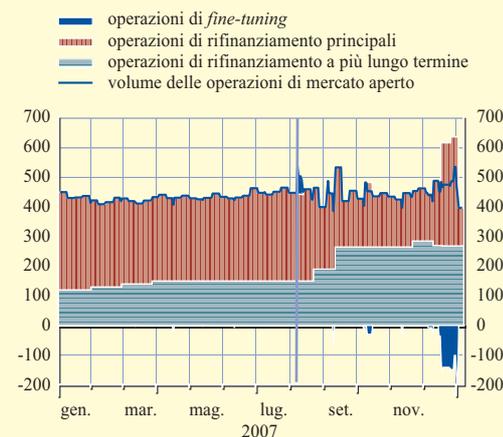
Questi due punti sono illustrati dalle figure A e B. La figura A mostra che, rispetto al periodo precedente alle turbolenze, il volume netto delle operazioni di mercato aperto in essere non è aumentato, mantenendosi in media a circa 450 miliardi di euro. Ciò è stato vero anche per il periodo di mantenimento di dicembre, durante il quale una parte della liquidità aggiuntiva erogata per la fine dell'anno tramite ORP è stata riassorbita mediante operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning*). Dalla figura A si evince inoltre che la quota delle ORLT sull'insieme delle operazioni di mercato aperto in essere è aumentata, a scapito delle ORP.

La figura B mostra la tempistica modificata dell'offerta di liquidità durante il periodo di mantenimento, misurata dall'eccedenza giornaliera di riserve<sup>4)</sup>. Diversamente da quanto osservato in circostanze normali (illustrate nella figura dall'andamento medio registrato fra dicembre 2004 e agosto 2007), l'eccedenza giornaliera di riserve è stata ampiamente positiva nella prima parte dei periodi di mantenimento compresi fra agosto 2007 e gennaio 2008, divenendo quindi negativa nella restante parte di tali periodi così da conseguire in media una posizione di equilibrio per l'insieme del periodo.

Pur non avendo un effetto diretto sugli aggregati monetari e creditizi, le operazioni di mercato aperto della BCE potrebbero aver inciso in modo indiretto sulla dinamica monetaria tramite l'impatto sui tassi di interesse a breve termine del mercato monetario e la loro trasmissione ai tassi bancari attivi e

**Figura A Struttura dell'offerta di liquidità complessiva per tipo di operazione**

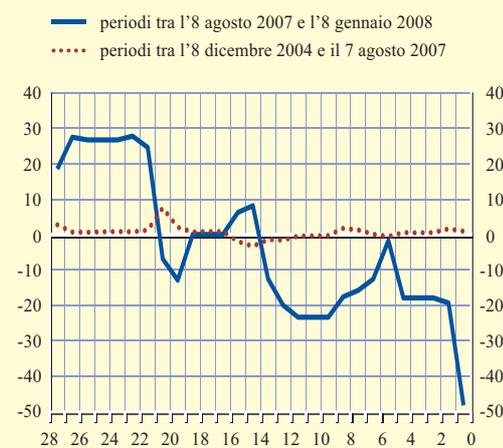
(miliardi di euro)



Fonte: BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce all'8 gennaio 2008. La linea verticale sta a indicare il 9 agosto 2007.

**Figura B Riserve medie in eccesso per ogni giorno del periodo di mantenimento**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.  
Nota: l'asse orizzontale rappresenta il numero di giorni fino alla fine del periodo di mantenimento.

3) Per una descrizione dettagliata dell'attuale assetto operativo, cfr. l'articolo *Modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria* nel numero di agosto 2003 di questo Bollettino.  
4) L'eccedenza giornaliera delle riserve in un giorno determinato è data dai depositi di conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria.

passivi. Questi effetti indiretti, legati al costo opportunità di detenere moneta e al costo del finanziamento esterno, riflettono la domanda di moneta e di credito bancario da parte di famiglie e imprese.

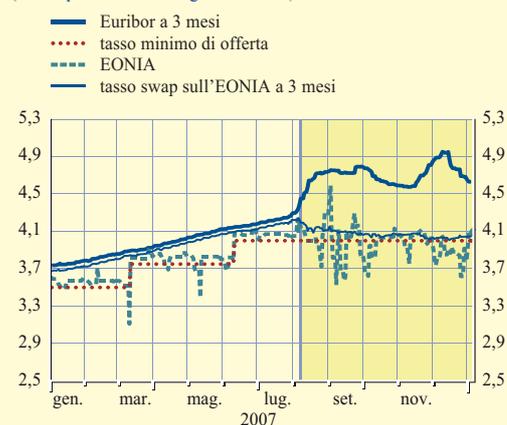
Nondimeno, si dovrebbe rilevare che l'obiettivo primario delle operazioni di mercato aperto della BCE durante la recente fase di turbolenza dei mercati finanziari è stato, così come in circostanze normali, il mantenimento dei tassi di mercato a brevissimo termine (quali l'Eonia) su livelli prossimi al tasso minimo di offerta delle ORP, il quale fornisce il segnale principale dell'orientamento di politica monetaria del Consiglio direttivo. Poiché le modifiche nei tempi e nella struttura per scadenze delle operazioni hanno contribuito a ripristinare condizioni di normalità nel segmento a brevissimo termine della curva dei rendimenti del mercato monetario (cfr. figura C), esse sono servite a compensare, tramite gli andamenti dei relativi tassi, gli eventuali effetti indiretti esercitati dalle turbolenze finanziarie sulla dinamica monetaria. In circostanze normali, il segnale contenuto nei tassi di interesse a brevissimo termine si trasmette progressivamente lungo la curva dei rendimenti del mercato monetario ai tassi a più lungo termine, i quali hanno maggiore rilevanza per le decisioni di spesa e la determinazione dei prezzi del settore privato<sup>5)</sup>.

La figura C mostra inoltre che il differenziale fra il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi (che misura gli andamenti attesi dell'Eonia nei prossimi tre mesi) e l'Euribor a tre mesi (tasso interbancario su depositi non garantiti) è rimasto ampio fra agosto e dicembre 2007 per via delle perduranti tensioni nel comparto a più lungo termine del mercato monetario, implicando che vi è stata una distorsione nella trasmissione del segnale di politica monetaria lungo la curva dei rendimenti. L'aumento dei tassi relativi alle diverse scadenze nel mercato interbancario non garantito influirà, in una certa misura, sul costo del finanziamento bancario e quindi potenzialmente anche sul costo dei prestiti bancari erogati a famiglie e imprese. Una crescita dei costi di indebitamento potrebbe avere un effetto di freno sui prestiti e quindi incidere sulle dinamiche monetarie.

5) Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro 2 *Volatilità del tasso di interesse overnight e sua trasmissione lungo la curva dei rendimenti del mercato monetario*, nel numero di agosto del 2007 di questo Bollettino.

**Figura C Tassi di interesse di riferimento del mercato monetario**

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Nota: l'area ombreggiata indica il periodo successivo al 9 agosto 2007.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è diminuito al 6,2 per cento in novembre, dal 6,5 di ottobre, riflettendo una moderazione dei tassi 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 sostenuta domanda di M1 per scopi transattivi, dato il protratto vigore dell'attività economica alla fine del 2007.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight*, anch'è diminuito in novembre al 16,7 per cento dal 17,0 di ottobre, ha continuato a fornire il maggior

**Tavola I Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2006	2007	2007	2007	2007	2007
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	ott.	nov.
<b>M1</b>	<b>44,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>
Banconote e monete in circolazione	7,2	11,1	10,5	10,0	8,8	8,1	7,7
Depositi <i>overnight</i>	37,6	6,0	6,3	5,5	6,1	6,2	5,9
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	40,0	11,1	11,9	13,1	15,0	17,0	16,7
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	22,2	25,2	29,5	33,2	37,6	41,9	40,4
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	17,8	1,1	-0,8	-2,1	-3,2	-4,2	-4,1
<b>M2</b>	<b>84,8</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>11,2</b>	<b>10,9</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	15,2	11,3	16,9	19,3	18,7	19,0	20,4
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>9,0</b>	<b>10,2</b>	<b>10,6</b>	<b>11,5</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>8,8</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>9,4</b>	<b>9,2</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		-3,1	-4,5	-4,3	-3,9	-4,0	-4,2
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,4	-1,3	-1,2	-0,9	-2,2	-1,8
Credito al settore privato		11,9	11,1	11,0	11,7	12,4	12,2
Prestiti al settore privato		11,2	10,6	10,5	11,0	11,2	11,0
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>9,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>9,0</b>	<b>8,0</b>

Fonte: BCE.

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

contributo alla crescita di M3. 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, sebbene sia rimasto molto elevato, mentre il tasso di decremento dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) è lievemente calato.

Il protrarsi della vigorosa crescita dei depositi a termine a breve scadenza riflette l'appetibilità relativa della loro remuneratività, che ha seguito sostanzialmente 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 ampliato nel periodo fino a settembre e ha quindi favorito il trasferimento di attività da M1 e da depositi a risparmio verso depositi a termine. In ottobre il differenziale ha cessato di ampliarsi e i dati sui flussi monetari per ottobre e novembre non indicano ulteriori sostituzioni.

Nel contesto di una curva dei rendimenti relativamente piatta nell'area dell'euro, le attività monetarie con una remunerazione prossima ai tassi di mercato, come i depositi a termine e gli strumenti negoziabili, rimangono interessanti rispetto ad attività a più lunga scadenza e più rischiose non comprese in M3, dal momento che offrono maggiore liquidità e un minor rischio a un costo modesto in termini di rendimento.

In effetti, il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è ulteriormente aumentato in novembre, al 20,4 per cento dal 19,0 di ottobre, sebbene celando andamenti divergenti fra i vari strumenti. Da un lato, il tasso di espansione dei contratti pronti contro termine e dei titoli di debito a breve termine delle IFM è aumentato, mentre dall'altro è lievemente diminuito quello delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, che costituiscono la componente più importante degli strumenti negoziabili. Esse hanno risentito di deflussi netti particolarmente considerevoli in agosto e settembre, cui è da ascrivere la decelerazione del tasso di crescita sui dodici mesi. Tali deflussi hanno rispecchiato probabilmente la generale avversione al rischio nei confronti di tali fondi, dal

momento che gli investitori apparentemente si sono sentiti incapaci di giudicare i rischi assunti dai singoli fondi in termini di esposizione a titoli garantiti da attività in un'epoca in cui il prezzo di tali strumenti era volatile e difficile da valutare. In ottobre e novembre questi deflussi sono stati compensati da rinnovati afflussi, suggerendo che l'impatto iniziale delle turbolenze finanziarie sulle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari in genere si sia in parte affievolito.

In novembre è rimasto sostanzialmente invariato il tasso di incremento annuale dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine detenuti presso le IFM (i "depositi di M3", che rappresentano l'aggregazione più ampia di componenti di M3 per cui sono disponibili dati per settore detentore). Gli andamenti, tuttavia, sono stati divergenti nei vari settori detentori. In particolare, il rallentamento dei depositi di M3 detenuti da intermediari finanziari è stato compensato dall'accelerazione di quelli detenuti dalle famiglie (il più importante settore detentore di moneta) e, in misura minore, dalle società non finanziarie.

#### **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 un livello sostenuto. L'andamento riflette sia l'accresciuto tasso di decremento del credito alle amministrazioni pubbliche sia un tasso di incremento lievemente inferiore del credito al settore privato. In novembre le IFM hanno ulteriormente ridotto le proprie consistenze di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche. Tale tendenza è stata rilevata, con qualche momentanea eccezione, dalla metà del 2006 ed è tipica di periodi in cui aumentano i tassi di riferimento per la politica monetaria e i costi di finanziamento.

I prestiti al settore privato hanno continuato a espandersi vigorosamente, a un tasso sui dodici mesi dell'11,0 per cento in novembre, dopo aver segnato l'11,2 in ottobre. La lieve moderazione osservata in novembre riflette gli andamenti dei prestiti sia alle famiglie sia alle società di assicurazione e ai fondi pensione, mentre il tasso di incremento dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie e agli altri intermediari finanziari non monetari è lievemente aumentato.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti agli altri intermediari finanziari (AIF) è aumentato in novembre al 23,1 per cento, dal 22,9 del mese precedente. Il livello di questo tasso di incremento riflette, fra l'altro, i prestiti connessi all'acquisizione di una IFM, la domanda di maggiori riserve di liquidità da parte dei fondi di investimento, l'impiego di linee creditizie a favore di società veicolo e *structured investment vehicles* (SIV), nonché l'aumentata preferenza delle IFM, dall'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari, per prestiti interbancari con garanzia regolati attraverso piattaforme di contrattazione elettroniche (incluse nel settore degli AFI).

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è diminuito in novembre al 6,5 per cento, dal 6,8 del mese precedente, in linea con la tendenza osservata dagli inizi del 2006, riconducibile ai più elevati tassi sui prestiti e alla moderazione riscontrata nella dinamica del mercato degli immobili residenziali in numerosi paesi dell'area dell'euro. Non sussistono finora evidenze che suggeriscano che si tratti di un'interruzione nell'offerta dei prestiti bancari alle famiglie dovute alle tensioni finanziarie. L'analisi specifica del tasso di incremento dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, sceso al 7,6 per cento dal 7,9 di ottobre (cfr. tavola 2), mostra che la moderazione osservata nei paesi dell'area dell'euro con una vigorosa dinamica di indebitamento sta procedendo in maniera graduale e in linea con l'andamento precedente all'inizio delle turbolenze.

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è lievemente aumentato in novembre al 14,0 per cento, dal 13,9 di ottobre, rimanendo su un livello molto

**Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato**

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 ott.	2007 nov.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>42,8</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	<b>12,7</b>	<b>13,8</b>	<b>13,9</b>	<b>14,0</b>
Fino a 1 anno	29,4	10,5	9,9	10,1	12,1	11,8	12,0
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,4	20,5	19,9	19,2	19,9	20,5	21,0
Oltre 5 anni	51,2	12,0	12,4	12,0	12,7	12,7	12,8
<b>Famiglie <sup>2)</sup></b>	<b>47,5</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>
Credito al consumo <sup>3)</sup>	12,7	8,0	7,1	6,5	5,7	5,5	5,0
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	71,5	10,2	9,4	8,6	8,1	7,9	7,6
Altri prestiti	15,8	2,7	3,2	3,6	3,2	3,2	3,1
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>1,1</b>	<b>29,1</b>	<b>27,6</b>	<b>23,8</b>	<b>26,6</b>	<b>30,2</b>	<b>14,5</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>8,6</b>	<b>16,4</b>	<b>12,3</b>	<b>15,9</b>	<b>19,8</b>	<b>22,9</b>	<b>23,1</b>

Fonte: BCE.

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

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

2) In base alla definizione SEC 95.

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

elevato per i valori osservati di norma negli ultimi trent'anni. Fra agosto e novembre le IFM hanno erogato alle società non finanziarie prestiti per 165 miliardi di euro, importo piuttosto notevole se confrontato a periodi precedenti e da cui si deduce che l'offerta di credito bancario, per il momento, non ha subito conseguenze negative. Al contempo, in un contesto di rivalutazione generale dei rischi, alcuni prenditori potrebbero fronteggiare prezzi più elevati per il proprio rischio di credito. La grande maggioranza dei nuovi prestiti delle IFM concessi a società non finanziarie nel periodo delle turbolenze è stata di medio e lungo termine. Sebbene i prestiti a breve termine siano lievemente aumentati in novembre, l'entità degli incrementi non è stata inconsueta per questo periodo dell'anno. Nel complesso, il protrarsi di una vigorosa dinamica dei prestiti sembra quindi riflettere robusti fondamentali relativi alle società non finanziarie e non, ad esempio, difficoltà incontrate dalle banche nel rimuovere dai propri bilanci prestiti "ponte" (connessi a operazioni di *leveraged buyout* e/o di fusione e acquisizione), che le costringerebbero a rinnovare prestiti a breve termine per importi crescenti. Benché al momento non vi siano chiare evidenze di un impatto al ribasso o al rialzo sull'erogazione di prestiti alle società non finanziarie dovuto a frizioni nel funzionamento dei mercati del credito, si prevede una certa moderazione di tale attività in ragione dell'inasprimento dei criteri di concessione del credito e degli aumenti dei tassi sui prestiti delle IFM.

La vivace crescita dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario solleva anche la domanda nella misura in cui questa può essere ricondotta alla reintermediazione di prestiti bancari in precedenza cartolarizzati. Le informazioni disponibili sul volume dei prestiti "disconosciuti" nei bilanci delle IFM nel corso delle turbolenze suggeriscono, finora, che la reintermediazione da parte delle banche non ha gonfiato la crescita dei prestiti al settore privato non finanziario e che il vigoroso tasso di espansione osservato riflette quindi "operazioni abituali".

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di incremento delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è diminuito in novembre all'8,0 per cento, dal 9,0 di ottobre. Questa ulteriore moderazione è stata generalizzata fra le singole componenti, con un contributo più marcato dei titoli di debito a più lungo termine.

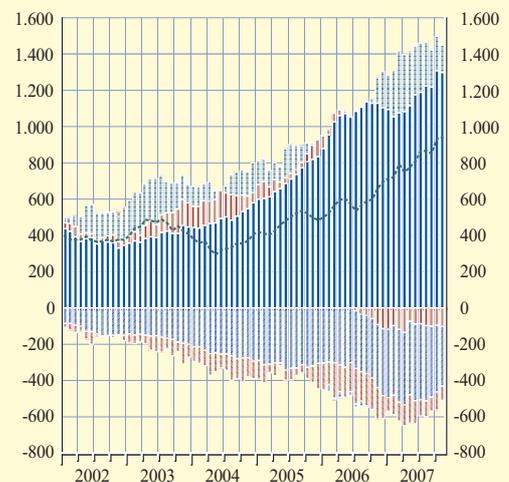
Nei 12 mesi fino a novembre è stato registrato un afflusso di 151 miliardi di euro per la posizione netta sull'estero delle IFM, importo inferiore ai 189 miliardi del mese precedente e al picco di 340 miliardi registrato in marzo (cfr. figura 6). Se si analizza l'andamento di questa posizione durante le turbolenze, si riscontra che dopo i considerevoli deflussi di agosto e settembre, si sono registrati un afflusso considerevole di 41 miliardi di euro in novembre e uno di 0,3 miliardi in ottobre. Le oscillazioni della posizione netta sull'estero delle IFM non sono inusuali in periodi di accresciuta incertezza, in quanto gli investitori cercano di ridistribuire i capitali nei mercati mondiali.

Nel complesso, i dati di novembre mostrano il protrarsi di una crescita vigorosa degli aggregati monetari ampi e del credito. Sebbene siano state interessate componenti e contropartite specifiche di M3, la dinamica degli aggregati monetari ampi e del credito, quanto meno finora, non ha risentito in misura significativa delle recenti turbolenze nei mercati finanziari. L'espansione monetaria di fondo rimane quindi vigorosa, indicando rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo, soprattutto in un contesto di liquidità già abbondante.

**Figura 6 Contropartite di M3**

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

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



Fonte: BCE.

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

## 2.2 EMISSIONI DI TITOLI

*In ottobre le consistenze di titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro hanno continuato ad aumentare a un tasso elevato, sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente. L'andamento è riconducibile a un lieve incremento del tasso di variazione dei titoli emessi dal settore delle IFM e dalle società non finanziarie, che ha compensato il modesto rallentamento osservato nel settore delle amministrazioni pubbliche. Il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle istituzioni finanziarie non monetarie ha registrato una lieve flessione. L'emissione di azioni quotate, aumentata solo marginalmente, è rimasta ancora relativamente modesta rispetto a quella di titoli di debito.*

### TITOLI DI DEBITO

In ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi delle consistenze dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro si è collocato al 9,1 per cento, rimanendo invariato rispetto a settembre (cfr. tavola 3). Per quanto concerne la struttura per scadenze dei titoli di debito emessi, il tasso di incremento dell'emissione di titoli a breve termine è aumentato in ottobre al 21,8 per cento, dal 18,9 del mese precedente, mentre quello relativo all'emissione di titoli a lungo termine è lievemente diminuito, passando dall'8,0 al 7,7 per cento. Riguardo a questi ultimi, sempre in ottobre il tasso di espansione dei titoli a tasso variabile, pari al 15,3 per cento, è stato ancora una volta significativamente superiore a quello dei titoli a tasso fisso, collocatosi al 4,6 per cento nello stesso mese.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2007 ott.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 set.	2007 ott.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>12.014</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>9,1</b>	<b>9,1</b>
IFM	5.050	9,8	10,5	10,5	10,9	10,9	11,1
Società finanziarie non monetarie	1.388	28,2	27,3	28,9	28,4	27,3	26,9
Società non finanziarie	686	4,3	4,9	6,3	9,3	8,3	8,5
Amministrazioni pubbliche	4.890	2,8	2,4	3,2	3,3	3,3	3,1
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.575	2,4	2,1	3,1	3,3	3,2	3,0
Altre amministrazioni pubbliche	315	9,1	6,8	5,7	3,0	4,2	5,5
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>6.903</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
IFM	1.052	2,0	2,3	1,8	1,5	1,9	1,4
Società finanziarie non monetarie	629	1,1	1,0	1,5	1,4	1,1	3,5
Società non finanziarie	5.222	0,8	0,8	1,0	1,4	1,3	1,4

Fonte: BCE.

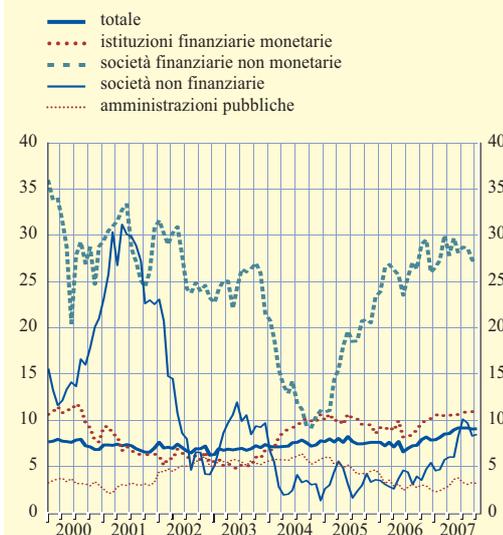
1) Per maggiori dettagli, cfr. le Note tecniche relative alle sezioni 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

Ciò potrebbe riflettere il protrarsi di una domanda piuttosto elevata di titoli a tasso variabile in un contesto caratterizzato da una curva dei rendimenti relativamente piatta.

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è lievemente aumentato in ottobre all'8,5 per cento, dall'8,3 del mese precedente (cfr. figura 7). In termini di struttura per scadenze, sempre in ottobre il tasso di crescita dei titoli di debito a lungo termine emessi da società non finanziarie è diminuito in misura considerevole al 5,3 per cento, dal 6,0 di settembre, mentre quello dei titoli di debito a breve termine emessi da società non finanziarie è aumentato di 4 punti percentuali, per collocarsi nello stesso mese al 25,2 per cento. In periodi di turbolenza dei mercati come quello appena verificatosi, può essere utile analizzare anche gli andamenti a breve termine sulla base di dati destagionalizzati relativi al periodo più recente. Ancorché sia necessaria cautela nell'interpretare questi ultimi dati, essi possono contribuire a individuare dei punti di svolta nelle serie storiche. I tassi di crescita sui tre mesi, espressi in ragione d'anno e calcolati sulla base di dati destagionalizzati, indicano che la crescita delle emissioni effettuate dalle società non finanziarie si è significativamente ridotta, probabilmente a causa dell'aumento dei differenziali di rendimento fra le obbligazioni societarie e i titoli di Stato. Dati forniti dal settore privato indicano che l'emissione di obbligazioni ad alto rendimento da parte di società non finanziarie è pressoché cessata.

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.

In ottobre il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è lievemente aumentato all'11,1 per cento, a indicazione del fatto che le banche riescono tuttora a raccogliere fondi nei mercati finanziari in misura tale da consentire loro di soddisfare la considerevole domanda derivante dalla crescita vigorosa dei prestiti alle società non finanziarie. Questo incremento va ricondotto alla vivace emissione di titoli a breve termine, il cui tasso di espansione è aumentato in ottobre al 25,2 per cento, valore di 1,4 punti percentuali superiore a quello registrato in settembre. Nello stesso periodo il tasso di variazione dell'emissione da parte delle IFM di titoli a lungo termine è lievemente diminuito all'8,9 per cento. I dati destagionalizzati per i titoli a lungo termine indicano un incremento di questo tasso in ottobre, dopo le marcate flessioni di agosto e settembre, in seguito al miglioramento, nel corso del mese, delle condizioni dei mercati finanziari. La crescita significativa dei titoli di debito a breve termine delle IFM negli ultimi mesi sarebbe connessa alle turbolenze nei mercati finanziari. Dal momento che i differenziali sulle obbligazioni a lungo termine sono aumentati in misura significativa a partire dall'estate, le banche hanno rifinanziato parte dei propri titoli a lungo termine mediante l'emissione di titoli di debito a breve.

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie, benché diminuito in misura modesta dal 27,3 per cento di settembre al 26,9 di ottobre, è rimasto tuttavia su un livello elevato. La maggior parte dell'attività di emissione in questo comparto è connessa alle attività di cartolarizzazione delle banche, che hanno risentito negativamente delle tensioni nei mercati finanziari. Nondimeno, sia in settembre che in ottobre l'attività di emissione netta è rimasta sostenuta, pur segnando una lieve moderazione. In ottobre il tasso di incremento dei titoli di debito emessi da questo settore è stato altresì sospinto verso l'alto da una importante transazione in un paese dell'area dell'euro.

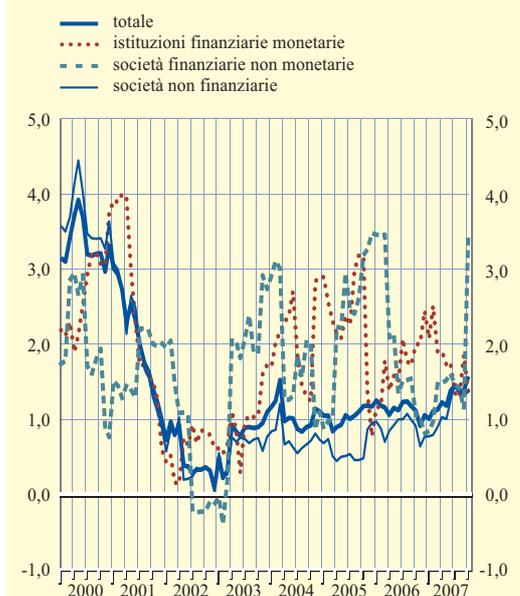
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è lievemente diminuito, passando in ottobre al 3,1 per cento dal 3,3 di settembre. Il calo è riconducibile a una moderata flessione della crescita dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni centrali, scesa dal 3,2 per cento di settembre al 3,0 di ottobre, mentre il tasso di variazione dell'emissione da parte delle altre amministrazioni pubbliche è aumentato al 5,5 per cento.

### AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è aumentato in ottobre all'1,6 per cento, dall'1,4 di settembre (cfr. tavola 3). L'andamento riflette il significativo incremento dei tassi di espansione delle azioni quotate emesse da istituzioni finanziarie non monetarie, mentre l'emissione da parte delle società non finanziarie è aumentata solo in misura modesta: i tassi di variazione si sono collocati rispettivamente al 3,5 e all'1,4 per cento. Il tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle IFM è diminuito in ottobre di 0,5 punti percentuali, all'1,4 per cento (cfr. figura 8).

**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.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*In dicembre i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono aumentati significativamente, di riflesso alle consuete tensioni che caratterizzano tale mercato verso la fine dell'anno. Agli inizi di gennaio, al venir meno di queste tensioni, tali tassi sono tornati sui livelli di fine novembre. Nondimeno, rispetto ai valori storici i differenziali fra i tassi sui depositi non garantiti e garantiti restano eccezionalmente pronunciati per le scadenze oltre il brevissimo termine.*

In dicembre i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono cresciuti significativamente. Ciò riflette le consuete tensioni che caratterizzano il mercato monetario verso la fine dell'anno, esacerbate questa volta dalle condizioni osservate in tale mercato a partire da agosto. Agli inizi di gennaio, una volta venute meno le tensioni di fine anno, tali tassi sono calati, tornando su livelli sostanzialmente analoghi a quelli osservati a fine novembre. Il 9 gennaio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente al 4,21, 4,60, 4,64 e 4,65 per cento, ossia a 62, 24, 14 e 6 punti base in meno rispetto al 3 dicembre (cfr. figura 9).

Il differenziale fra i tassi Euribor a dodici mesi e a un mese è salito a 44 punti base il 9 gennaio, a fronte di -12 punti base il 3 dicembre (cfr. figura 9), di riflesso all'esaurirsi dell'effetto di fine anno per le scadenze più brevi. Inoltre, i differenziali fra i tassi Euribor sui depositi privi di garanzia e i tassi sui depositi con garanzia quali l'Eurepo (l'indice per i contratti pronti contro termine del settore privato) sono rimasti su livelli storicamente elevati a causa delle tensioni osservate nei mercati monetari a partire da agosto. Nondimeno, tali differenziali sono andati leggermente calando dall'inizio di dicembre. Dopo essersi situato a 82 punti base il 3 dicembre, il differenziale fra l'Euribor e l'Eurepo a tre mesi è sceso fino a toccare i 55 punti base il 9 gennaio, anche qui in larga misura a causa del trascorrere del periodo di fine anno.

Il 9 gennaio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo, giugno e settembre 2008 si collocavano rispettivamente al 4,50, 4,33 e 4,17 per cento, con un aumento di 7, 9 e 7 punti base rispetto ai livelli registrati il 3 dicembre.

Il 6 dicembre 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 (ORP) dell'Eurosistema.

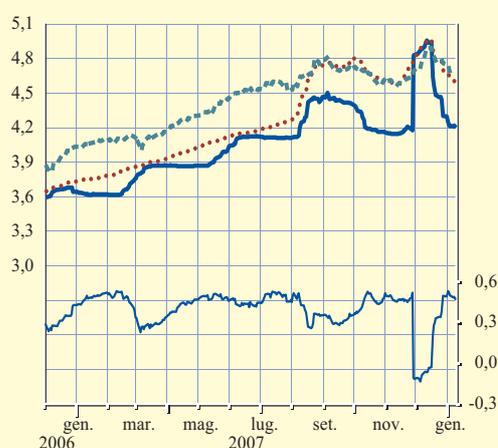
Considerata la situazione di liquidità prevista dalla BCE alla fine del periodo di mantenimento avente termine l'11 dicembre, nell'ultimo giorno del periodo è stata condotta un'operazione di regolazione puntuale con la quale la BCE ha assorbito dal mercato 21 miliardi di euro. L'Eonia si è portato quel giorno al 4,038 per cento (cfr. figura 10). Nei primi giorni del nuovo periodo di mantenimento, con termine il 15 gennaio, l'Eonia si è stabilizzato intorno al 4 per cento, prima di collocarsi al di sotto di tale livello verso la fine dell'anno, in particolare negli ultimi giorni di contrattazione del 2007. All'inizio di gennaio l'Eonia è tornato su valori che rientrano maggiormente nella norma, prossimi al 4 per cento.

Nel corso di dicembre le tensioni nel mercato monetario si sono acuite a causa delle incertezze relative alla fine dell'anno. In tale contesto, nell'ultimo periodo di mantenimento del 2007, iniziato il 12 dicembre, 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 al termine del periodo. Di conseguenza, l'11 dicembre, nella prima operazione di rifinanziamento principale ordinaria settimanale del periodo, la BCE ha aggiudicato 218,5 miliardi di euro (ossia 35 miliardi in più del volume di riferimento).

**Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario**

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

**Figura 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.

Il 18 dicembre, nella seconda ORP del periodo (condotta come operazione di due settimane con l'impegno di soddisfare tutte le richieste a un tasso pari o superiore al 4,21 per cento), la BCE ha aggiudicato complessivamente 348,607 miliardi di euro (168,1 miliardi in eccesso rispetto al volume di riferimento). Ulteriori 20 miliardi di euro sono stati aggiudicati nella terza ORP, il 28 dicembre. Nel corso del periodo di fine anno e nei primi giorni dell'anno nuovo sono state effettuate frequenti operazioni di regolazione puntuale al fine di assorbire la liquidità in eccesso nel mercato. Il 3 gennaio, nella quarta ORP del periodo di mantenimento, la BCE ha aggiudicato un totale di 128,5 miliardi di euro, e nell'ultima ORP del periodo 151,5 miliardi. I tassi marginali per queste cinque operazioni sono stati rispettivamente del 4,18, 4,21, 4,20, 4,18 e 4,20 per cento.

Il 12 dicembre è stata effettuata un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine aggiuntiva (con un importo di aggiudicazione fisso di 60 miliardi di euro) in cui la BCE ha aggiudicato l'intero ammontare, con tassi marginale e medio ponderato pari rispettivamente al 4,81 e al 4,88 per cento. Il 20 dicembre, nell'operazione ordinaria di rifinanziamento a più lungo termine (condotta con un importo di aggiudicazione fisso di 50 miliardi di euro), la BCE ha aggiudicato 48,476 miliardi di euro con tassi marginale e medio ponderato pari rispettivamente al 4,00 e 4,56 per cento. Il tasso marginale di questa operazione risultava inferiore di 79 punti base all'Euribor a tre mesi prevalente alla stessa data.

I sistemi di pagamento e di compensazione e regolamento in titoli svolgono un ruolo fondamentale in un'economia moderna. Il loro ordinato funzionamento è essenziale per la conduzione efficiente della politica monetaria. Il riquadro 2 esamina il nuovo quadro di riferimento per le statistiche sui pagamenti e sulla negoziazione, compensazione e regolamento in titoli.

## Riquadro 2

**RASSEGNA DELLE STATISTICHE IN MATERIA DI PAGAMENTI E DI NEGOZIAZIONE, COMPENSAZIONE E REGOLAMENTO IN TITOLI**

A partire dal 16 novembre 2007 le statistiche in materia di pagamenti e di negoziazione, compensazione e regolamento in titoli sono disponibili in formato elettronico all'interno dello Statistical Data Warehouse (SDW) della BCE, accessibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo <http://sdw.ecb.europa.eu>. La pubblicazione delle statistiche sotto questa forma è il risultato di una revisione esaustiva condotta fra il 2004 e il 2006, con cui la BCE, le banche centrali nazionali dell'UE e i vari fornitori di dati coinvolti hanno creato e reso operativo un migliore schema statistico per i pagamenti e la negoziazione, compensazione e regolamento in titoli. Tali iniziative hanno portato a una considerevole armonizzazione dei relativi dati.

**Sviluppo delle statistiche sui pagamenti e sui titoli**

La BCE pubblica statistiche annuali sui sistemi di pagamento e di gestione delle operazioni in titoli nell'UE. Tali statistiche rappresentano una fonte unica di dati per un vasto pubblico e sono utilizzate per vari scopi, che vanno dall'analisi di questioni di *policy* al corretto esercizio della sorveglianza da parte delle banche centrali, dalla valutazione del grado di sviluppo e delle posizioni di mercato delle banche alle diverse attività di ricerca di esponenti accademici e studenti.

Le banche centrali nazionali dell'UE hanno originariamente iniziato a raccogliere statistiche sui pagamenti e sui titoli alla fine degli anni ottanta utilizzando un approccio decentrato. Tali statistiche si fondavano in ampia misura su dati segnalati volontariamente e venivano compilate al fine di soddisfare l'esigenza di condurre alcune semplici valutazioni. La portata di tali dati è stata estesa in linea con l'evoluzione del mercato (ad esempio per tenere conto delle transazioni effettuate mediante moneta elettronica), sempre facendo affidamento a uno schema metodologico non vincolante e a forme basilari di trattamento dei dati. In seguito all'aumento del numero di paesi segnalanti, all'ampliamento della gamma di dati e alla crescita del livello generale di interesse per le statistiche all'inizio del duemila, la BCE e le banche centrali nazionali dell'UE hanno rivisto e migliorato la robustezza metodologica e la comparabilità dei dati grazie all'armonizzazione delle metodologie e alla creazione di un quadro giuridico di requisiti di segnalazione comuni. I dati sono attualmente raccolti nell'SDW, che permette un facile accesso e offre varie opzioni di visualizzazione e *download*. Le nuove procedure adottate hanno inoltre consentito di migliorare la tempestività delle statistiche, che sono oggi disponibili a meno di undici mesi dalla fine dell'anno cui si riferiscono. Per il 2008 si prevedono ulteriori miglioramenti in tal senso, che dovrebbero ridurre tale intervallo a meno di dieci mesi.

**Statistiche sui pagamenti e sui sistemi di pagamento**

Nel caso delle statistiche sui pagamenti e sui sistemi di pagamento, l'opera di revisione si è incentrata sull'armonizzazione internazionale dei concetti utilizzati. È stata inoltre leggermente ampliata la copertura statistica e sono state apportate alcune modifiche alle scomposizioni. I requisiti di segnalazione delle statistiche sui pagamenti sono ora fissati in un indirizzo della BCE<sup>1)</sup>. I dati partono dal 2000 e comprendono i pagamenti effettuati senza contante da istituzioni diverse dalle IFM e i sistemi di trasferimento interbancario di fondi.

1) Indirizzo della Banca centrale europea, del 1° agosto 2007, relativo alle statistiche monetarie, delle istituzioni e dei mercati finanziari (rifusione) (BCE/2007/9).

Le statistiche sui pagamenti effettuati senza contante dalle istituzioni diverse dalle IFM includono tutte le transazioni, nazionali e internazionali, l'ordinante e/o il beneficiario sono istituzioni diverse dalle IFM<sup>2)</sup>. Tali statistiche sono ripartite in base allo strumento di pagamento, come illustrato nella figura A.

I pagamenti in parola sono effettuati tramite diversi strumenti e vengono compensati e regolati con modalità differenti nei vari Stati membri dell'UE, a seconda delle specificità dei sistemi di pagamento nazionali. Di conseguenza, le istituzioni segnalanti sono svariate migliaia, in gran parte banche o associazioni bancarie, ma anche fornitori di infrastrutture di compensazione e regolamento e altre istituzioni che offrono servizi di pagamento in base alla definizione contenuta nella Direttiva sui servizi di pagamento<sup>3)</sup>. Ciò spiega alcune delle difficoltà incontrate in passato nell'applicare concetti e metodologie armonizzati in sede di raccolta dei dati sui pagamenti e sui titoli.

Le statistiche sui sistemi di trasferimento interbancario di fondi si riferiscono non soltanto alla partecipazione diretta e indiretta ai sistemi di pagamento, ma anche alle operazioni di pagamento effettuate dagli istituti di credito e dalle istituzioni diverse dalle IFM incluse in un elenco armonizzato di tipologie di transazioni. Sono inoltre riportati i dati sul grado di concentrazione delle operazioni fra i cinque ordinanti principali. I 58 sistemi di pagamento che attualmente partecipano alle segnalazioni sono i più importanti dell'UE. Poiché il numero dei sistemi è ristretto e la gamma di transazioni in ciascuno di essi è limitata e dettata dalle regole del sistema stesso, le procedure di raccolta dei dati sono meno complesse che nel caso delle statistiche sui pagamenti effettuati senza contante dalle istituzioni diverse dalle IFM.

Le statistiche forniscono una panoramica dell'utilizzo dei sistemi di pagamento nei singoli paesi. Esso dipende da svariati fattori, come la struttura del sistema bancario, la configurazione istituzionale del sistema dei pagamenti nazionale e l'assetto giuridico relativo agli strumenti di pagamento.

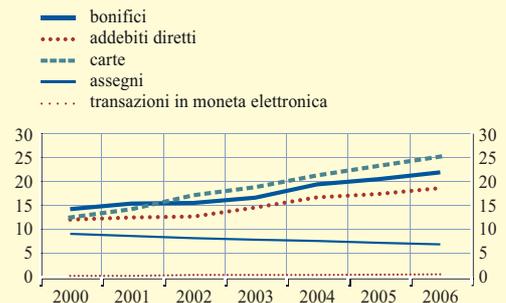
### Statistiche relative a negoziazione, compensazione e regolamento in titoli

In passato le statistiche su negoziazione, compensazione e regolamento in titoli erano meno sviluppate di quelle sui pagamenti e sui sistemi di pagamento. Per questo motivo la loro revisione è stata mirata all'elaborazione di requisiti dettagliati di segnalazione e di metodologie armonizzate, che hanno prodotto statistiche più esaurienti. I dati sul regolamento in titoli oggi disponibili partono dal 2005, quelli su negoziazioni e compensazione dal 2006. Le statistiche relative alla negoziazione, compensazione e regolamento in titoli sono state redatte seguendo la normativa nazionale vigente o gli accordi quadro conclusi con i fornitori dei dati.

- 2) Le istituzioni diverse dalle IFM comprendono: società non finanziarie, famiglie, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, amministrazioni pubbliche comprese le amministrazioni centrali, altri intermediari finanziari e ausiliari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione.
- 3) Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno.

**Figura A** Uso degli strumenti di pagamento da parte di soggetti diversi dalle IFM nell'area dell'euro

(miliardi di transazioni per anno)



Fonte: BCE.

Le statistiche sulla negoziazione in titoli provengono dalle borse valori – per lo più tramite la Federazione delle Borse europee (Federation of European Securities Exchanges) – e da altri sistemi che rispondono alla definizione di mercati regolamentati fornita dalla Direttiva sui servizi di investimento<sup>4)</sup>. I dati includono il numero di partecipanti diretti, quello dei titoli quotati a fine anno, la capitalizzazione di mercato delle società quotate a fine anno e il numero e il valore totali delle negoziazioni portate a termine.

Le statistiche sulla compensazione titoli sono fornite dalle controparti centrali, alcune delle quali offrono servizi di compensazione in vari paesi europei. I dati comprendono il numero di partecipanti alla compensazione a fine anno e i vari tipi di transazioni oggetto di compensazione (come derivati OTC e non OTC, pronti contro termine e operazioni di compravendita definitiva). Essi specificano inoltre se i contratti sono stati compensati o trasferiti mediante un collegamento di *clearing* fra due CCP<sup>5)</sup>.

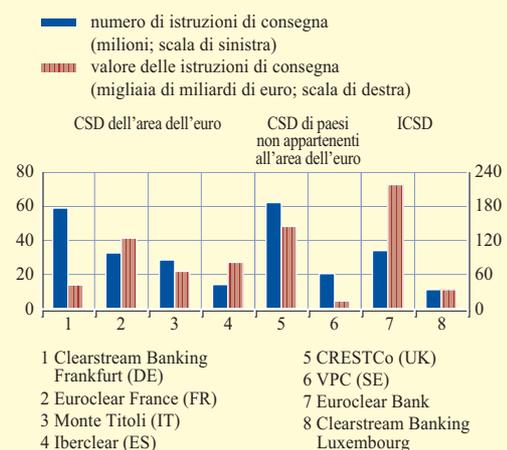
Le statistiche sul regolamento titoli sono segnalate dai depositari centrali (CSD), compresi quelli internazionali (ICSD) situati in Belgio e Lussemburgo. Esse coprono la partecipazione diretta ai CSD, i titoli detenuti sui conti a fine anno, il numero e il valore delle istruzioni di consegna relative ai titoli spostati da un conto all'altro durante l'anno (come mostra la figura B per i principali CSD nell'UE) e le nuove emissioni e i rimborsi di titoli collocati attraverso CSD o originariamente detenuti in custodia presso di essi.

### Prospettive

Il nuovo quadro di riferimento statistico dovrebbe rimanere stabile fino al 2011, in modo da permettere ai fornitori di dati, alle banche centrali nazionali e agli utenti di adattarsi ai nuovi requisiti e acquisire esperienza con le nuove statistiche. Tuttavia, proseguirà il dialogo fra le parti interessate al fine di individuare le potenziali implicazioni di nuovi sviluppi quali l'attuazione della SEPA e della DSP.

4) Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, nella versione emendata.  
5) Ciò avviene allorché l'acquirente e il venditore sono membri di CC diverse.

**Figura B Volume di affari nei principali sistemi di deposito accentrato nell'UE<sup>1)</sup> nel 2006**



Fonte: BCE.  
1) CSD con un valore di istruzioni di consegna superiore a 10 mila miliardi di euro.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In dicembre e agli inizi di gennaio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno subito oscillazioni considerevoli, ma sono complessivamente variati di poco rispetto ai livelli di fine novembre. La forte tendenza al ribasso dei rendimenti osservata nei mesi precedenti ha inizialmente segnato un'inversione, allorché i segmenti più rischiosi dei mercati finanziari hanno dato i primi segni di stabilizzazione. Successivamente i timori per le prospettive dell'economia statunitense

sono tornati a intensificarsi, spingendo ulteriormente al ribasso i rendimenti obbligazionari su scala mondiale. La volatilità implicita del mercato obbligazionario ha toccato nuovi massimi negli Stati Uniti, mentre si è stabilizzata su livelli elevati nell'area dell'euro.

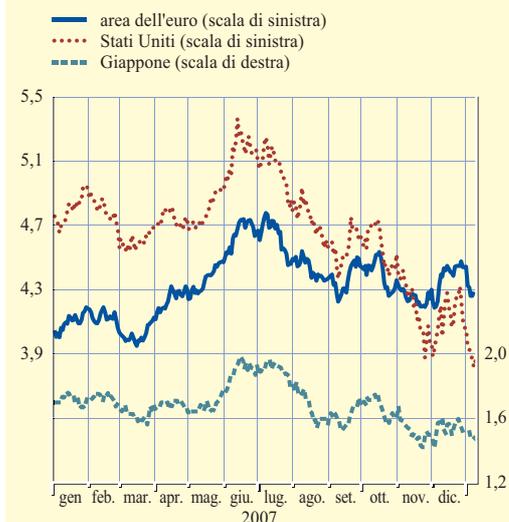
Dopo l'ultima impennata della volatilità dei mercati finanziari in novembre, agli inizi di dicembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono tornati a crescere di fronte a segnali di stabilizzazione dei mercati azionari e del credito. Verso la fine di dicembre e agli inizi di gennaio, tuttavia, i rendimenti obbligazionari si sono trovati nuovamente sotto pressione a seguito della pubblicazione di dati relativi alle condizioni del mercato degli immobili residenziali e del clima di fiducia delle imprese negli Stati Uniti, rivelatisi inferiori alle aspettative degli operatori. Complessivamente, fra la fine di novembre e il 9 gennaio i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono calati leggermente nell'area dell'euro e in misura più pronunciata negli Stati Uniti, chiudendo tale periodo rispettivamente al 4,2 e 3,9 per cento (cfr. figura 11). Di conseguenza, il differenziale di rendimento fra i titoli obbligazionari a lungo termine degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è lievemente ampliato in termini assoluti nel periodo in esame. In Giappone il rendimento dei titoli di Stato decennali è rimasto pressoché invariato rispetto a fine novembre, collocandosi intorno all'1,5 per cento il 9 gennaio. L'incertezza degli operatori circa gli andamenti a breve termine nei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita ricavata dal prezzo delle opzioni, è rimasta elevata nell'area dell'euro ed è salita a livelli insolitamente alti negli Stati Uniti.

L'incremento dei rendimenti a lungo termine statunitensi durante gran parte di dicembre è parso derivare principalmente da un nuovo aumento dei premi per il rischio sul mercato obbligazionario, che in novembre erano fortemente diminuiti. Tale aumento è probabilmente ascrivibile alla parziale inversione da parte degli investitori delle precedenti riallocazioni di portafoglio verso titoli più sicuri. Inoltre, la pubblicazione dei dati di novembre sull'inflazione dei prezzi alla produzione e al consumo, risultati superiori alle aspettative del mercato, ha contribuito alle pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari. Per contro, l'11 dicembre la decisione del Federal Open Market Committee (FOMC) di abbassare di 25 punti base, al 4,25 per cento, l'obiettivo per il tasso sui *federal funds* e la relativa comunicazione hanno innescato un calo percepibile, seppur di durata abbastanza breve, dei rendimenti obbligazionari su tutte le scadenze in un contesto di forte flessione dei corsi azionari. I più recenti cali dei rendimenti obbligazionari nominali, dovuti in larga misura a decrementi dei rendimenti reali, sembrano principalmente riconducibili alle crescenti preoccupazioni degli operatori riguardo alle prospettive dell'attività economica negli Stati Uniti. I tassi di inflazione di pareggio a termine per gli orizzonti lunghi sono rimasti su livelli elevati durante tutto il periodo in rassegna.

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno generalmente seguito l'incremento di quelli statunitensi agli inizi di dicembre, per poi oscillare invece all'interno di

**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.

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

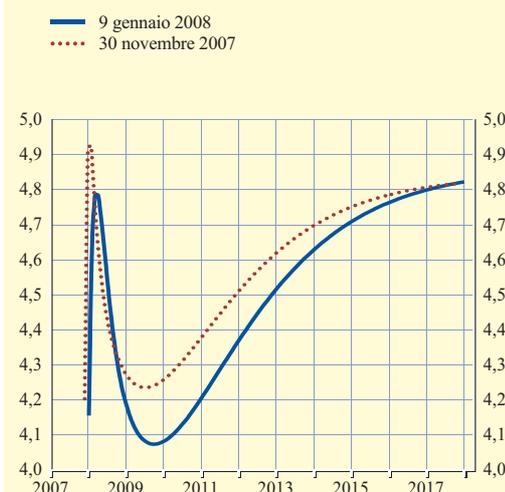
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



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.

un intervallo di valori piuttosto ristretto. Gli iniziali aumenti dei rendimenti obbligazionari nominali a lungo termine nell'area dell'euro sono da ascrivere prevalentemente alla crescita dei rendimenti reali, misurati dai rendimenti delle obbligazioni indicizzate a lungo termine. Ciò fa ritenere che gli operatori di mercato continuino a ritenere che le prospettive per l'attività economica nell'area dell'euro, nonostante i recenti segnali di moderazione, siano relativamente favorevoli. Al riguardo, va inoltre notato che i rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area restano su livelli analoghi a quelli osservati in maggio, prima che iniziassero le turbolenze finanziarie.

I tassi di inflazione di pareggio a lungo termine per tutte le scadenze sono variati di poco nel corso del periodo in esame. Il 9 gennaio il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, un indicatore delle sole aspettative di inflazione a lungo termine e dei connessi premi al rischio, continuava pertanto a collocarsi sul livello piuttosto elevato del 2,4 per cento circa (cfr. figura 12).

Tra la fine di novembre e gli inizi di gennaio nell'area dell'euro la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti si è spostata verso il basso di circa 10 punti base sulle scadenze a medio termine (cfr. figura 13), mentre sulle scadenze lunghe i tassi sono rimasti pressoché invariati. La decisione presa il 6 dicembre dalla BCE di mantenere costanti i tassi di interesse di riferimento è stata ampiamente anticipata dagli operatori, producendo pertanto effetti modesti sulla curva dei tassi a termine.

In generale, i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie di qualità elevata (*investment-grade*) nell'area dell'euro si sono stabilizzati in dicembre, dopo essere notevolmente cresciuti

nel mese precedente. Benché gli *spread* applicati alle società con più elevato merito di credito siano rimasti sostanzialmente stabili, nel periodo in esame il costo relativo del finanziamento obbligazionario per le società con rating BBB, misurato dal differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato comparabili, è ulteriormente cresciuto di circa 25 punti base. Gli *spread* nel comparto a rendimento elevato sono aumentati in misura percepibile, specie verso la fine del periodo in esame. L'attuale alto livello degli *spread* sulle obbligazioni societarie rispecchia probabilmente la maggiore entità del rischio percepito dagli investitori.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In ottobre gli andamenti dei tassi d'interesse delle IFM sono stati contrastanti. Considerando un periodo più lungo, la trasmissione dei tassi di interesse di mercato a breve termine a quelli bancari è stata sostanzialmente in linea con gli andamenti storici, mentre il differenziale tra i titoli di Stato e i tassi di interesse a lungo termine delle IFM si è ampliato significativamente, riflettendo l'aumento dei costi di finanziamento delle banche.

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

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

							Variazione in punti base fino a ottobre 2007 <sup>2)</sup>		
	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 set.	2007 ott.	2007 mar.	2007 giu.	2007 set.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui depositi</b>									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,87	3,27	3,51	3,77	4,07	4,10	59	33	3
con durata prestabilita oltre due anni	2,68	2,84	2,71	2,73	3,08	3,22	51	49	14
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,26	2,37	2,38	2,41	2,57	2,59	21	18	2
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,68	2,86	3,14	3,31	3,50	3,57	43	26	7
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie									
Depositi detenuti da società non finanziarie	1,36	1,53	1,72	1,79	1,92	1,95	23	16	3
con durata prestabilita fino a un anno	2,98	3,47	3,67	3,93	4,13	4,07	40	14	-6
con durata prestabilita oltre due anni	3,70	4,03	3,61	4,09	4,37	4,51	90	42	14
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	7,79	7,60	7,69	8,09	8,50	8,09	40	0	-41
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	5,23	5,29	51	30	6
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni									
	4,63	4,55	4,69	4,89	5,08	5,07	38	18	-1
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie									
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	5,92	5,95	66	42	3
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,59	4,67	4,83	5,00	5,24	5,26	43	26	2
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	4,68	4,90	5,21	5,10	42	20	-11
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,48	4,63	4,86	5,17	5,43	5,33	47	16	-10
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	3,34	3,68	3,89	4,15	4,74	4,69	80	54	-5
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	3,62	3,79	3,94	4,45	4,10	4,11	17	-34	1
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,70	3,83	3,95	4,57	4,19	4,21	26	-36	2

Fonte: BCE.

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

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

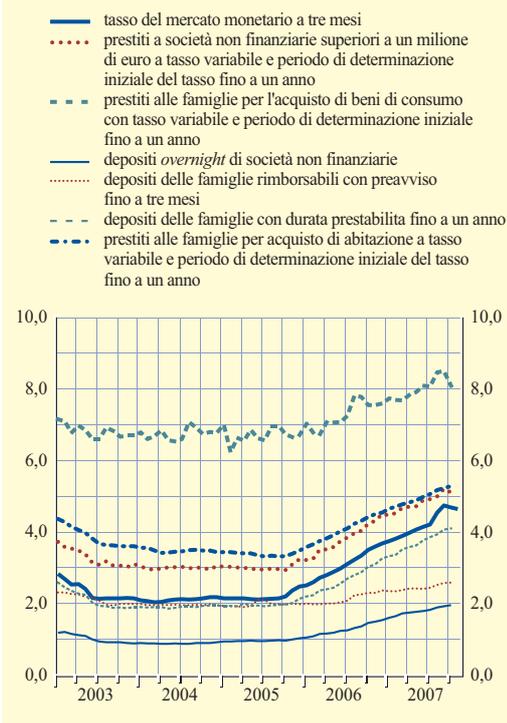
In ottobre gli andamenti dei tassi di interesse a breve termine delle IFM su depositi e prestiti sono stati contrastanti, variando a seconda dei settori (cfr. tavola 4 e figura 14), dopo che in agosto e settembre si erano registrati aumenti generalizzati. Il calo più significativo ha interessato i tassi sui nuovi prestiti a fini di consumo erogati alle famiglie, che fra settembre e ottobre sono scesi di 41 punti base, annullando l'incremento registrato nel mese precedente. Questi tassi, tuttavia, si caratterizzano spesso per un'elevata volatilità. I tassi di interesse sui nuovi prestiti con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono aumentati di 6 punti base in ottobre, mentre quelli sui nuovi prestiti con tasso variabile e stessa determinazione iniziale del tasso a favore delle società non finanziarie sono cresciuti di 3 punti base. Per contro, i tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione di euro erogati alle società non finanziarie sono diminuiti di 11 punti base, probabilmente per effetto del concomitante calo degli *spread* sulle obbligazioni societarie in ottobre. Inoltre, i tassi bancari sui depositi con scadenza prestabilita fino a un anno detenuti da queste stesse società sono calati di 6 punti base circa, mentre quelli sui depositi con pari scadenza delle famiglie hanno subito un ritocco al rialzo di 3 punti base. Nello stesso periodo i tassi del mercato monetario a tre mesi hanno segnato una flessione di 5 punti base. Nel complesso, l'interruzione in ottobre della tendenza ascendente dei tassi di interesse bancari a breve termine riflette il miglioramento nel mese delle condizioni del mercato finanziario, in particolar modo per le imprese.

In una retrospettiva di più lungo periodo, i tassi di interesse a breve termine delle IFM sono generalmente aumentati negli ultimi mesi, in linea con gli andamenti dei tassi di mercato. Fra giugno e ottobre, un periodo contraddistinto da un'accresciuta volatilità del mercato finanziario e da tensioni sul mercato del credito, i tassi del mercato monetario a tre mesi sono aumentati di 50 punti base. Contemporaneamente, i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui depositi delle famiglie si sono accresciuti di 33 punti base e quelli sui prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie di 42 punti base, mentre i tassi sui mutui per l'acquisto di abitazioni hanno segnato un incremento di 30 punti base e quelli sui prestiti al consumo sono rimasti invariati.

In ottobre i tassi di interesse a lungo termine delle IFM sui depositi con scadenza superiore ai due anni sono aumentati significativamente, con un rialzo di 14 punti base sia per i depositi delle famiglie sia per quelli delle società non finanziarie (cfr. tavola 4 e figura 15), mentre il rendimento sui titoli di Stato a due anni è rimasto sostanzialmente invariato fra settembre e ottobre. Al

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



Fonte: BCE.

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

contempo i tassi a lungo termine delle IFM sui mutui per l'acquisto di abitazioni alle famiglie e sui prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie non sono variati, mentre quelli sui prestiti a lungo termine di importo superiore al milione di euro concessi a società non finanziarie sono calati di 10 punti base. In generale, si osserva che la trasmissione dei tassi ufficiali ai tassi attivi delle banche continua a essere sostanzialmente in linea con i parametri storici. Il decremento registrato in ottobre per i tassi sui prestiti a società non finanziarie concorda inoltre con il calo del rischio di credito percepito dagli operatori, come mostrano il restringimento degli *spread* sui *credit default swap* e sulle obbligazioni societarie e il calo dei tassi *swap* fra metà settembre e fine ottobre.

In una prospettiva di più lungo periodo, il differenziale fra i tassi di interesse a lungo termine delle IFM e i rendimenti dei titoli di Stato è cresciuto significativamente negli ultimi mesi. Fra giugno e ottobre i rendimenti dei titoli di Stato a due e a cinque anni nell'area dell'euro si sono ridotti rispettivamente di circa 30 e 40 punti base, mentre i tassi sui depositi a lungo termine delle famiglie sono aumentati di 49 punti base, quelli sui mutui per l'acquisto di abitazioni con determinazione iniziale del tasso da cinque a dieci anni di 18 punti base e i tassi dei prestiti a società non finanziarie con determinazione iniziale del tasso oltre i cinque anni sono cresciuti da 16 a 26 punti base, a seconda

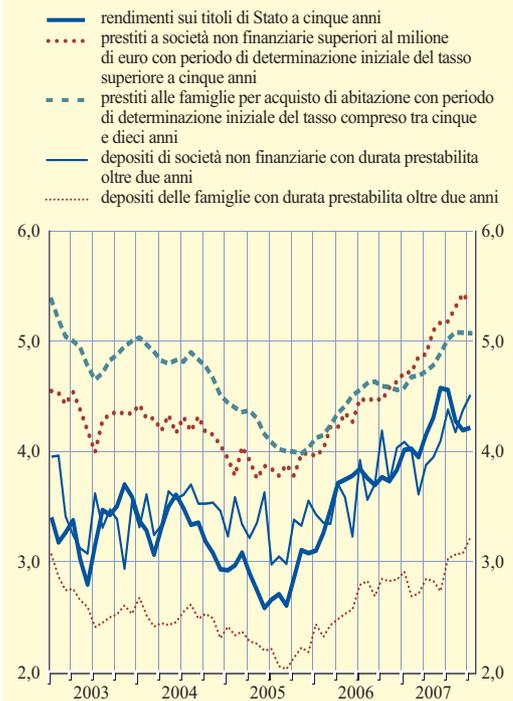
dell'importo del prestito. Nel complesso, esaminando il periodo fino a ottobre, le banche sembrano aver trasmesso alla clientela una parte dell'aumento dei costi di raccolta derivante dalle difficoltà nei mercati monetari a breve termine e in altri segmenti del mercato finanziario. A titolo di esempio, i differenziali di rendimento delle obbligazioni emesse dalle banche, misurati dall'indice Iboxx, si sono ampliati di 55 punti base fra giugno e ottobre.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

*Dopo il considerevole recupero messo a segno fra la fine di novembre e gli inizi di dicembre, le quotazioni azionarie hanno generalmente seguito una tendenza al ribasso, di fronte al riemergere dei timori riguardo alle prospettive di crescita economica, particolarmente negli Stati Uniti. Negli ultimi mesi la crescita degli utili effettivi è rimasta robusta nell'area dell'euro, ma ha dato chiari segni di moderazione negli Stati Uniti. Per contro, i dati sugli utili attesi sembrano continuare a favorire i corsi azionari in entrambi i mercati. La volatilità implicita del mercato azionario è aumentata leggermente rispetto ai livelli già elevati di fine novembre.*

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

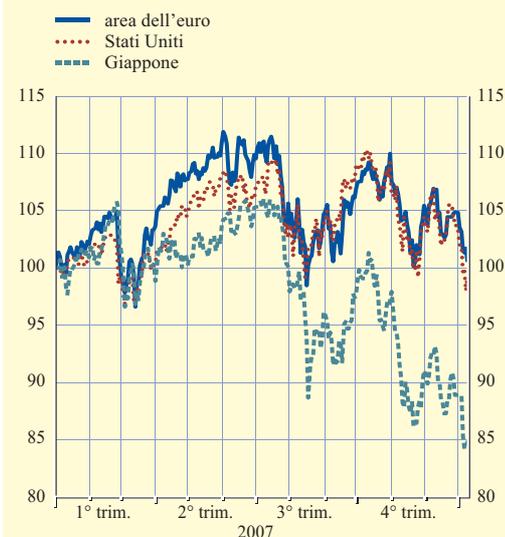


Fonte: BCE.

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

**Figura 16 Indici dei corsi azionari**

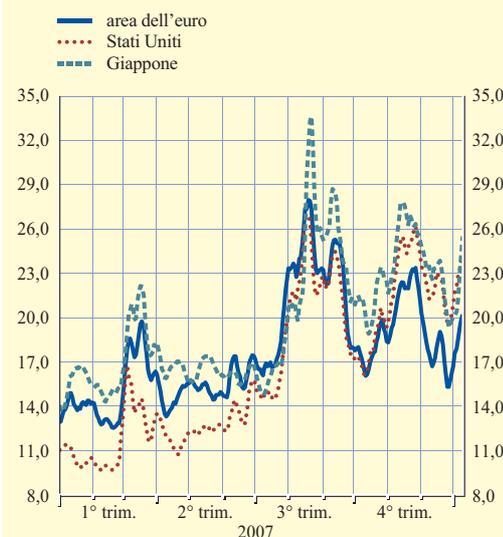
(indice: 1° gennaio 2007 = 100; dati giornalieri)



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 giorni, 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.

All'inizio di dicembre gli indici azionari generali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno segnato un sensibile recupero, dopo le forti ondate di vendite di novembre (cfr. figura 16). Successivamente, verso la fine dell'anno e agli inizi di gennaio, i mercati azionari hanno subito un nuovo arretramento, allorché si sono rinnovati i timori riguardo alle prospettive per la crescita economica, in particolare negli Stati Uniti. Nel complesso, le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, hanno perso il 5 per cento circa fra fine novembre e il 9 gennaio. I corsi azionari statunitensi, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono anch'essi calati approssimativamente del 5 per cento, mentre in Giappone l'indice Nikkei 225 ha subito un calo più marcato, dell'ordine del 7 per cento.

La flessione dei corsi azionari negli Stati Uniti riflette probabilmente, fra l'altro, la correzione al ribasso delle percezioni degli investitori riguardo alle prospettive per l'attività economica in generale – e quindi per i profitti societari – nel paese, innescata dalla pubblicazione dei più recenti dati macroeconomici. Le statistiche sull'andamento dei mercati delle abitazioni e del lavoro e i dati sul clima di fiducia nel settore manifatturiero si sono rivelati generalmente inferiori alle aspettative del mercato, esercitando così pressioni al ribasso sulle quotazioni azionarie, specie quelle del comparto finanziario. Benché i dati sulla crescita attesa degli utili delle società comprese nell'indice Standard & Poor's 500 siano rimasti su livelli discreti in dicembre, la tendenza a ridursi del tasso di crescita degli utili effettivi per azione osservata negli ultimi mesi si è fatta ancora più pronunciata. Inoltre, in dicembre un numero maggiore di società e di analisti professionisti del mercato azionario hanno riveduto al ribasso le loro stime sugli utili, sia quelle per i dodici mesi a venire, sia quelle relative ai prossimi tre-cinque anni.

In linea con gli andamenti dei mercati azionari a livello mondiale, nell'area dell'euro i corsi delle azioni sono calati nel periodo in rassegna. Benché il loro andamento sia stato leggermente più positivo di quello di altri importanti mercati, le preoccupazioni degli operatori circa gli effetti di contagio derivanti da una decelerazione possibilmente più marcata del previsto negli Stati Uniti sembrano aver ridotto la propensione al rischio degli investitori anche nei confronti delle azioni dell'area dell'euro. Tuttavia, la perdurante robusta crescita degli utili effettivi e prospettici delle società dell'area in dicembre ha continuato a sostenere i corsi azionari di questa regione. La crescita effettiva sull'anno precedente degli utili per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx si è collocata al 15 per cento in dicembre, in lieve aumento rispetto al mese precedente, e gli analisti di mercato prevedevano, analogamente a novembre, che essa sarebbe proseguita a un tasso del 9 per cento nei dodici mesi successivi e dell'8 per cento nei tre-cinque anni a venire. Oltre alla protratta forte crescita degli utili effettivi, l'analisi degli ultimi indicatori del clima di fiducia delle imprese nell'area dell'euro fa ritenere che non soltanto gli analisti, ma anche le società stesse restino ottimiste riguardo alle prospettive economiche. Per quanto concerne gli andamenti settoriali, gli unici guadagni si sono registrati nei settori delle materie prime e del petrolio e del gas naturale, coerentemente con la recente impennata dei prezzi del greggio e di altre materie prime, e nei settori non ciclici dei servizi sanitari e di quelli di pubblica utilità.

La volatilità implicita del mercato azionario, che rappresenta una misura dell'incertezza degli operatori riguardo all'evoluzione di questo mercato nel breve periodo, ha continuato ad aumentare leggermente nelle principali aree (cfr. figura 17). Di conseguenza, sembra perdurare l'insolita configurazione, emersa in novembre, che vede la volatilità implicita statunitense significativamente superiore a quella corrispondente dell'area dell'euro.

## 3 PREZZI E COSTI

Si stima che in dicembre 2007 l'inflazione misurata sullo IAPC sia rimasta invariata al 3,1 per cento, dopo essere aumentata considerevolmente in novembre. Tale andamento è stato essenzialmente determinato dai rincari di beni energetici e alimentari. Permangono forti spinte inflazionistiche lungo la catena produttiva e le pressioni sui costi degli input sono elevate, specie nei servizi. Nel complesso, per i prossimi mesi ci si attende che l'inflazione armonizzata si mantenga nettamente al di sopra del 2 per cento e torni gradualmente su valori moderati nel corso del 2008. Le attese di contenimento dell'inflazione si basano sull'ipotesi che i recenti rincari delle materie prime nei mercati mondiali mostrino un'inversione di tendenza, come risulta dalle quotazioni correnti dei contratti futures, e, in misura più rilevante, che non si concretizzino effetti di secondo impatto generalizzati sul processo di determinazione di salari e prezzi. I dati hanno pienamente confermato che tale scenario è soggetto a rischi verso l'alto, connessi alla possibilità che la dinamica salariale risulti più vivace rispetto alle attese correnti, tenuto conto dell'esistenza di vincoli di capacità e dei segnali positivi provenienti dai mercati del lavoro. Inoltre, il potere delle imprese nel determinare i prezzi, specie in segmenti di mercato a minore concorrenza, potrebbe essere superiore alle attese. Infine, potrebbero verificarsi ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli, protraendo la vigorosa tendenza verso l'alto osservata negli ultimi mesi, nonché incrementi non anticipati di prezzi amministrati e imposte indirette.

### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER DICEMBRE 2007

Secondo la stima rapida diffusa dall'Eurostat, in dicembre l'inflazione armonizzata si sarebbe collocata al 3,1 per cento, invariata da novembre (cfr. tavola 5). Sebbene non siano ancora disponibili stime ufficiali sui dati disaggregati per le componenti dell'indice in dicembre, riscontri aneddotici suggeriscono che in diversi paesi l'andamento della componente energetica ha esercitato pressioni al ribasso sull'indice complessivo. Questo impatto verso il basso potrebbe essere stato controbilanciato dai rincari degli alimentari trasformati.

**Tavola 5 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2006	2007	2007 lug.	2007 ago.	2007 set.	2007 ott.	2007 nov.	2007 dic.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,2	.	1,8	1,7	2,1	2,6	3,1	3,1
Beni energetici	7,7	.	0,0	-0,9	3,0	5,5	9,7	.
Alimentari non trasformati	2,8	.	2,8	2,4	2,1	3,1	3,0	.
Alimentari trasformati	2,1	.	1,9	2,5	3,1	3,8	4,6	.
Beni industriali non energetici	0,6	.	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	.
Servizi	2,0	.	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	5,1	.	1,8	1,8	2,7	3,3	4,2	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,9	52,8	55,2	52,4	55,2	57,7	62,8	62,8
Prezzi delle materie prime non energetiche	24,8	9,2	7,8	5,4	6,9	3,5	-0,1	1,4

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

Nota: i dati relativi ai prezzi alla produzione nell'industria si riferiscono all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta.

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

## INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A NOVEMBRE 2007

Forti spinte al rialzo nel breve termine sono già state osservate a novembre, con l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo al 3,1 per cento, in netto rialzo dal 2,6 del mese precedente (cfr. figura 18). Tale accelerazione, determinata principalmente dai rincari consistenti dei beni energetici e, in misura minore, degli alimentari trasformati, ha segnato il tasso di crescita più elevato da maggio 2001.

In novembre la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è aumentata sensibilmente al 9,7 per cento, dal 5,5 di ottobre. A tale andamento hanno contribuito soprattutto la brusca crescita sul mese precedente dei prezzi dell'energia, ascrivibile alla trasmissione dei recenti rincari petroliferi nei mercati mondiali, nonché i margini più elevati imputabili all'accresciuto potere dei fornitori di beni energetici nel determinare i prezzi. Inoltre, un effetto base derivante dalla dinamica dei prezzi petroliferi dello scorso anno ha esercitato una pressione al rialzo dei prezzi dei beni energetici, sebbene tale effetto sia stato più contenuto rispetto ai due mesi precedenti. In novembre l'incremento sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi è calato lievemente, principalmente a seguito della dinamica dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli, mentre è aumentato leggermente per la carne.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici è aumentato in novembre al 2,3 per cento, il tasso più elevato dalla fine del 2002. Come nei due mesi precedenti, tale accelerazione è stata determinata

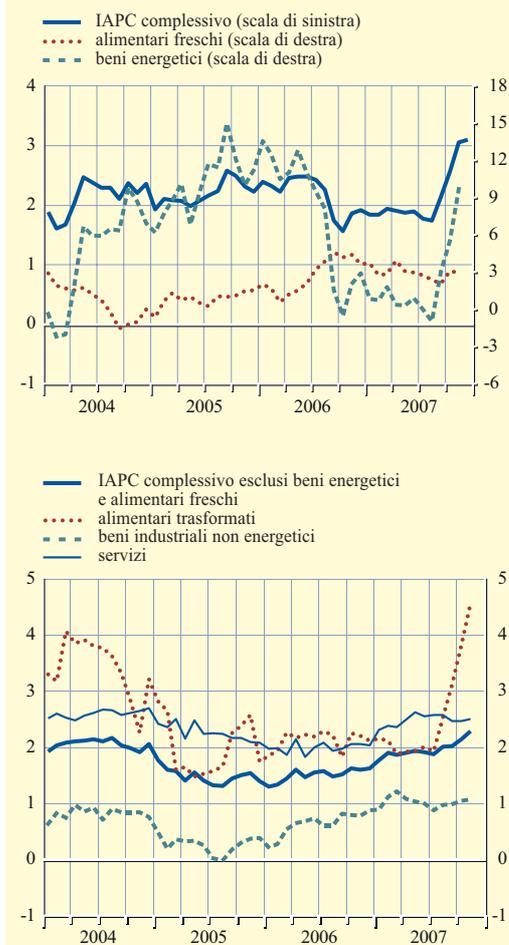
quasi interamente dai rincari degli alimentari trasformati, soprattutto i prodotti caseari e i cereali, di riflesso alle pressioni mondiali sui prezzi di alcune materie prime alimentari. Per contro, la crescita sui dodici mesi delle due componenti principali dello IAPC è rimasta invariata. L'inflazione nei servizi si è collocata al 2,5 per cento, mentre quella dei beni industriali non energetici si è mantenuta all'1,1. Negli ultimi mesi gli andamenti di breve periodo delle due componenti sono rimasti contenuti, anche se attualmente i loro tassi di crescita sono superiori al valore medio calcolato dal gennaio 1999, in parte a causa degli effetti dell'incremento dell'IVA in Germania nel gennaio 2007.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

La crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) ha segnato il terzo incremento consecutivo, aumentando sensibilmente dal 3,3 al

Figura 18 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



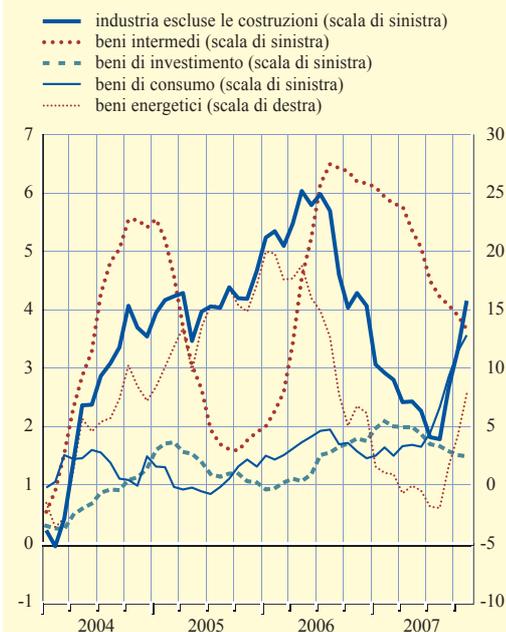
Fonte: Eurostat.

4,2 per cento tra ottobre e novembre (cfr. figura 19). Tale andamento è stato determinato principalmente da un forte rialzo dei prezzi alla produzione dei beni energetici e, in misura minore, degli alimentari. Al netto di beni energetici e costruzioni, l'inflazione alla produzione in novembre è rimasta invariata su un livello elevato (3,2 per cento), celando, come nei mesi scorsi, andamenti contrapposti delle sue componenti. Da un lato, a novembre la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi è calata lievemente, continuando la tendenza flettente connessa all'apprezzamento dell'euro e alla moderata dinamica dei prezzi delle materie prime, mentre il tasso di variazione dei beni di investimento è rimasto invariato. Dall'altro lato, l'accelerazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è stata pari al 3,6 per cento, sospinta dall'ulteriore cospicuo rialzo dei prezzi alla produzione dei beni di consumo alimentari. Tuttavia, la dinamica dei prezzi dei beni di consumo, al netto di tabacchi e alimentari, è rimasta prossima all'1,3 per cento per tutto l'anno, continuando a segnalare l'esaurirsi delle pressioni sui prezzi dei beni industriali non energetici. Nel complesso, confermando la valutazione dei mesi precedenti, i dati di novembre sui prezzi alla produzione nell'industria indicano notevoli pressioni sui prezzi nei vari stadi della catena produttiva, specie per i beni energetici e gli alimentari.

Le più recenti informazioni sul processo di determinazione dei prezzi da parte delle imprese, desunte dall'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) di NTC Economics, confermano l'intensificarsi delle pressioni sui costi degli input nei settori manifatturiero e dei servizi e suggeriscono che le imprese non sono riuscite a trasmettere del tutto questi rincari ai consumatori (cfr. figura 20). Secondo l'indagine PMI, in dicembre gli indicatori dei costi degli input sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi sono rimasti elevati in termini storici, dopo un forte incremento in novembre. In

**Figura 19** Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

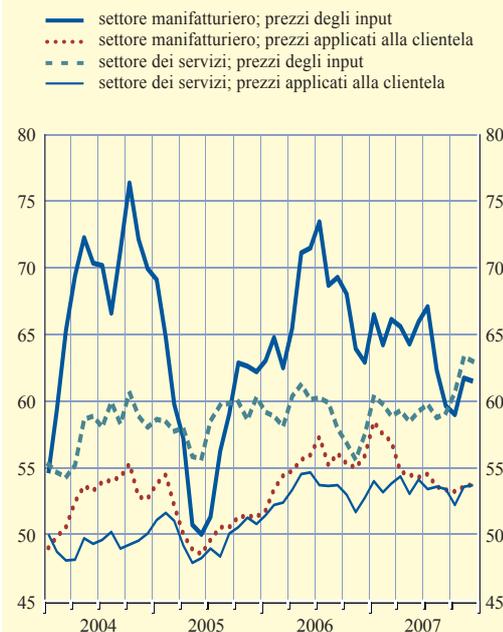
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta.

**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.

particolare, l'indice dei prezzi degli input nel settore dei servizi è rimasto prossimo ai valori del mese precedente, per effetto dei rincari di greggio e alimentari e delle crescenti pressioni salariali, come sostengono i rispondenti all'indagine. In dicembre gli indicatori dei prezzi applicati alla clientela sono rimasti su livelli elevati in entrambi i settori, pur aumentando solo marginalmente. Ciò sembrerebbe confermare che negli ultimi mesi le imprese hanno visto ridurre la loro capacità di determinare i prezzi.

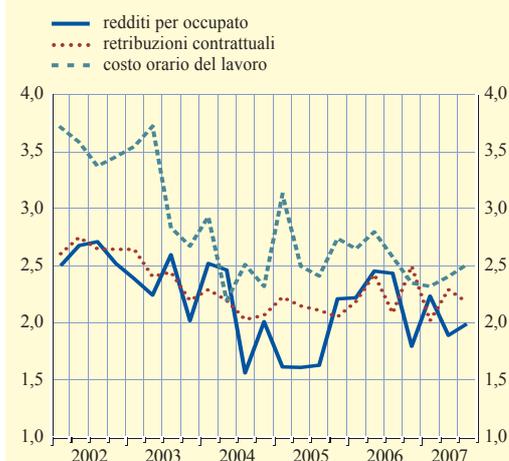
### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Le più recenti informazioni desunte dai vari indicatori del costo del lavoro, tutti attualmente disponibili per il terzo trimestre del 2007, continuano a segnalare una moderata dinamica salariale, sostanzialmente in linea con gli andamenti nel 2006 (cfr. tavola 6).

Nel terzo trimestre la dinamica delle retribuzioni contrattuali si è collocata al 2,2 per cento, dal 2,3 nel secondo trimestre, in linea con il valore medio del 2006 (cfr. figura 21). Nel terzo trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro nelle imprese non agricole è salito al 2,5 per cento, solo lievemente al di sopra del tasso registrato nel trimestre precedente e sostanzialmente in linea con il valore medio per il 2006. Per ragioni di tipo statistico, i dati sui redditi per occupato nei primi tre trimestri del 2007 sono stati sensibilmente rivisti al ribasso. Nel terzo trimestre il tasso di variazione dei redditi per occupato è salito leggermente al 2,0 per cento, dall'1,9 nel trimestre precedente, lievemente al di sotto dei tassi medi registrati l'anno precedente. Inoltre, l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasto invariato all'1,2 per cento a causa della modesta crescita della produttività del lavoro.

**Figura 21 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati relativi ai redditi per occupato si riferiscono all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta.

**Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro**

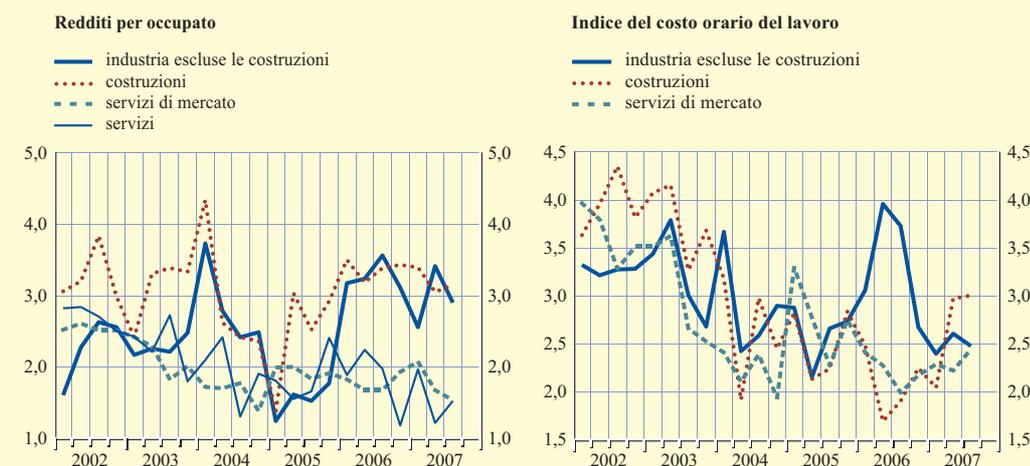
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati relativi alle retribuzioni contrattuali e al costo orario del lavoro non includono Cipro e Malta.

Figura 22 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Il costo del lavoro ha avuto andamenti differenti a livello settoriale (cfr. figura 22). Nell'industria (al netto delle costruzioni) i dati relativi al terzo trimestre confermano che nel 2007 la crescita media dei redditi per occupato è rimasta sostanzialmente in linea con l'andamento osservato nel 2006. Per contro, nel settore dei servizi di mercato la dinamica dei redditi per occupato è calata ulteriormente nel terzo trimestre. Nelle costruzioni l'incremento dei redditi per occupato è stato contenuto nel corso dell'anno, in sintonia con i primi segnali di un calo della crescita dell'occupazione in questo settore. Tale andamento è in linea con la stabilizzazione della crescita del costo orario del lavoro su livelli elevati nel terzo trimestre.

In prospettiva, i dati preliminari sulla dinamica salariale nell'ultimo trimestre del 2007 non segnalano un'accelerazione rispetto ai due trimestri precedenti. Le informazioni desunte dalle ultime trattative salariali, nonché il previsto impatto della graduale rimozione delle misure di riduzione dei contributi previdenziali, indicano un probabile incremento della crescita salariale nel 2008, specie nel settore pubblico.

### 3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nel complesso, per i prossimi mesi ci si attende che i prezzi di beni energetici e alimentari mantengano l'inflazione complessiva nettamente al di sopra del 2 per cento. L'inflazione dovrebbe tornare gradualmente su valori moderati nel corso del 2008, posto che i recenti rincari di beni energetici e alimentari nei mercati mondiali mostrino un'inversione di tendenza, implicita nelle quotazioni dei contratti futures, e, in misura più rilevante, purché gli attuali tassi di inflazione elevati non generino effetti di secondo impatto generalizzati sul processo di formazione di salari e prezzi. Nel 2008, inoltre, dovrebbero osservarsi alcuni effetti base favorevoli (cfr. Riquadro 3).

I dati hanno pienamente confermato che tale scenario è soggetto a rischi verso l'alto, connessi alla possibilità che la dinamica salariale risulti più vivace rispetto alle attese correnti, tenuto conto

dell'esistenza di vincoli di capacità e dei segnali positivi provenienti dai mercati del lavoro. Inoltre, il potere delle imprese nel determinare i prezzi, specialmente in segmenti di mercato a minore concorrenza, potrebbe essere superiore alle attese. Infine, potrebbero verificarsi ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli, protraendo la vigorosa tendenza verso l'alto osservata negli ultimi mesi, nonché incrementi non anticipati di prezzi amministrati e imposte indirette.

### Riquadro 3

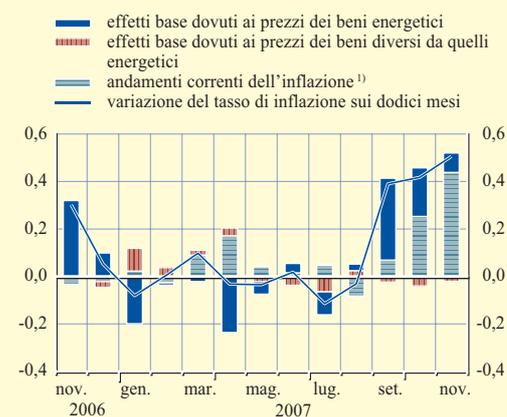
#### ANDAMENTI RECENTI E FUTURI DELL'INFLAZIONE ARMONIZZATA: IL RUOLO DEGLI EFFETTI BASE

Nei dodici mesi fino a novembre 2007 l'inflazione armonizzata è aumentata dall'1,9 al 3,1 per cento, sostenuta dai marcati rincari di beni energetici e alimentari trasformati, in particolare dall'agosto 2007<sup>1)</sup>. Per interpretare le variazioni dei tassi di crescita è essenziale stabilire in che misura esse riflettano le dinamiche dei prezzi nell'anno in corso (ovvero le "notizie" diffuse tra un mese e l'altro) e fino a che punto rispecchino un trascinarsi della volatilità dei prezzi dell'anno precedente attraverso il cosiddetto "effetto base". Per effetto base si intende il contributo alla variazione in un dato mese del tasso di inflazione sui dodici mesi derivante da una deviazione del tasso di variazione dei prezzi sul mese precedente nel mese base (ovvero lo stesso mese dell'anno precedente) rispetto all'andamento consueto o "normale", tenuto conto delle oscillazioni stagionali<sup>2)</sup>. Il tasso di incremento sui dodici mesi può risentire anche delle variazioni negli andamenti stagionali dei prezzi tra anni successivi. Questo riquadro prende in esame il ruolo degli effetti base nel determinare gli andamenti recenti e futuri dell'inflazione armonizzata.

Il calcolo dell'andamento stagionale mensile delle singole componenti dello IAPC consente di stimare i contributi che gli effetti base e gli andamenti correnti hanno sulle variazioni mensili dell'inflazione armonizzata<sup>3)</sup>. Come mostra la figura A, gli effetti base derivanti dai rincari dei beni energetici hanno avuto un impatto favorevole (verso il basso) sull'inflazione nella prima metà del 2007 e un vigoroso impatto sfavorevole (verso l'alto) in settembre e ottobre. Si stima che in dicembre gli effetti base relativi ai beni energetici siano stati trascurabili. Nel complesso, gli effetti base derivanti dalle

**Figura A Scomposizione delle variazioni mensili dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC**

(punti percentuali)

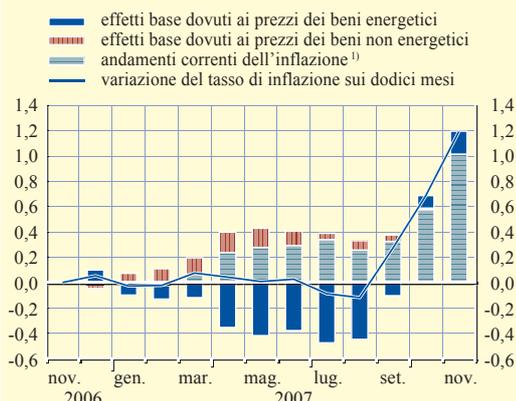


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
1) Calcolati come differenza fra la variazione sul periodo corrispondente dell'inflazione e la combinazione degli effetti base attribuibili alle componenti energetiche e non energetiche.

- 1) Per ulteriori informazioni sui prezzi degli alimentari, cfr. il riquadro *Recenti andamenti dei prezzi degli alimentari nell'area dell'euro e prospettive per l'evoluzione futura* nel numero di dicembre 2007 di questo Bollettino.
- 2) Cfr. il riquadro *Effetti base e loro impatto sull'inflazione al consumo agli inizi del 2005* nel numero di gennaio 2005 di questo Bollettino. Cfr anche il riquadro *Il ruolo degli effetti base nel determinare gli andamenti recenti e futuri dell'inflazione armonizzata* nel numero di gennaio 2007 di questo Bollettino.
- 3) Il contributo degli effetti base alle variazioni mensili dell'inflazione sui dodici mesi viene calcolato come la deviazione della variazione sul mese precedente (non destagionalizzata) dodici mesi prima rispetto alla variazione sul mese precedente stimata "normale". La variazione sul mese precedente "normale" si ottiene aggiungendo un fattore stagionale stimato per ciascun mese alla media delle variazioni sul mese precedente registrate dal gennaio 1995.

**Figura B Scomposizione delle variazioni dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dal novembre 2006**

(punti percentuali)

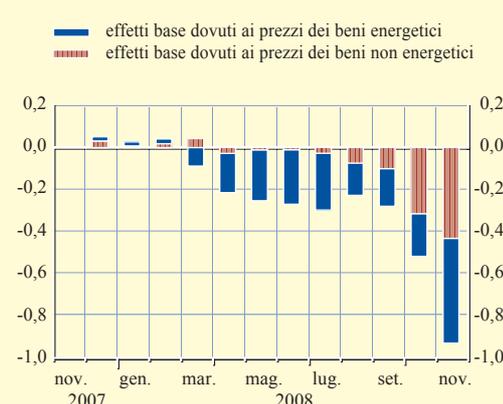


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Calcolati come differenza fra la variazione sul periodo corrispondente dell'inflazione e la combinazione degli effetti base attribuibili alle componenti energetiche e non energetiche.

**Figura C Proiezione dell'impatto degli effetti base sull'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC rispetto a novembre 2007**

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

componenti non energetiche sono stati relativamente modesti nel 2007. Per tutto l'anno gli effetti base favorevoli e sfavorevoli derivanti dalle componenti energetiche e non energetiche si sono sostanzialmente controbilanciati e gran parte dell'aumento cumulato dell'inflazione armonizzata è stato determinato dall'andamento corrente dell'inflazione (cfr. figura B). Per quanto concerne l'incremento complessivo dell'inflazione tra novembre 2006 e lo stesso mese del 2007, 0,2 punti percentuali rispecchiano l'impatto al rialzo cumulato degli effetti base relativi ai beni energetici, mentre il restante punto percentuale è ascrivibile alla dinamica dei prezzi nel 2007.

Si stima che nel 2008 gli effetti base derivanti dai prezzi dei beni energetici e non energetici eserciteranno un impatto significativo verso il basso sull'andamento dell'inflazione (cfr. figura C). In generale l'effetto sarà concentrato verso la fine dell'anno, poiché i consistenti rincari dei beni energetici e dei prodotti alimentari registrati nella seconda metà del 2007 saranno esclusi nel calcolo dell'inflazione solo 12 mesi più tardi. Altri possibili effetti base favorevoli, connessi alla fuoriuscita dal calcolo dell'inflazione degli aumenti dell'IVA e delle tasse universitarie in Germania nel 2007, dovrebbero esercitare l'impatto principale nel periodo compreso tra gennaio ad aprile 2008. Anche se i prezzi interni di beni energetici e prodotti alimentari dovessero evolvere in linea con le rispettive tendenze storiche, gli effetti base impliciti spingerebbero verso il basso l'inflazione di circa 1 punto percentuale, cumulativamente nei dodici mesi fino a novembre 2008. Tuttavia, questi effetti base favorevoli riusciranno a determinare un calo dell'inflazione solo in assenza di ulteriori shock dei prezzi di petrolio e alimentari e a seconda dell'evoluzione delle altre componenti dello IAPC, quindi non è scontato che l'inflazione cali entro la fine del 2008 di quanto mostrato nella figura C.

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

La seconda stima dell'Eurostat della crescita del PIL in termini reali nel terzo trimestre del 2007 si è collocata allo 0,8 per cento, più alta di 0,1 punti percentuali rispetto alla stima precedente. I dati disponibili all'inizio del quarto trimestre segnalano una lieve moderazione dell'attività economica nel settore industriale, ma anche, in misura minore, in quello dei servizi. Tuttavia, malgrado un calo negli ultimi mesi, gli indicatori della fiducia delle imprese e dei consumatori sono rimasti in generale su valori compatibili con una crescita sostenuta. Nel complesso, i fondamentali dell'area dell'euro restano solidi, la redditività è stata elevata, la dinamica occupazionale robusta e il tasso di disoccupazione è sceso a livelli non osservati da venticinque anni. Lo scenario principale resta quindi quello di una crescita del PIL in termini reali sostanzialmente in linea con il potenziale. Le previsioni più recenti formulate da organizzazioni internazionali confermano ampiamente tale valutazione. Su tale prospettiva di crescita economica gravano rischi di revisione al ribasso. Ciò è connesso principalmente alle possibilità, più ampie di quanto atteso finora, di ricadute sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia della rivalutazione dei rischi in atto sui mercati finanziari, con impatto negativo sulla crescita mondiale e dell'area dell'euro. Ulteriori rischi di revisione a ribasso provengono dall'eventualità di rincari aggiuntivi del prezzo del petrolio e delle altre materie prime, dalle preoccupazioni sulle spinte protezionistiche e dalla possibilità di andamenti disordinati dovuti agli squilibri mondiali.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

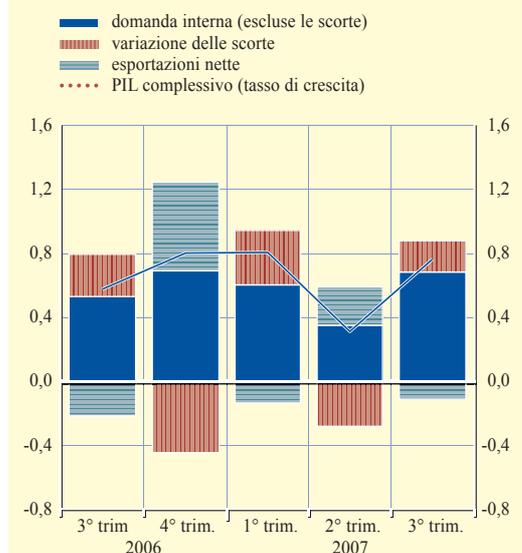
#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La seconda stima dell'Eurostat dei dati di contabilità nazionali indica che la crescita del PIL in termini reali ha raggiunto lo 0,8 per cento nel terzo trimestre del 2007, più alta di 0,1 punti percentuali rispetto alla stima precedente (cfr. figura 23). Tale revisione è riconducibile principalmente a un maggiore contributo della domanda interna, determinato in 0,6 punti percentuali, in conseguenza di un'espansione degli investimenti superiore a quanto stimato in precedenza. La stima della crescita dei consumi privati è stata lasciata invariata, allo 0,5 per cento, confermando le indicazioni positive del trimestre precedente. Il contributo leggermente negativo dell'interscambio commerciale netto e quello positivo delle scorte sono stati entrambi confermati.

Con la pubblicazione dei dati dell'Eurostat è stata resa disponibile anche la prima stima della scomposizione degli investimenti totali nel terzo trimestre del 2007. La crescita degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni è aumentata leggermente nel terzo trimestre sul periodo precedente, passando all'1,4 per cento dallo 0,9 per cento del secondo trimestre. Nello stesso periodo, gli investimenti in costruzioni hanno mostrato un'inversione di tendenza, crescendo dell'1,0 per cento sul trimestre precedente dopo il calo dell'1,0 per cento verificatosi nel secondo trimestre.

**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.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta.

stre. In generale, questa scomposizione conferma la valutazione presentata nei precedenti numeri di questo Bollettino in merito alla solidità della crescita degli investimenti e a fattori specifici che hanno inciso sul settore delle costruzioni nel secondo trimestre.

Nel complesso, le ultime stime sui dati di contabilità nazionale confermano che nei primi tre trimestri del 2007, l'economia dell'area dell'euro ha continuato a crescere a ritmo sostenuto, ancorché leggermente inferiore, in media, rispetto al 2006.

#### **PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE**

La seconda stima dell'Eurostat dei dati di contabilità nazionale ha lasciato sostanzialmente invariata la composizione settoriale della crescita del valore aggiunto nel terzo trimestre del 2007. I contributi dell'industria e del settore dei servizi al valore aggiunto totale dell'area dell'euro sono stati confermati, rispettivamente in 0,3 e 0,5 punti percentuali.

I dati più recenti suggeriscono che, nel quarto trimestre, il contributo dell'industria alla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è stato inferiore rispetto al terzo trimestre. In ottobre la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è aumentata dello 0,4 per cento su base mensile, dopo una flessione dello 0,8 per cento in settembre (cfr. figura 24). Tale incremento è stato spinto principalmente dalla produzione di beni d'investimento e di beni intermedi. La produzione energetica ha esercitato un impatto frenante sulla crescita, connesso probabilmente all'effetto delle condizioni meteorologiche in alcune parti dell'area dell'euro. Sui tre mesi precedenti, i nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono saliti dello 0,6 per cento in ottobre, rispetto all'1,2 di settembre, confermando l'ipotesi di un possibile rallentamento nella dinamica di questo settore. Nel comparto delle costruzioni, la produzione è aumentata dello 0,6 per cento nel trimestre terminato a novembre.

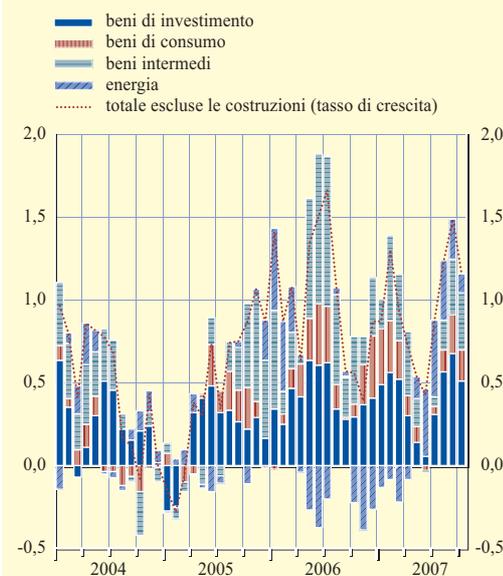
Nel complesso, i dati più recenti suggeriscono che la produzione industriale potrebbe essere stata più debole nel quarto trimestre rispetto al terzo.

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

Anche i risultati delle indagini indicano una crescita più lenta nel quarto trimestre del 2007. Sia l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) sia l'indicatore della Commissione europea suggeriscono che il livello medio dell'attività industriale è stato inferiore nel quarto trimestre rispetto al precedente (cfr. figura 25). Per quanto riguarda i servizi, nel quarto trimestre sia l'indicatore della Commissione sia il PMI si sono collocati al di sotto della loro media storica, pur rimanendo su livelli in linea con una crescita sostenuta. Nel complesso, le indagini presso i settori industriale e dei servizi segnalano che il tasso di crescita del PIL potrebbe essere stato inferiore nel quarto trimestre rispetto al terzo.

**Figura 24 Crescita della produzione industriale e contributi**

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

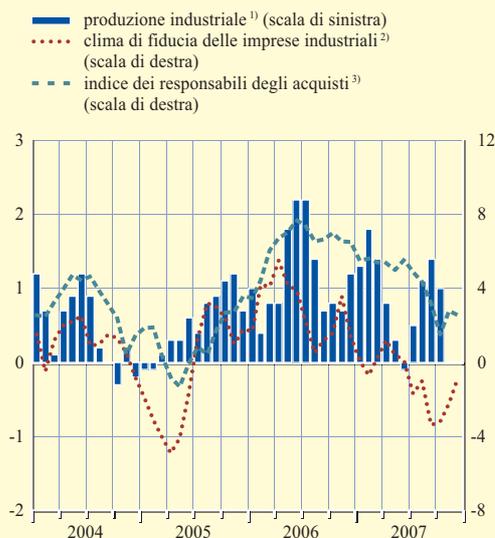


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate a tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta.

**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: i dati relativi alla produzione industriale si riferiscono all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta.

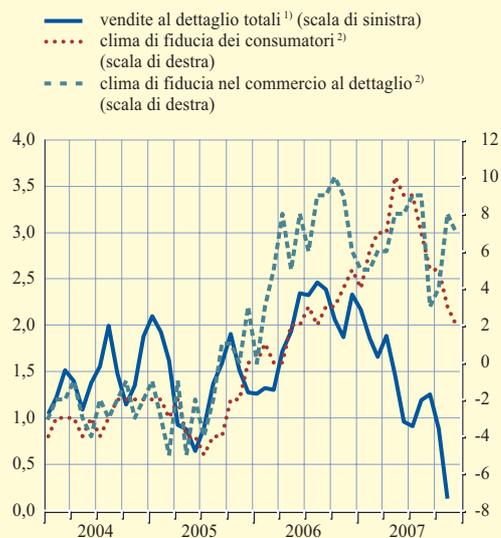
1) Variazioni percentuali della media mobile a tre mesi rispetto al trimestre precedente.

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

Nota: i dati relativi alle vendite al dettaglio totali si riferiscono all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta.

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

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

## INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Gli indicatori disponibili sulla spesa delle famiglie indicano che la dinamica dei consumi è stata leggermente meno sostenuta nel quarto trimestre, dopo la ripresa della crescita dei consumi privati allo 0,5 per cento nel terzo trimestre.

In novembre le vendite al dettaglio nell'area dell'euro sono diminuite dello 0,5 per cento su base mensile, a seguito di una flessione dello 0,7 per cento in ottobre; nel contempo, anche le immatricolazioni di nuove autovetture sono calate per il secondo mese consecutivo, riducendosi dello 0,7 per cento sul mese precedente (cfr. figura 26). È pertanto improbabile che queste due componenti possano aver fornito un contributo positivo alla crescita dei consumi privati nel quarto trimestre. L'indicatore della Commissione per il commercio al dettaglio, che segnala gli andamenti della fiducia dei dettaglianti, è sceso leggermente in dicembre, pur rimanendo a un livello storicamente elevato. Nello stesso mese la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro ha subito un'ulteriore lieve flessione, rispecchiando principalmente un deterioramento delle percezioni dei consumatori in merito alla propria situazione finanziaria. La fiducia dei consumatori rimane al di sopra della sua media storica, ma è andata calando dal massimo raggiunto nel maggio 2007. Malgrado il lieve rallentamento dei consumi fra il terzo e il quarto trimestre segnalato dagli indicatori, le condizioni prevalenti nel mercato del lavoro sono favorevoli, implicando prospettive sostanzialmente positive per i consumi privati nel 2008.

## 4.2 MERCATO DEL LAVORO

La situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro ha mostrato un netto miglioramento negli ultimi anni e, malgrado una lieve attenuazione, tale tendenza favorevole è stata confermata dagli ultimi dati.

### DISOCCUPAZIONE

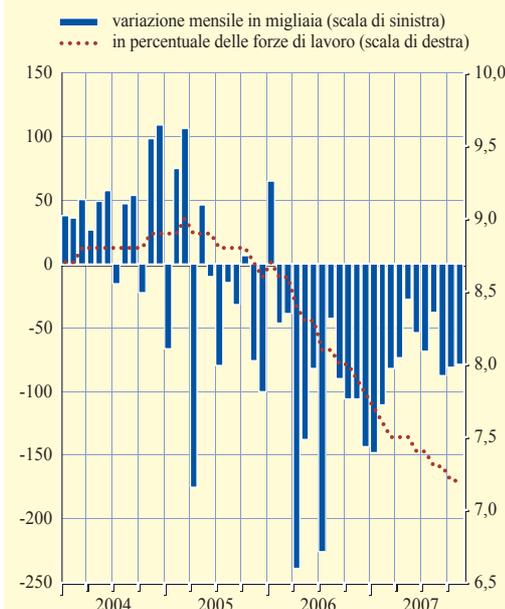
In novembre il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro è rimasto stabile, al 7,2 per cento, dopo una diminuzione di 0,1 punti percentuali in ottobre (cfr. figura 27). Questo dato riflette una flessione mensile di quasi 80.000 unità nel numero di disoccupati nell'area e prospetta per il quarto trimestre un tasso di riduzione leggermente più rapido rispetto al terzo. Nei dodici mesi fino a novembre il tasso di disoccupazione ha segnato un calo significativo, pari a 0,8 punti percentuali.

### OCCUPAZIONE

La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che nel terzo trimestre la crescita sul trimestre precedente dell'occupazione nell'area dell'euro è stata pari allo 0,3 per cento, dopo aumenti dello 0,6 per cento nei due trimestri precedenti (cfr. tavola 7). La scomposizione settoriale, ora disponibile, mostra che la moderata crescita dell'occupazione nel terzo trimestre è spiegata dagli andamenti nel settore delle costruzioni e, in minor misura, in quello dei servizi. In quest'ultimo la moderazione della crescita è stata sostanzialmente generalizzata, interessando tutti i comparti (commercio e trasporti, servizi finanziari e aziendali, amministrazione pubblica). Nel terzo trimestre, la crescita dell'occupazione nell'industria al netto delle costruzioni è rimasta invariata rispetto al trimestre precedente, a un tasso contenuto ma pur sempre positivo. La crescita sui dodici mesi è stata dell'1,9 per cento nel terzo tri-

Figura 27 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

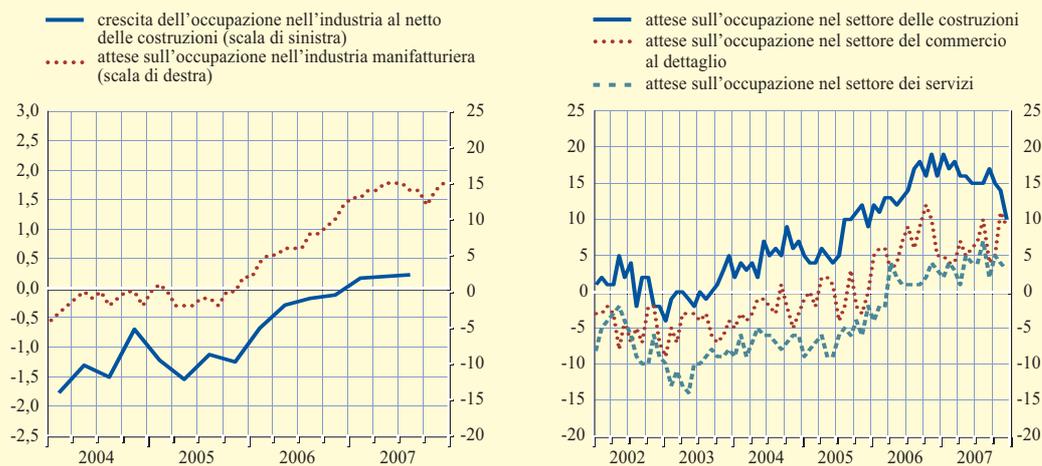
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2005	2006	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.
Totale economia	0,9	1,5	0,2	0,4	0,6	0,6	0,3
di cui:							
Agricoltura e pesca	-1,0	-1,2	-1,3	-0,8	0,8	-1,0	-1,3
Industria	-0,2	0,6	0,3	0,4	0,6	0,4	0,1
Escluse le costruzioni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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

**Figura 28 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione**

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



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

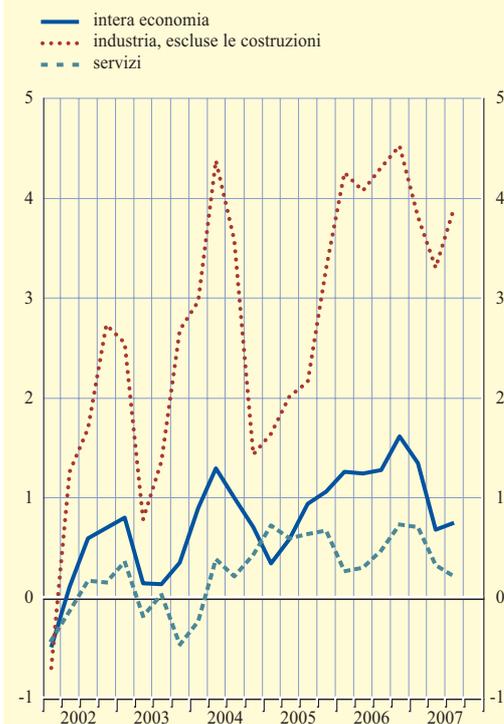
mestre, dopo una progressione dell'1,8 per cento nel secondo.

Sulla base dei risultati delle indagini disponibili fino a dicembre (cfr. figura 28), la dinamica favorevole in atto nel mercato del lavoro dell'area negli ultimi anni sembra essersi protratta nel quarto trimestre del 2007. Secondo l'indagine PMI di NTC Economics, in dicembre l'occupazione ha continuato a crescere, sia nel settore industriale sia nel comparto dei servizi. Un quadro analogo emerge dalle aspettative di occupazione rilevate dalle indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nel terzo trimestre la produttività del lavoro è cresciuta dello 0,7 per cento sui dodici mesi, con una progressione uguale a quella del secondo trimestre (cfr. figura 29). L'importanza degli andamenti della produttività per la politica monetaria è esaminata nell'articolo *Andamento della produttività e politica monetaria*. Un'analisi delle principali tendenze della produttività del lavoro nell'area dell'euro a livello aggregato e settoriale è fornita nel riquadro 4 (*Evoluzione della produttività del lavoro nell'area dell'euro: risultati tratti dall'ultima pubblicazione della banca dati EU KLEMS*).

**Figura 29 Produttività del lavoro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## Riquadro 4

**EVOLUZIONE DELLA PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO:  
RISULTATI TRATTI DALL'ULTIMA PUBBLICAZIONE DELLA BANCA DATI EU KLEMS**

I guadagni di produttività sono il fattore determinante del miglioramento della crescita del prodotto in termini reali e del tenore di vita nel medio e lungo periodo. Questo riquadro illustra i principali dati sulla crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro resi disponibili nella banca dati EU KLEMS<sup>1)</sup>. In particolare, confronta le principali tendenze della produttività osservate a livello aggregato e settoriale nell'area durante il periodo 1996-2005 con quelle del periodo 1980-1995, effettuando inoltre un raffronto con gli Stati Uniti.

La versione pubblica della banca dati EU KLEMS Growth and Productivity Accounts è stata presentata a Bruxelles il 15 marzo 2007 e i valori relativi ad alcune delle variabili considerate sono stati aggiornati nel novembre successivo. Questi dati costituiscono il frutto di un progetto biennale realizzato da ricercatori di sedici istituti di tutta l'UE e condotto dal Groningen Growth and Development Centre e dal National Institute of Economic and Social Research in collaborazione con l'Eurostat. La Commissione europea ha promosso e finanziato il progetto. I dati consistono in serie temporali relative al periodo 1970-2005 che misurano la crescita del prodotto, l'occupazione, gli investimenti fissi e la produttività totale dei fattori (PTF) a livello disaggregato in venticinque paesi dell'UE nonché in Stati Uniti e Giappone<sup>2)</sup>. La banca dati EU KLEMS fornisce informazioni molto utili ai fini della valutazione delle tendenze strutturali del prodotto in termini reali e della produttività del lavoro. Tuttavia, i dati sono ancora in una fase preliminare e dovrebbero beneficiare di un'accurata convalida da parte degli istituti di statistica nazionali (ISN). A tal fine, si prevede che il progetto EU KLEMS comprenderà un'ulteriore componente, ossia un "modulo statistico" che coinvolgerà gli ISN nella periodica compilazione della banca dati la quale ha, per il momento, finalità di ricerca. Tale partecipazione è incoraggiata a livello europeo e dovrebbe consentire ai responsabili delle politiche economiche dell'UE di fare maggiore uso delle statistiche ufficiali sugli andamenti della produttività per il monitoraggio e l'adozione di decisioni.

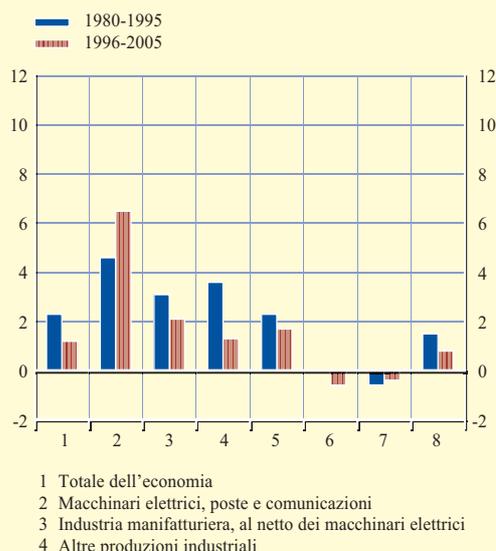
La produttività del lavoro può essere misurata in termini di valore aggiunto lordo reale e di ore totali lavorate. Nell'area dell'euro l'espansione della produttività (misurata come crescita media annua del volume di valore aggiunto lordo per ora lavorata) ha segnato un calo significativo, portandosi dal 2,3 per cento tra il 1980 e il 1995 all'1,2 per cento tra il 1996 e il 2005 (cfr. figura A), mentre la crescita del valore aggiunto lordo reale (misurata come incremento medio annuo) è diminuita moderatamente, dal 2,2 per cento nel primo periodo all'1,9 per cento nel secondo. Negli Stati Uniti la crescita della produttività del lavoro è salita dall'1,3 al 2,3 per cento negli stessi due intervalli di tempo; anche l'espansione del valore aggiunto lordo reale è aumentata, dal 2,7 al 3,1 per cento (cfr. figura B). Il rallentamento della produttività del lavoro nell'area dell'euro è in gran parte riconducibile a un aumento delle ore totali lavorate, passate da un tasso di incremento medio annuo negativo (-0,2 per cento) tra il 1980 e il 1995 a un tasso positivo (0,8 per cento) tra il 1996 e il 2005. Tale andamento è in contrasto con la flessione del tasso di

1) Il nome della banca dati EU KLEMS deriva dal fatto che questa scompone l'evoluzione della crescita economica nei contributi dei vari fattori della produzione e degli input intermedi: capitale (K), lavoro (L), energia (E), materiali (M) e servizi (S).

2) Per maggiori dettagli, cfr. M. Timmer, M. O'Mahony e B. van Ark, *EU KLEMS Growth and Productivity Accounts: An Overview*, consultabile all'indirizzo [www.euklems.net](http://www.euklems.net).

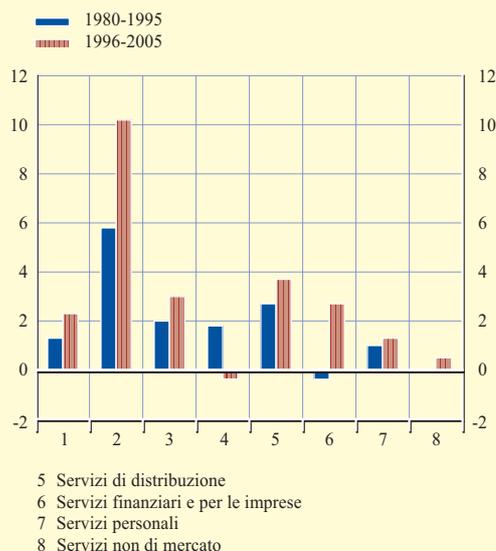
**Figura A Crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro**

(tassi di crescita medi annuali; valori percentuali)



**Figura B Crescita della produttività del lavoro negli Stati Uniti**

(tassi di crescita medi annuali; valori percentuali)



Fonte: banca dati KLEMS dell'UE.

Nota: i dati relativi all'area dell'euro non includono la Grecia, l'Irlanda, Cipro, il Lussemburgo, Malta, il Portogallo e la Slovenia.

crescita medio annuo delle ore totali lavorate negli Stati Uniti, dall'1,4 per cento nel primo periodo allo 0,9 per cento nel secondo. Congiuntamente all'accelerazione del valore aggiunto lordo reale menzionata in precedenza, questo inferiore ritmo dell'espansione degli input di lavoro ha contribuito al rialzo della crescita della produttività negli Stati Uniti tra il 1996 e il 2005. Nel complesso, ciò indica una chiara inversione nella crescita della produttività del lavoro tra i due periodi, a seguito della quale la crescita della produttività negli Stati Uniti ha superato quella nell'area dell'euro nel corso del secondo intervallo<sup>3)</sup>.

L'evoluzione della crescita della produttività del lavoro nei diversi settori di attività economica è illustrata nelle figure A e B. Come mostra la figura A, nel periodo 1996-2005 nell'area dell'euro si è rilevato un contributo positivo da parte dei settori dei macchinari elettrici, delle poste e comunicazioni (che include l'attività di produzione di tecnologie dell'informazione e della comunicazione, TIC) e, in misura minore, del comparto manifatturiero (al netto dei macchinari elettrici), della produzione industriale di diverso tipo, dei servizi di distribuzione e dei servizi non di mercato. Per contro, i servizi personali nonché quelli finanziari e alle imprese hanno evidenziato un tasso di incremento della produttività negativo. Le attività economiche che presentano un calo della crescita della produttività in raffronto al periodo precedente (1980-1995) sono il settore manifatturiero (al netto dei macchinari elettrici), la produzione industriale di diverso tipo, i servizi di distribuzione, i servizi finanziari e alle imprese e i servizi non di mercato.

3) Per un'analisi recente delle differenze tra la dinamica nell'area dell'euro e negli Stati Uniti in termini di prodotto reale e crescita della produttività del lavoro dalla metà degli anni novanta, cfr. B. van Ark, M. O'Mahony e G. Ypma (a cura di), *The EU KLEMS Productivity Report: An Overview of Results from the EU KLEMS Growth and Productivity Accounts for the European Union, EU Member States and Major Other Countries in the World*, n. 1, marzo 2007.

La figura B mostra che tra il 1996 e il 2005 l'espansione della produttività del lavoro negli Stati Uniti è stata più vigorosa nella maggior parte dei settori, rispetto a quella osservata nell'area dell'euro. In tali anni tutti gli altri settori hanno registrato tassi di incremento della produttività considerevoli (al di sopra del 2 per cento l'anno) e superiori ai tassi dell'area dell'euro nonché a quelli relativi al periodo 1980-1995. Come nell'area, i comparti dei macchinari elettrici, delle poste e delle comunicazioni evidenziano un ritmo di crescita più sostenuto nel secondo intervallo di tempo. Complessivamente, un raffronto delle figure A e B indica per gli anni 1996-2005 un differenziale di produttività nel settore manifatturiero (al netto dei macchinari elettrici) a favore degli Stati Uniti nonché un differenziale quantitativamente più ampio nei servizi di mercato (ossia di distribuzione, finanziari e alle imprese e personali).

Le tendenze dell'espansione del prodotto reale possono essere ulteriormente analizzate in termini di contabilità della crescita, laddove gli andamenti del prodotto sono attribuiti ai tassi di variazione di capitale, lavoro e PTF. Anziché tentare di fornire una scomposizione completa della crescita del prodotto reale, la tavola mostra l'incremento annuo della PTF, che sembra essere il fattore determinante del maggior differenziale di crescita del prodotto tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro nel secondo periodo<sup>4)</sup>. Tale componente viene valutata con riguardo all'economia di mercato (ossia l'economia totale escluse le attività immobiliari e i servizi non di mercato quali i servizi sanitari, di istruzione e di pubblica utilità). Tra il 1980 e il 1995 l'aumento medio annuo della PTF nell'area (0,9 per cento) è stato lievemente superiore a quello negli Stati Uniti (0,7 per cento). Tra il 1996 e il 2005 la crescita della PTF nell'area è scesa allo 0,4 per cento, mentre negli Stati Uniti è aumentata sensibilmente, raggiungendo l'1,4 per cento. Il rallentamento della PTF nell'area durante il secondo intervallo di tempo è stato piuttosto generalizzato e ha incluso il settore manifatturiero (al netto dei macchinari elettrici), la produzione industriale di diverso tipo e alcuni servizi, come quelli di distribuzione, finanziari e alle imprese. Le uniche attività economiche che in tale periodo hanno evidenziato una crescita della PTF superiore rispetto a quella del primo sono state quelle dei macchinari elettrici, delle poste e comunicazioni e dei servizi personali<sup>5)</sup>.

### Crescita della produttività totale dei fattori

(tassi di crescita medi annuali; valori percentuali)

	Area dell'euro		Stati Uniti	
	1980-1995	1996-2005	1980-1995	1996-2005
Economia di mercato	0,9	0,4	0,7	1,4
Macchinari elettrici, poste e comunicazioni	2,6	4,8	3,8	7,1
Industria manifatturiera, al netto dei macchinari elettrici	1,5	0,9	0,9	1,5
Altre produzioni industriali	1,6	0,2	1,2	-0,7
Servizi di distribuzione	1,3	0,7	1,8	2,4
Servizi finanziari e per le imprese	-1,0	-1,3	-2,3	0,1
Servizi personali	-1,1	-0,9	0,6	0,7

Fonte: banca dati KLEMS dell'UE.

Nota: i dati relativi all'area dell'euro non includono la Grecia, l'Irlanda, Cipro, il Lussemburgo, Malta, il Portogallo e la Slovenia.

4) Per un'analisi più dettagliata della crescita della PTF nell'area dell'euro a livello settoriale sulla base dei dati EU KLEMS, cfr. il riquadro *Andamenti settoriali della crescita della produttività totale dei fattori nei paesi dell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2007 di questo Bollettino.

5) Tra le fonti di disparità tra la crescita economica negli Stati Uniti e nell'area dell'euro diverse dalla crescita della PTF, l'accumulazione di capitale non sembra avere contribuito all'ampliamento del divario (nonostante il maggiore dinamismo della componente TIC nell'economia statunitense).

Come menzionato prima, i lavori relativi alla banca dati EU KLEMS sono ancora in corso e l'interpretazione delle informazioni richiede pertanto cautela. L'analisi dei dati ad oggi disponibili evidenzia che nel secondo periodo la crescita della produttività nell'area dell'euro è stata limitata e non ha tenuto il passo con quella degli Stati Uniti. Inoltre, essa conferma sostanzialmente riscontri precedenti, secondo cui il rallentamento della produttività del lavoro nell'area nel secondo periodo è attribuibile all'evoluzione di alcune attività di servizi che fanno uso di TIC (come i servizi di distribuzione e quelli finanziari). La debole dinamica della produttività del lavoro e della crescita della PTF per quanto riguarda i servizi di mercato nell'area riflette insufficienti effetti di *spillover* a livello di tecnologia e innovazione nonché la presenza di rigidità nel mercato di tali settori.<sup>6)</sup> Va tuttavia notato che la crescita della PTF non rileva solo il progresso tecnologico ma rispecchia anche altri fattori quali lo sfruttamento di economie di scala, le variazioni del grado di utilizzo della capacità produttiva e gli errori di misurazione, in quanto rappresenta tutti i fattori diversi dai mutamenti della quantità di lavoro e capitale. Infine, il fatto che le rigidità nei mercati del lavoro e dei beni e servizi costituiscano un freno per la crescita della produttività nell'area dell'euro indica che, nonostante i significativi passi avanti compiuti in alcuni settori, l'attuazione di riforme strutturali non ha ancora consentito di avviare un'economia basata sulla conoscenza.<sup>7)</sup> Si rendono pertanto necessari ulteriori sforzi, come richiesto dalla rinnovata strategia di Lisbona, che agevolino l'allocatione delle risorse agli usi più produttivi e promuovano al contempo la crescita della produttività e il progresso tecnologico.

6) Cfr. B. van Ark, M. O'Mahony e G. Ypma (a cura di), op. cit. e l'articolo *Evoluzione della produttività e politica monetaria* in questo numero del Bollettino mensile.

7) Cfr. G. Nicoletti e S. Scarpetta, *Regulation, productivity and growth: OECD evidence*, Economic Policy, n. 36, 2003; *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, Occasional Paper della BCE, n. 44 pubblicato dalla Task Force del Comitato per la politica monetaria del SEBC, aprile 2006; R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker e J. Turunen, *Labour productivity developments in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 53, ottobre 2006 e il riquadro *L'evoluzione della produttività nell'area dell'euro e la necessità di riforme strutturali*, Rapporto annuale della BCE 2006.

### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I dati più recenti sull'attività economica confermano la valutazione fornita nei precedenti numeri di questo Bollettino secondo cui la crescita trimestrale del PIL dell'area dell'euro in termini reali si è probabilmente attenuata verso fine anno. Nel settore industriale, la crescita è stata particolarmente sostenuta nel terzo trimestre del 2007, rallentando poi nel quarto. Gli indicatori della fiducia delle imprese e dei consumatori sono calati negli ultimi mesi; ciononostante, restano su livelli compatibili con una dinamica della crescita solida, confermando, pertanto, il principale scenario di un tasso d'incremento del PIL in termini reali sostanzialmente in linea con il potenziale. Nel complesso, i fondamentali dell'area dell'euro restano solidi, la redditività è stata elevata, la dinamica occupazionale robusta e il tasso di disoccupazione è diminuito a livelli non osservati da venticinque anni. La crescita dei consumi dovrebbe pertanto continuare a contribuire all'espansione economica in linea con il reddito reale disponibile, e anche l'espansione degli investimenti dovrebbe continuare a fornire sostegno alla crescita. In considerazione delle attese secondo cui l'economia mondiale continuerà nel complesso a dare prova di buona tenuta, con il rallentamento della crescita economica negli Stati Uniti, compensato dalla forza persistente delle economie dei mercati emergenti, la domanda estera dovrebbe continuare a sorreggere le esportazioni dell'area dell'euro.

Ciò nondimeno, l'incertezza sulle prospettive della crescita economica rimane elevata e i rischi per il quadro dell'attività economica sono di revisione al ribasso. Ciò è connesso principalmente alle possibilità, più ampie di quanto atteso finora, di ricadute sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia della rivalutazione dei rischi in atto sui mercati finanziari, con impatto negativo sulla crescita mondiale e dell'area dell'euro. Ulteriori rischi di ribasso provengono dall'eventualità di nuovi rincari del petrolio e delle materie prime, dalle preoccupazioni sulle spinte protezionistiche e dalla possibilità di andamenti disordinati dovuti agli squilibri mondiali.

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

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

L'euro si è apprezzato in termini effettivi nominali nei tre mesi terminanti dicembre. L'apprezzamento, che si è realizzato in larga misura in novembre, ha riflesso in particolare un rafforzamento della moneta unica in termini di tasso di cambio nominale bilaterale rispetto al dollaro statunitense e alla sterlina britannica.

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 9 gennaio 2008 il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 22 importanti partner commerciali dell'area<sup>1)</sup> – era superiore del 2,4 per cento al livello di fine settembre e di circa il 6 per cento a quello degli inizi del 2007 (cfr. figura 30). L'apprezzamento dell'euro, moderato in ottobre, è stato più sensibile in novembre. Quest'ultimo andamento potrebbe essere connesso ai nuovi timori sui mercati mondiali del credito, che potrebbero avere indotto gli operatori ad attendersi una divergenza negli orientamenti di politica monetaria di Stati Uniti e area dell'euro. In dicembre il rafforzamento è tornato a moderarsi, accompagnato da una lieve volatilità di più breve periodo.

In un'ottica a più lungo termine, in dicembre il tasso di cambio effettivo reale dell'euro – deflazionato tramite l'IPC e misurato rispetto ai principali partner commerciali – era superiore del 7 per cento alla propria media del 2006.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

A seguito di una variazione dell'orientamento monetario statunitense, vi è stato un forte apprezzamento dell'euro, che ha continuato a rafforzarsi per gran parte di ottobre e novembre, riflettendo in parte l'impatto sul mercato di una nuova serie di dati macroeconomici modesti negli Stati Uniti e di ulteriori timori collegati al mercato del credito. Anche le connesse attese di un'ulteriore riduzione dei tassi ufficiali statunitensi nella prima metà del 2008 potrebbero aver pesato sul dollaro statunitense. A dicembre il dollaro si è inizialmente apprezzato nei confronti dell'euro nonostante un ulteriore taglio di

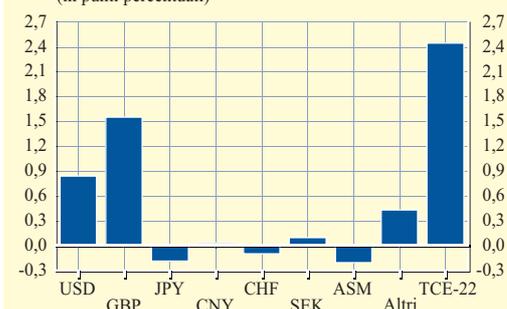
Figura 30 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>

(dati giornalieri)



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

Dal 28 settembre 2007 al 9 gennaio 2008  
(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-22 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-22. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-22.

1) Dopo l'adozione dell'euro da parte di Malta e Cipro agli inizi di gennaio 2008, il tasso di cambio effettivo dell'euro si calcola rispetto a 22 – e non più 24 – importanti partner commerciali dell'area.

25 punti base del tasso sui *federal funds*. Il rafforzamento della moneta statunitense in questo periodo potrebbe essere riconducibile alla pubblicazione di statistiche macroeconomiche migliori del previsto negli Stati Uniti e a una minore avversione al rischio favorita dalla decisione coordinata delle principali banche centrali di affrontare i vincoli di liquidità sui mercati monetari. Negli ultimi giorni dell'anno, tuttavia, l'euro ha più che recuperato la flessione precedente grazie ai nuovi segnali di debolezza del mercato statunitense delle abitazioni e del lavoro, oltre che del settore manifatturiero. Il 9 gennaio la moneta unica era scambiata a 1,47 dollari, un livello superiore del 3,5 per cento a quello di fine settembre e dell'11,5 per cento rispetto agli inizi del 2007 (cfr. figura 31).

#### YEN GIAPPONESE/EURO

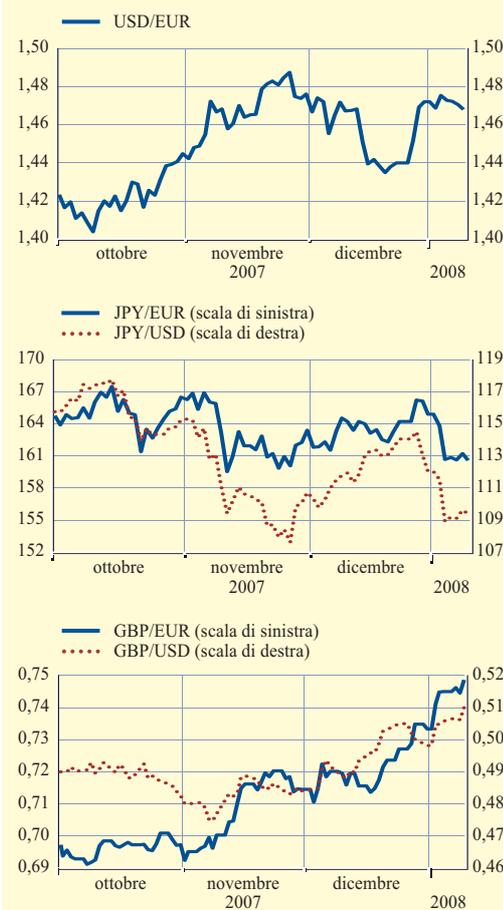
Negli ultimi tre mesi del 2007 il tasso di cambio dell'euro con lo yen ha riflesso sostanzialmente gli andamenti sui mercati mondiali del credito e la connessa volatilità dei prezzi degli strumenti finanziari e dei cambi. Al riacutizzarsi dei timori per i rischi connessi al credito attorno alla metà di ottobre, con la conseguente possibile moderazione dell'attività in *carry trade*, lo yen ha registrato un temporaneo recupero. Un apprezzamento più significativo nei confronti dell'euro è stato poi registrato in novembre, nel contesto di crescita della volatilità implicita sui mercati valutari. In dicembre la divisa nipponica ha perso il terreno guadagnato nei due mesi precedenti, forse a causa della minore avversione al rischio e di una lieve revisione al ribasso delle prospettive economiche da parte degli operatori a seguito dell'indagine Tankan di dicembre. Agli inizi di gennaio lo yen ha subito un brusco rialzo, riportandosi sui livelli della seconda metà di novembre. Il 9 gennaio l'euro era quotato a 160,61 yen, un valore inferiore dell'1,8 per cento rispetto a fine settembre e superiore del 2,3 per cento nel confronto con gli inizi del 2007 (cfr. figura 31).

#### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Dalla fine di settembre 2007 gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 32). La corona slovacca, che dopo la rivalutazione di marzo era rimasta nella fascia di valore più elevato della sua nuova parità centrale, si è apprezzata ulteriormente in ottobre e nella prima metà di novembre, per poi tendere a indebolirsi. Il 9 gennaio la moneta slovacca si discostava del 6 per cento dalla sua parità centrale. Il lat lettone si è rafforzato di circa l'1 per cento sull'euro dalla fine di settembre e il 9 gennaio risultava superiore dello 0,8 per cento alla parità centrale della banda di oscillazione dell'1 per cento fissata unilateralmente.

Figura 31 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Il 1° gennaio 2008 Cipro e Malta hanno adottato l'euro. Il riquadro 5 presenta brevemente le principali caratteristiche economiche di questi paesi e le sfide sul piano delle politiche per gli anni a venire.

Con riferimento alle valute degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di settembre 2007 e il 9 gennaio 2008 l'euro si è apprezzato del 7,4 per cento sulla sterlina britannica. Il rafforzamento dell'euro si è intensificato in novembre e dicembre al crescere delle attese di ulteriori abbassamenti dei tassi di interesse nel Regno Unito. Durante lo stesso periodo la moneta unica europea ha guadagnato poco più del 9 per cento sul leu romeno, mentre si è deprezzata rispettivamente del 5,6 e del 4,8 per cento nei confronti della corona ceca e dello zloty polacco.

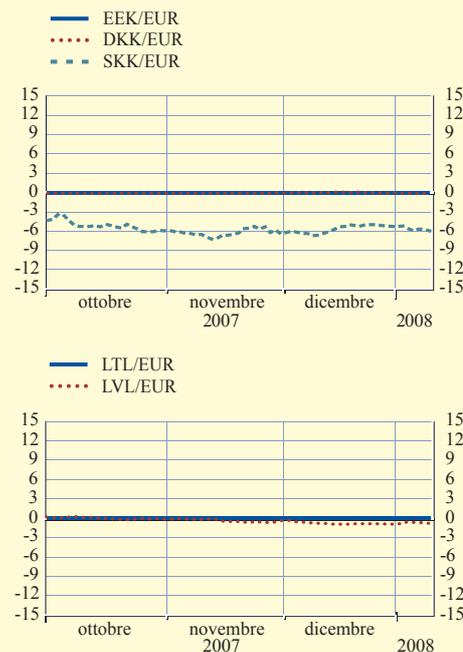
#### ALTRE VALUTE

Dalla fine di settembre 2007 l'euro si è deprezzato dell'1,4 per cento rispetto al franco svizzero, mentre si è apprezzato rispettivamente del 4,4, 3,3 e 2,2 per cento sul dollaro canadese, sul dollaro australiano e sulla corona norvegese. Allo stesso tempo, la moneta unica ha registrato un rafforzamento nei confronti delle divise di alcuni tra i principali partner commerciali asiatici

ed è rimasta sostanzialmente stabile sul renminbi cinese, il cui ritmo di apprezzamento sul dollaro statunitense ha iniziato a intensificarsi attorno alla metà di dicembre.

**Figura 32 Tassi di cambio negli AEC II**

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



Fonte: BCE.

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

#### Riquadro 5

##### L'AREA DELL'EURO DOPO L'INGRESSO DI CIPRO E MALTA

Il 1° gennaio 2008 Cipro e Malta hanno adottato la moneta unica europea, portando da 13 a 15 il numero dei paesi appartenenti all'area dell'euro. Il tasso irrevocabile di conversione tra la sterlina cipriota e l'euro è stato fissato a 0,585274 e quello tra la lira maltese e l'euro a 0,4293. Tali livelli corrispondono alle parità centrali stabilite per le due divise al loro ingresso nei nuovi accordi europei di cambio (AEC II) il 2 maggio 2005.

Rispetto all'area dell'euro, Cipro e Malta sono due economie molto piccole. Di conseguenza, le caratteristiche statistiche e macroeconomiche dell'area non variano in misura significativa dopo quest'ultimo allargamento (cfr. la tavola 1).

In termini di popolazione, l'ingresso di Cipro e Malta (con un totale di 1,2 milioni di abitanti) rende l'area dell'euro una delle principali economie del mondo, con 318 milioni di abitanti nel 2006.

**Principali indicatori economici dell'area dell'euro allargata**

	Periodo di riferimento	Unità di misura	Area dell'euro esclusi Cipro e Malta	Area dell'euro inclusi Cipro e Malta	Cipro	Malta
<b>Popolazione e attività economica</b>						
Popolazione totale <sup>1)</sup>	2006	milioni	317,4	318,5	0,8	0,4
PIL	2006	miliardi di euro	8.436	8.455	15	5
PIL pro capite	2006	migliaia di euro	26,6	26,5	19,0	12,5
PIL pro capite (PPA)	2006	UE-13 = 100	100,0	99,5	85,3	68,6
PIL (quota del PIL mondiale) <sup>2)</sup>	2006	%	14,7	14,7	0,0	0,0
<b>Settori produttivi<sup>3)</sup></b>						
Agricoltura, pesca e silvicoltura	2006	% del totale	1,8	1,8	3,0	2,9
Industria (incluse le costruzioni)	2006	% del totale	26,6	26,5	19,7	23,2
Servizi (inclusi i servizi non-market)	2006	% del totale	71,6	71,6	77,3	74,0
<b>Indicatori monetari e finanziari</b>						
Credito al settore privato <sup>4)</sup>	2006	% del PIL	126,6	126,6	130,7	116,5
Capitalizzazione del mercato azionario	2006	% del PIL	76,0	76,0	84,2	68,0
<b>Commercio estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi <sup>5)</sup>	2006	% del PIL	21,6	21,6	47,2	87,6
Importazioni di beni e servizi <sup>5)</sup>	2006	% del PIL	20,9	20,9	51,3	91,4
Saldo del conto corrente <sup>5)</sup>	2006	% del PIL	-0,2	-0,2	-5,9	-6,7
<b>Mercato del lavoro</b>						
Tasso di partecipazione alle forze di lavoro <sup>6)</sup>	2006	%	70,6	70,6	73,0	59,2
Tasso di disoccupazione	2006	%	8,2	8,2	4,6	7,3
Tasso di occupazione <sup>6)</sup>	2006	%	64,6	64,6	69,6	54,8
<b>Amministrazioni pubbliche</b>						
Avanzo (+) o disavanzo (-)	2006	% del PIL	-1,6	-1,6	-1,2	-2,5
Entrate	2006	% del PIL	45,6	45,6	42,6	41,6
Spese	2006	% del PIL	47,2	47,2	43,8	44,1
Debito lordo	2006	% del PIL	68,6	68,6	65,2	64,7

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

1) Media annua.

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

3) Sulla base del valore aggiunto in termini reali. I dati per Cipro e Malta si riferiscono al 2004.

4) Il credito comprende prestiti e titoli detenuti, nonché azioni e altri titoli di capitale.

5) Dati di bilancia dei pagamenti. I dati per l'area dell'euro sono compilati sulla base delle transazioni con residenti di paesi esterni all'area (sono quindi esclusi gli scambi intra-area).

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

Nel 2006 il PIL dell'area era pari a 8.436 miliardi di euro, mentre Cipro e Malta si collocavano rispettivamente a 15 e 5 miliardi. Pertanto, il PIL dei due nuovi aderenti rappresenta nell'insieme circa lo 0,2 per cento di quello dell'area dell'euro allargata. Nel 2006 il PIL pro capite in termini di PPA di Cipro e Malta era rispettivamente pari all'85 e 69 per cento della media dell'area. Negli ultimi anni il PIL in termini reali di Cipro è cresciuto più rapidamente di quello dell'area, mentre Malta ha compiuto minori progressi nel processo di convergenza.

Le strutture produttive di Cipro e Malta sono sostanzialmente analoghe a quelle dell'area, anche se esistono alcune differenze. In entrambi i paesi il contributo dell'agricoltura al valore aggiunto totale è superiore rispetto all'area. A Cipro la quota dei servizi è più elevata, di riflesso alla sua dipendenza relativamente alta dal turismo e dai servizi finanziari, a fronte di un minor peso dell'industria. Il settore finanziario di Malta è in generale meno sviluppato di quello dell'area, come attesta la quota inferiore di credito in essere al settore privato e il livello più basso di capitalizzazione di borsa in percentuale del PIL. Per contro, a Cipro entrambi gli indicatori finanziari sono più alti che nell'area dell'euro e questo rispecchia l'importanza del settore finanziario in tale paese.

Sia Cipro sia Malta sono economie piccole e molto aperte, che anche prima dell'adozione della moneta unica avevano scambi intensi con l'area dell'euro e l'Unione europea (UE). Nel 2006 i paesi dell'area rappresentavano il 51,5 per cento delle importazioni e il 29,6 per cento delle esportazioni di Cipro e il 51,0 delle importazioni e il 37,0 per cento delle esportazioni di Malta.

Il mercato del lavoro di Cipro e Malta è diverso da quello dell'area. A Cipro è relativamente flessibile, con un basso livello di disoccupazione, un'elevata partecipazione alle forze di lavoro e un alto tasso di occupazione rispetto all'area dell'euro. A Malta invece il grado di partecipazione e il tasso di occupazione sono entrambi bassi. Dal 2004 Cipro e Malta beneficiano della piena libertà di movimento delle persone all'interno dell'UE. Ciò ha migliorato la loro capacità di assorbire gli shock locali. Di fatto, negli ultimi anni entrambe le economie hanno beneficiato di una crescente integrazione della manodopera straniera nei rispettivi mercati del lavoro e questo ha contribuito a evitare strozzature in alcuni segmenti dell'economia.

Sia a Cipro sia a Malta il disavanzo pubblico si è ridotto negli ultimi anni, portandosi rispettivamente all'1,2 e 2,5 per cento del PIL nel 2006, contro un disavanzo dell'1,6 per cento nell'area dell'euro. Il rapporto tra il debito delle amministrazioni pubbliche e il PIL è relativamente vicino a quello dell'area (a circa il 65 per cento in entrambi i paesi).

Grazie all'ingresso nell'area dell'euro, Cipro e Malta hanno visto accrescersi ulteriormente i vantaggi del mercato unico in quanto la moneta unica offre un quadro di riferimento credibile per la politica monetaria e la stabilità dei prezzi in un'area all'interno della quale sono assenti le incertezze legate al tasso di cambio. Al fine di cogliere pienamente i vantaggi offerti dall'euro e favorire un funzionamento efficiente dei meccanismi di aggiustamento all'interno dell'area valutaria ampliata, sono necessari ulteriori sforzi in materia di riforme strutturali, nonché l'attuazione di politiche adeguate.

Nel breve periodo, dopo il passaggio all'euro, la conversione dei prezzi nella nuova moneta non dovrebbe consentire rialzi ingiustificati degli stessi, soprattutto in un momento in cui i prezzi dei beni alimentari e dei prodotti energetici esercitano già pressioni al rialzo sull'inflazione nell'insieme dell'area dell'euro.

In prospettiva, è importante che le economie di Cipro e Malta continuino a seguire un percorso sostenibile e credibile di risanamento dei conti pubblici basato su misure strutturali e a migliorare i risultati di bilancio riducendo tangibilmente il rapporto debito/PIL. È inoltre importante mantenere una dinamica salariale moderata tenendo conto della crescita della produttività del lavoro, delle condizioni del mercato del lavoro e degli andamenti nei paesi concorrenti. A Malta, l'attenzione dovrà inoltre incentrarsi sull'abbattimento dei vincoli strutturali che pesano sulla crescita economica e sulla creazione di posti di lavoro, in particolare promuovendo la partecipazione dei lavoratori. In entrambi i paesi il rafforzamento della concorrenza nei mercati dei beni e dei servizi e un miglior funzionamento del mercato del lavoro sono elementi fondamentali a tale riguardo. A Cipro, per esempio, il meccanismo d'indicizzazione dei salari e di alcune prestazioni sociali (indennità legate al costo della vita) dovrebbe essere riformato per ridurre i rischi di inerzia insiti nel processo inflazionistico.

Tali riforme strutturali non solo renderanno l'economia di Cipro e di Malta più resistente agli shock, ma creeranno altresì le condizioni migliori per un'espansione economica sostenibile, per la crescita dell'occupazione e per la stabilità dei prezzi.

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nell'ottobre 2007 il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un avanzo corrispondente a circa lo 0,3 per cento del PIL (a fronte di un disavanzo dello 0,3 per cento un anno prima), che ha riflesso principalmente la crescita dell'avanzo dei beni. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a ottobre 2007 gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme considerevoli afflussi netti riconducibili al significativo aumento dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio.

### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Nell'ottobre 2007 il valore delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi è salito rispettivamente del 2,8 e 2,5 per cento (in termini di dati destagionalizzati e in media mobile a tre mesi), contro lo 0,9 e 1,3 per cento dei tre mesi fino a luglio. La crescita sia delle esportazioni sia delle importazioni va ricondotta principalmente alla componente dei beni (cfr. tavola 8).

**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 set.	2007 ott.	2007 gen.	2007 apr.	2007 lug.	2007 ott.	2006 ott.	2007 ott.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	1,9	1,3	1,5	1,9	3,9	2,6	-22,8	29,5
Beni (saldo)	4,4	7,6	4,7	5,7	5,8	6,6	13,3	68,3
Esportazioni	128,0	129,3	122,2	123,3	124,9	128,9	1.360,5	1.498,0
Importazioni	123,6	121,6	117,5	117,7	119,2	122,3	1.347,2	1.429,8
Servizi (saldo)	4,0	2,2	3,2	4,3	3,5	3,4	34,9	43,4
Esportazioni	39,3	39,0	36,8	38,8	38,6	39,2	423,3	460,5
Importazioni	35,3	36,8	33,6	34,6	35,1	35,8	388,4	417,1
Redditi (saldo)	-0,2	1,6	-0,2	-1,2	-0,2	0,4	7,9	-3,8
Trasferimenti correnti (saldo)	-6,4	-10,1	-6,2	-6,8	-5,3	-7,8	-78,8	-78,4
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	-5,8	-81,9	-0,3	0,9	9,9	-8,0	139,6	7,7
Investimenti diretti e di portafoglio	22,3	-32,6	24,2	25,1	13,9	1,5	27,3	194,1
Investimenti diretti	-22,8	21,3	-17,3	-2,7	-20,5	-2,9	-125,8	-130,6
Investimenti di portafoglio	45,2	-53,8	41,5	27,8	34,4	4,4	153,1	324,7
Azioni	21,4	-5,9	28,6	8,2	44,2	0,6	131,1	244,8
Strumenti di debito	23,7	-47,9	12,9	19,6	-9,8	3,9	22,0	79,9
Obbligazioni e notes	1,8	-11,4	23,1	19,1	-9,5	0,3	87,6	99,4
Strumenti del mercato monetario	21,9	-36,5	-10,2	0,5	-0,3	3,5	-65,6	-19,5
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	-0,9	0,6	2,7	2,0	0,9	2,8	12,5	9,8
Importazioni	1,3	-0,3	1,1	0,8	1,3	2,5	15,8	6,4
<b>Beni</b>								
Esportazioni	-1,0	1,0	2,5	1,0	1,3	3,1	13,7	10,1
Importazioni	1,6	-1,6	1,1	0,1	1,3	2,6	18,4	6,1
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	-0,4	-0,8	3,6	5,6	-0,5	1,6	8,7	8,8
Importazioni	0,0	4,4	1,3	3,0	1,5	2,0	7,7	7,4

Fonte: BCE.

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

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

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi fino a settembre 2007 indica che l'accelerazione delle esportazioni è ascrivibile all'aumento dei volumi connesso con la maggiore domanda estera (cfr. figura 33).

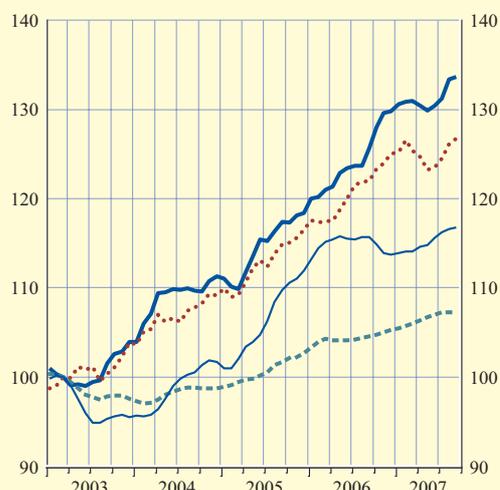
Dal lato delle importazioni, la scomposizione in volumi e prezzi dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area suggerisce che nei tre mesi fino a settembre i prezzi all'importazione hanno continuato a salire, di riflesso ai forti rincari del petrolio. Nello stesso periodo i volumi delle importazioni sono aumentati ancora, al crescere delle importazioni di beni di consumo e di investimento per motivi principalmente riconducibili alla ripresa della domanda interna e della produzione industriale dell'area dell'euro nel terzo trimestre 2007.

In una prospettiva di più lungo termine, a ottobre il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un avanzo di 29,5 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,3 per cento del PIL dell'area), a fronte di un disavanzo di 22,8 miliardi un anno prima (cfr. figura 34). Tale risultato va ricondotto in larga misura all'avanzo dei beni. Nonostante il rincaro del petrolio e il conseguente aumento del disavanzo petrolifero, rispetto all'anno precedente l'avanzo dei beni è aumentato di 55 miliardi di euro in termini cumulati su dodici mesi. Questo incremento si spiega con il vigore della domanda estera, che è aumentata molto rapidamente nell'ultimo trimestre del 2006, ha rallentato nella prima metà del 2007 ed è tornata ad accelerare nel terzo trimestre dello scorso anno malgrado l'apprezzamento dell'euro in termini effettivi. Per contro, l'avanzo dei servizi ha registrato incrementi moderati e il saldo dei redditi ha evidenziato un lieve disavanzo, a fronte di un avanzo un anno prima. Il saldo dei trasferimenti correnti è rimasto invariato, con un disavanzo di 78,4 miliardi di euro.

**Figura 33 Scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi**

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

- volumi delle esportazioni
- ... volumi delle importazioni
- - - prezzi delle esportazioni
- prezzi delle importazioni

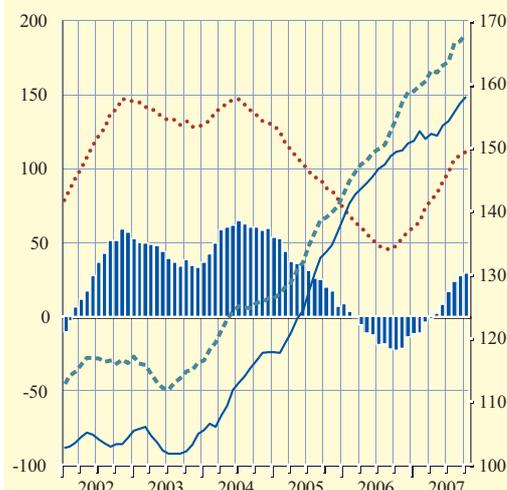


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2007.

**Figura 34 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro**

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)

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



Fonte: BCE.

## CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a ottobre 2007 gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 1,5 miliardi di euro, contro afflussi netti medi per 13,9 miliardi nel trimestre terminante a luglio (cfr. tavola 8). Il forte calo è principalmente ascrivibile ai consistenti deflussi netti per strumenti di debito osservati in ottobre.

Se in agosto e settembre gli investimenti internazionali di portafoglio hanno probabilmente risentito della turbolenza nel mercato creditizio e della conseguente revisione del premio per il rischio da parte degli investitori a livello mondiale, in ottobre i dati segnalavano un nuovo interesse per gli acquisti internazionali sia di azioni sia di obbligazioni a lungo termine da parte degli investitori esteri e dell'area dell'euro.

In una prospettiva di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a ottobre gli afflussi netti cumulati per investimenti diretti e di portafoglio sono stati pari a 194,1 miliardi di euro, a fronte di afflussi netti per 27,3 miliardi un anno prima. Questo forte aumento ha riflesso una crescita significativa (di 172 miliardi di euro) dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, mentre i flussi netti in uscita per investimenti diretti si sono aggirati attorno a 150 miliardi di euro per tutto l'anno (cfr. figura 35). La crescita degli afflussi netti per strumenti di debito è per lo più ascrivibile ai maggiori acquisti netti di obbligazioni e *note* dell'area da parte di non residenti, mentre l'espansione degli afflussi netti per titoli azionari va ricondotta in larga misura ai minori acquisti netti di azioni estere da parte di residenti dell'area.

Il riquadro 6, dal titolo *Andamenti recenti della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro*, descrive le principali componenti e i principali contributi alle variazioni della posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro fino alla fine del 2006.

### Riquadro 6

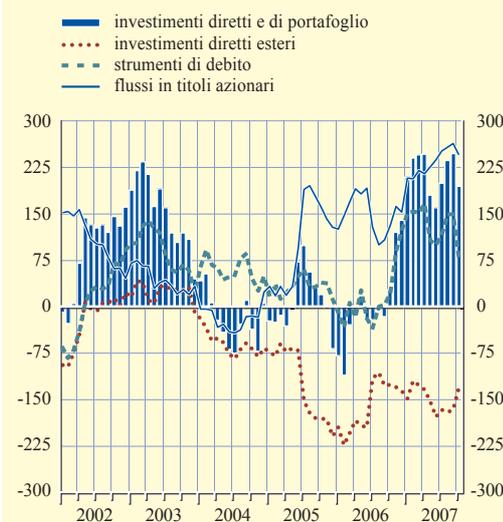
#### ANDAMENTI RECENTI DELLA POSIZIONE PATRIMONIALE SULL'ESTERO DELL'AREA DELL'EURO

Alla fine del 2006 la posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro registrava passività nette pari al 12,1 per cento del PIL, contro il 6,1 per cento alla fine del 1999 (cfr. figura A). Questo aumento è ascrivibile in larga misura a effetti di rivalutazione connessi con le oscillazioni dei cambi, sebbene nel periodo recente anche le transazioni finanziarie abbiano svolto un ruolo.

Tra il 1999 e il 2006 l'incidenza sul PIL della posizione passiva lorda dell'area dell'euro è salita di 61 punti percentuali, al 161 per cento, e quella delle attività lorde sull'estero dell'area è aumentata di 55 punti percentuali, al 148 per cento. Per comprendere questi andamenti, le attività e le passività nel conto degli investimenti diretti e di portafoglio e nelle altre categorie della

**Figura 35 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro**

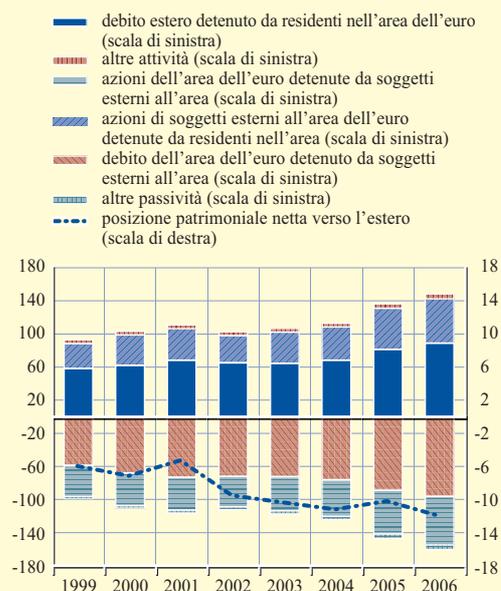
(miliardi di euro; dati mensili; flussi netti cumulati sui 12 mesi)



Fonte: BCE.

**Figura A Scomposizione della posizione patrimoniale verso l'estero per strumento**

(percentuali del PIL)

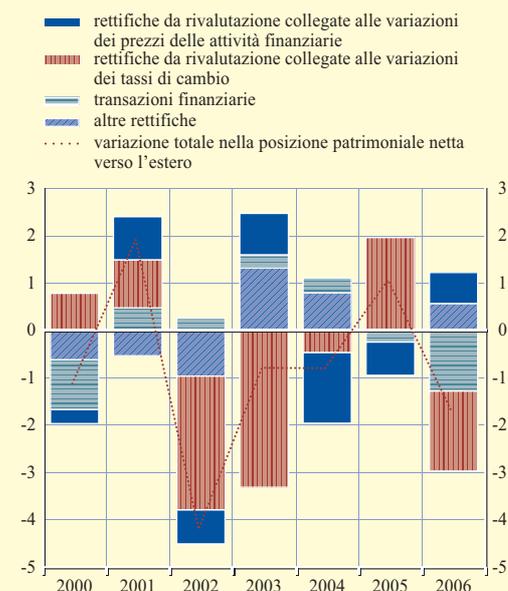


Fonte: BCE.

Nota: sotto la voce "azioni" sono ricomprese le categorie "Investimenti diretti: capitale azionario e utili reinvestiti" e "Investimenti di portafoglio: titoli azionari". La voce "debito" ricomprende le categorie "Investimenti diretti: altri titoli di capitale", "Investimenti di portafoglio: titoli di debito", "Altri investimenti" (esclusi i crediti commerciali) e "Attività di riserva ufficiale".

**Figura B Scomposizione delle variazioni annue nella posizione patrimoniale netta verso l'estero**

(percentuali del PIL)



Fonte: BCE.

posizione patrimoniale sull'estero sono state scomposte nelle rispettive componenti di debito e di capitale (cfr. figura A). Da tale scomposizione emerge che alla fine del 2006 gli strumenti di debito (titoli di debito, depositi e prestiti) costituivano quasi due terzi delle attività e delle passività lorde totali, mentre quelli di capitale azionario rappresentavano poco oltre un terzo, e che negli ultimi anni la posizione passiva netta è aumentata per entrambe le componenti.

L'incremento delle attività e delle passività sull'estero dell'area dell'euro dal 1999 è principalmente riconducibile a transazioni finanziarie. Negli ultimi anni, tuttavia, le transazioni dal lato delle attività sono state di entità analoga a quelle dal lato delle passività e di conseguenza – fatta eccezione per il 2000 e il 2006 – il loro impatto sulla posizione patrimoniale netta verso l'estero è stato limitato (cfr. la figura B)<sup>1)</sup>. Nel 2006, acquisti netti particolarmente consistenti di obbligazioni e notes dell'area dell'euro da parte di non residenti hanno concorso a far crescere la posizione passiva netta dell'area<sup>2)</sup>.

Ciò nonostante, l'aumento della posizione passiva netta dell'area tra il 1999 e il 2006 è ascrivibile soprattutto all'apprezzamento registrato dall'euro negli ultimi anni. Gli effetti di rivalutazione

1) Si noti che la voce "altre rettifiche" può comprendere cancellazioni di crediti, riclassificazioni di strumenti e di settori istituzionali, variazioni di copertura delle indagini e rettifiche residue derivanti dalla riconciliazione dei dati di stock con quelli di flusso.

2) Ulteriori informazioni sulla metodologia impiegata per stimare la posizione patrimoniale sull'estero sono reperibili nel riquadro *Fattori sottostanti le variazioni della posizione patrimoniale netta sull'estero dell'area dell'euro* del numero di gennaio 2007 di questo Bollettino.

connessi con i movimenti di cambio incidono molto di più sulle attività che sulle passività verso l'estero dell'area, poiché di norma le prime sono denominate in valuta e le seconde in euro. Le rivalutazioni conseguenti al variare dei prezzi delle attività finanziarie hanno influito principalmente sulle attività e passività lorde in azioni, poiché tra il 1999 e il 2006 gli andamenti dei mercati borsistici all'interno e all'esterno dell'area dell'euro sono stati sostanzialmente simili. Nell'insieme, tuttavia, hanno anche fatto aumentare lievemente la posizione passiva netta dell'area.



## ANDAMENTO DELLA PRODUTTIVITÀ E POLITICA MONETARIA

*Dal 1995 il tasso medio di crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro è rimasto intorno all'1,3 per cento l'anno, un livello ben inferiore a quelli registrati negli Stati Uniti nel medesimo periodo e nella stessa area dell'euro durante gli anni ottanta e i primi anni novanta. Allo stato attuale non si scorgono chiari segnali di inversione di questa tendenza calante, ma vi sono elementi per ritenere che di recente il rallentamento possa aver segnato una battuta d'arresto. Di fronte a tale incertezza, la politica monetaria deve avvalersi di tutte le informazioni a disposizione per elaborare una valutazione quanto più corretta possibile dell'evoluzione futura della produttività e delle prospettive che ne derivano per l'inflazione. Allo stesso tempo, vi sarà sempre grande incertezza per quanto concerne le tendenze future della produttività, ed è probabile che le stime al riguardo siano riviste nel momento in cui divengono disponibili nuove informazioni. Una valutazione benevola delle implicazioni sul piano dell'inflazione in un dato momento non deve indurre la politica monetaria ad abbassare la guardia nei confronti dei rischi per la stabilità dei prezzi. È particolarmente importante che le politiche economiche facciano la loro parte nella risoluzione delle cause del rallentamento della produttività europea, mediante un'attuazione tempestiva e risoluta dell'agenda di Lisbona.*

### I INTRODUZIONE

Il perdurante rallentamento della crescita della produttività negli anni recenti rappresenta uno degli sviluppi più degni di nota nell'area dell'euro. In un periodo in cui gli Stati Uniti sono stati interessati da un rilancio della produttività, apparentemente riconducibile allo sviluppo di nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC), la crescita della produttività nell'area dell'euro è scesa ai livelli più bassi mai osservati dalla seconda guerra mondiale. I dati più recenti fanno ritenere che questa tendenza negativa possa essere giunta a termine negli ultimi anni, ma, allo stato attuale, non vi sono indicazioni decisive di una sua inversione.

Il carattere persistente del rallentamento della produttività nell'area è fonte di preoccupazione. Nelle economie sviluppate, dove il processo di accumulazione del capitale ha raggiunto uno stadio di maturità, la crescita della produttività del lavoro rappresenta il principale motore della crescita economica pro capite nel lungo periodo. Inoltre, la variazione del tasso di espansione della produttività modifica il contesto in cui opera la politica monetaria.

Questo articolo passa in rassegna gli andamenti pregressi e recenti della crescita della produttività nell'area dell'euro ed esamina le loro implicazioni per la politica monetaria. La difficoltà di prevedere le tendenze future della crescita della produttività complica il compito di preservare

la stabilità dei prezzi. Di fronte a tale incertezza, la politica monetaria deve avvalersi di tutte le informazioni a disposizione per elaborare una valutazione quanto più corretta possibile dell'evoluzione futura della produttività e delle prospettive che ne derivano per l'inflazione.

Una banca centrale deve altresì accettare che le stime relative all'andamento della produttività saranno sempre caratterizzate da incertezza. A posteriori, le percezioni di un imminente rischio al rialzo per la stabilità dei prezzi potrebbero rivelarsi fuori luogo. All'opposto, una valutazione benevola delle conseguenze degli andamenti della produttività per l'inflazione potrebbe risultare eccessivamente ottimista nel momento in cui si rendono disponibili nuove informazioni. La politica monetaria deve sempre rimanere vigile di fronte ai rischi per la stabilità dei prezzi.

Sebbene il presente articolo sia incentrato principalmente sulle implicazioni dell'andamento della produttività per la politica monetaria, va notato che il migliore contributo che quest'ultima può apportare alla crescita economica è quello di assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine<sup>1)</sup>.

1) Gli effetti negativi dell'inflazione per la crescita del prodotto sono documentati, ad esempio, da Barro, R. (1997), "Determinants of economic growth: a cross-country empirical study", Lionel Robbins Lecture, Cambridge, Mass.: MIT Press, e Fischer, S. (1993), "The role of macroeconomic factors in growth", Journal of Monetary Economics 32, pagg. 485-512.

L'esperienza degli ultimi vent'anni dimostra che un'inflazione bassa e stabile si accompagna a una bassa volatilità della produzione. A sua volta, la stabilità delle condizioni e delle prospettive macroeconomiche tende a favorire la crescita. Le altre politiche economiche devono concorrere a rimuovere le cause del debole tasso di crescita della produttività europea mediante l'attuazione tempestiva e risoluta dell'agenda di Lisbona.

## 2 CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ: TENDENZE PREGRESSE

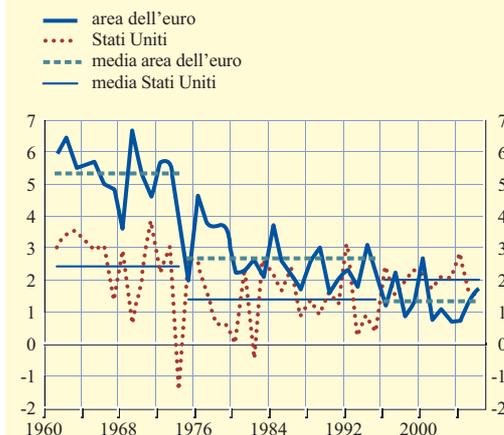
Analizzando la crescita della produttività del lavoro, misurata in termini di PIL reale per ora lavorata, nell'Europa occidentale e negli Stati Uniti è possibile individuare tre grandi fasi nel periodo successivo alla seconda guerra mondiale. La prima (dagli anni cinquanta al 1973), l'"età d'oro della produttività", è caratterizzata da tassi di crescita del prodotto per ora lavorata elevati in entrambe le aree economiche. Nell'area dell'euro in particolare la crescita della produttività fu considerevole, risultando superiore di 3 punti percentuali a quella statunitense dal 1960 al 1973 (cfr. figura 1). L'Europa recuperava allora il terreno perduto: la maggiore intensità del capitale (*capital deepening*) consentì alle economie europee di ridurre il distacco in termini di produttività che le separava dagli Stati Uniti all'indomani del conflitto<sup>2)</sup>.

Nei primi anni settanta la crescita della produttività decelerò notevolmente in entrambe le sponde dell'Atlantico. Tuttavia, l'Europa continuò mediamente a evidenziare una *performance* migliore di quella degli Stati Uniti e nella prima metà degli anni novanta aveva pressoché colmato il distacco accumulato.

A partire dalla metà degli anni novanta la produttività nell'area dell'euro è ulteriormente rallentata. L'espansione del prodotto è rimasta sostanzialmente invariata, ma il tasso di crescita delle ore lavorate totali è aumentato rispetto ai periodi precedenti. Di conseguenza, la produttività del lavoro è scesa mediamente all'1,3 per

**Figura 1 Crescita della produttività nell'area dell'euro e negli Stati Uniti**

(variazioni percentuali annue)



Fonte: database AMECO della Commissione europea. I dati della Germania precedenti al 1991 si riferiscono solo alla Germania Ovest. Le medie sono calcolate sui periodi 1960-74, 1974-94 e 1995-2006.

cento, con un calo di circa 1,4 punti percentuali rispetto al periodo 1974-1994. Diversa è stata l'evoluzione negli Stati Uniti, dove negli stessi anni il tasso medio di crescita della produttività è aumentato all'1,9 per cento, dall'1,4 per cento registrato in media nei vent'anni precedenti. L'andamento differenziato della produttività nelle due economie ha trovato riflesso in un'analogia disparità dei tassi di crescita del PIL. Fra il 1995 e il 2006 il prodotto è aumentato ad un tasso medio del 3,1 per cento negli Stati Uniti e del 2,1 per cento nell'area dell'euro.

Alcune delle differenze nell'andamento della produttività nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono riconducibili ai settori produttori

2) Per un'ulteriore discussione sugli andamenti della produttività nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr., il riquadro n. 4 in questo Bollettino. Altre informazioni rilevanti su questo tema sono contenute nell'articolo del Bollettino mensile della BCE "Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali" (luglio 2004) e nei riquadri del Bollettino mensile della BCE intitolati "Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro" (marzo 2005), "Evoluzione della qualità del lavoro nell'area dell'euro e relative implicazioni per la crescita della produttività del lavoro" (ottobre 2005) e "Produttività del lavoro e andamento dei prezzi nel settore dei servizi dell'area dell'euro: il ruolo della concorrenza" (aprile 2006).

di TIC<sup>3)</sup>; tuttavia esse non bastano a spiegare l'ampia discrepanza osservata fra le due economie per quanto riguarda la crescita della produttività del lavoro complessiva. Gran parte del divario fra area dell'euro e Stati Uniti in termini di crescita della produttività aggregata si concentra nei settori più tradizionali, utilizzatori di TIC, dove le imprese europee non sembrano aver colto appieno i vantaggi delle nuove tecnologie. Rispetto ai quindici anni precedenti, nel periodo 1995-2005 la crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro si è ridotta in gran parte dei settori non collegati alle TIC, e in particolare nei servizi di mercato, compresi la distribuzione e i servizi finanziari e alle imprese, mentre è cresciuta in misura significativa negli Stati Uniti<sup>4)</sup>. La lentezza dei settori utilizzatori di TIC in Europa nell'adottare le nuove tecnologie trova conferma anche nelle analisi di contabilità della crescita, che scompungono il tasso di crescita della produttività del lavoro in tre componenti principali: l'aumento dell'intensità del capitale, quello della qualità del lavoro e il tasso di crescita della produttività totale dei fattori (PTF), che costituisce un indicatore più specifico del progresso tecnologico associato con l'impiego di tutti i fattori produttivi e non incorporato nei macchinari (*disembodied*). Tali analisi dimostrano che la determinante principale del rallentamento della produttività del lavoro nei settori utilizzatori di TIC è stata la riduzione netta del tasso di crescita della PTF.

Il debole andamento della crescita della PTF segnala la presenza di fattori che impediscono o rallentano il processo di sfruttamento dell'insieme dei vantaggi offerti dalle nuove tecnologie nei settori dell'area dell'euro che accusano un ritardo. Le rigidità strutturali che caratterizzano l'economia dell'area – un mercato del lavoro poco flessibile, un basso grado di concorrenza nei mercati dei prodotti ed elevate barriere all'ingresso di nuove imprese, unitamente a un mercato dei capitali poco sviluppato – possono pertanto essere considerate responsabili dell'andamento non soddisfacente della produttività. Al contrario, la struttura più flessibile dell'economia statunitense risulterebbe più adatta per cogliere

le sfide e le opportunità collegate con l'innovazione tecnologica. I motivi sono intuitivamente chiari: un più elevato grado di concorrenza crea gli incentivi all'investimento e all'innovazione, la flessibilità dei mercati del lavoro agevola la riallocazione delle risorse, e lo sviluppo dei mercati dei capitali, compreso il settore del *venture capital*, è strumentale per il finanziamento di nuove imprese innovative.

La rilevanza delle rigidità strutturali è confermata da alcuni studi che misurano le differenze in termini di restrizioni regolamentari nei settori non manifatturieri dei paesi dell'OCSE<sup>5)</sup>. Tali studi mostrano che, generalmente, una regolamentazione rigida tende ad associarsi con minori investimenti e con una più bassa crescita della produttività. Queste indicazioni concordano sostanzialmente con l'ipotesi che le TIC producano indirettamente l'impatto maggiore sulla crescita della produttività, inducendo ulteriori innovazioni nei processi gestionali, nelle procedure e nelle strutture organizzative, e favorendo innovazioni complementari. Ad esempio, l'uso dei computer e di Internet riduce il costo delle comunicazioni e rende possibili strutture organizzative più flessibili e decentrate. I vantaggi di un aumento della crescita della produttività possono essere colti appieno soltanto se non vi

3) Cfr., ad esempio, S.D. Oliner e D.E. Sichel (2000), "The resurgence of growth in the late 1990s: is information technology the story?", *Journal of Economic Perspectives* 14, pagg. 3-22. Vi sono naturalmente diversi punti di vista per quanto concerne il ruolo del settore informatico per la ripresa della produttività statunitense. Cfr., ad esempio, R.J. Gordon (2000), "Does the new economy measure up to the great inventions of the past?", *Journal of Economic Perspectives* 14, pagg. 49-74; K. Stiroh (2002), "Information technology and the U.S. productivity revival: what do the industry data say?", *American Economic Review* 92, pagg. 1559-1576.

4) Fonte: base dati EUKLEMS.

5) Ad esempio, A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti e F. Schiantarelli (2005), "Regulation and investment", *Journal of the European Economic Association* 3, pagg. 791-825, rilevano che le riforme regolamentari hanno avuto, specie nel lungo periodo, un impatto positivo e significativo sull'accumulazione di capitale nei settori dei trasporti, delle comunicazioni e dei servizi di pubblica utilità. G. Nicoletti e S. Scarpetta (2003), "Regulation, productivity and growth", *Economic Policy* 18, pagg. 9-72, riscontrano che, in base a vari indicatori, la regolamentazione anticoncorrenziale nei mercati dei prodotti riduce in misura significativa la crescita della PTF a livello di settore.

sono ostacoli al cambiamento a livello organizzativo<sup>6)</sup>.

Numerose ricerche mostrano come esista una forte correlazione negativa fra la regolamentazione anticoncorrenziale e l'innovazione<sup>7)</sup>, i cui effetti si esplicano principalmente attraverso le barriere all'ingresso, che riducono la competizione e gli incentivi all'innovazione per le imprese già presenti sul mercato<sup>8)</sup>. Le conseguenze negative per la crescita della produttività sono minori laddove non ci siano altre imprese innovative, ma possono rivelarsi assai gravi quando il progresso tecnologico alimenta la produttività. Il recente calo della crescita della produttività nell'area dell'euro potrebbe quindi essere il peculiare risultato della compresenza di regolamentazione e innovazione tecnologica. Sebbene la regolamentazione sia probabilmente divenuta meno restrittiva negli ultimi anni, in un'epoca di rapidi progressi tecnologici legati alle TIC essa risulta al tempo stesso più onerosa per le imprese.

Nonostante le ricerche pubblicate negli ultimi anni siano numerose, non vi è ancora una piena comprensione di quali siano le origini del rallentamento della produttività nell'area dell'euro. Ciò rende ancora più difficile prevedere le tendenze future sulla base degli andamenti attuali.

### 3 CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ: ANDAMENTI RECENTI

La principale difficoltà che si presenta quando si tentano di stimare le tendenze di fondo della crescita della produttività è che su base trimestrale queste esibiscono una volatilità estremamente elevata. Gli andamenti del 2007 ben illustrano questo aspetto.

I dati pubblicati dall'Eurostat nella primavera del 2007 evidenziavano per il 2006 una chiara accelerazione della crescita della produttività del lavoro (pro capite), passata dallo 0,7 per cento del 2005 all'1,4 per cento. Se misurata sull'anno precedente, la crescita della produttività del lavoro ha toccato un massimo dell'1,7 per cento nel quarto trimestre 2006. A livello

settoriale, gli andamenti positivi erano riconducibili soprattutto al settore dell'industria (al netto delle costruzioni), ma anche nel settore dei servizi la crescita della produttività dava segni di miglioramento, facendo registrare nello stesso trimestre un incremento dello 0,8 per cento sull'anno precedente. Questi andamenti positivi potrebbero essere interpretati come il segnale di migliori prospettive per il futuro, grazie forse ai buoni risultati prodotti dalle riforme di mercato attuate di recente. Tuttavia, la valutazione che emerge dagli ultimi dati di contabilità nazionale resi noti dall'Eurostat nell'autunno del 2007 è meno ottimistica: la crescita della produttività del lavoro è calata nel secondo trimestre del 2007 e si colloca attualmente su valori ben inferiori al massimo di fine 2006 (cfr. tavola 1).

Il compito, già di per sé difficile, di separare gli andamenti ciclici da quelli strutturali nelle serie temporali di dati macroeconomici è reso ancora più complicato dal non trascurabile grado di incertezza che caratterizza tali dati. Ad esempio, la figura 2 illustra la differenza fra le stime preliminari della crescita della produttività del lavoro pubblicate dall'Eurostat per un dato trimestre e le ultime stime pubblicate l'11 ottobre del 2007 per il trimestre corrente e quelli scorsi. Le stime preliminari del 2005 sottostimavano chiaramente la crescita della produttività del lavoro nel settore dei servizi.

Un'ultima complicazione che si presenta nella stima delle tendenze dello sviluppo tecnologico

6) Cfr., ad esempio, van Ark, Bart e Inklaar, Robert, 2006, "Catching up or getting stuck? Europe's troubles to exploit ICT's productivity potential", GGDC Research Memorandum GD-79, Groningen Growth and Development Centre, Università di Groningen.

7) G. Nicoletti e S. Scarpetta (2005), "Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD", OECD Economics Department Working Paper n. 460. Nel contempo, vi sono indicazioni che una maggiore pressione concorrenziale dia luogo a un'organizzazione del lavoro più innovativa ed efficiente. Cfr. N. Bloom, R. Sadun e J. Van Reenen (2007), "Americans do I.T. better: U.S. multinationals and the productivity miracle", NBER Working Paper n. 13085.

8) Ad esempio, cfr. P. Aghion, N. Bloom, R. Blundell, R. Griffith e P. Howitt (2005), "Competition and innovation: an inverted U relationship", Quarterly Journal of Economics 120, pagg. 701-728. Lo studio mostra inoltre che la relazione fra concorrenza e regolamentazione può variare al variare del grado di concorrenza.

Tavola I Crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue)

	2002	2003	2004	2005	2006	2006	2006	2007	2007	2007
						3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Totale economia	0,2	0,4	1,0	0,7	1,4	1,3	1,7	1,3	0,7	0,7
di cui:										
Agricoltura e pesca	1,8	-3,6	11,9	-4,8	-0,3	-0,6	2,8	2,3	3,2	
Industria	0,9	1,3	2,1	1,2	3,5	3,5	3,5	2,8	1,6	
Escluse le costruzioni	1,3	1,9	3,1	2,2	4,3	4,4	4,7	3,8	3,3	
Costruzioni	0,0	-0,2	-0,6	-1,0	1,8	1,7	1,0	1,5	-2,3	
Servizi	-0,1	-0,1	0,2	0,7	0,5	0,5	0,7	0,7	0,3	
Trasporti e commercio	0,2	-0,2	0,9	1,0	1,5	1,5	2,2	1,7	1,1	
Finanza e affari	-0,5	0,6	-0,7	0,3	-0,5	-0,8	-0,5	-0,4	-1,2	
Pubblica amministrazione	-0,2	-0,7	0,1	0,0	-0,4	-0,2	-0,4	0,0	0,0	

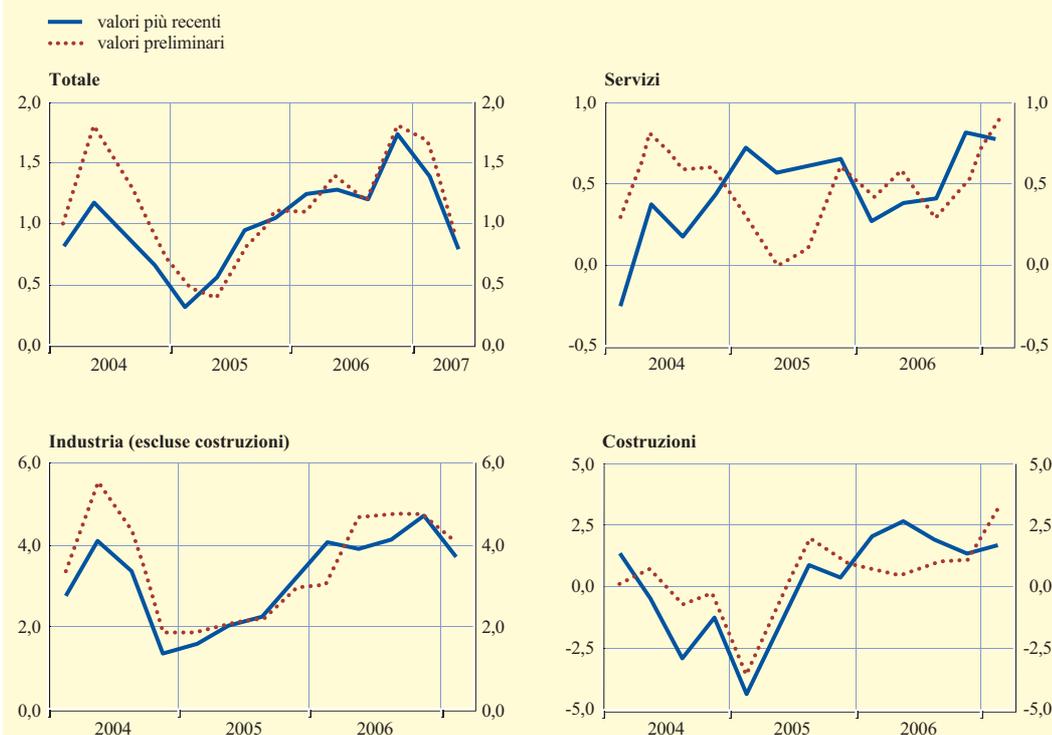
Fonte: Eurostat.

è che queste non sono isolate, ma si presentano solitamente in concomitanza con altri eventi imprevedibili, come shock dei prezzi del petrolio o dei tassi di cambio. Avvalendosi di un modello

di equilibrio generale, il riquadro all'interno di questo articolo mostra come l'andamento osservato della produttività del lavoro nell'area dell'euro possa essere ricondotto a vari shock.

Figura 2 Crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro (contabilità nazionale): stime basate sui valori preliminari e stime basate sui valori più recenti

(variazioni percentuali annue)



Fonte: Eurostat.

Nota: Le stime più recenti fanno riferimento alla seconda edizione della Contabilità nazionale dell'area dell'euro pubblicata da Eurostat l'11 ottobre 2007.

## ANALISI DEGLI ANDAMENTI RECENTI DELLA PRODUTTIVITÀ MEDIANTE UN MODELLO DI EQUILIBRIO GENERALE

Nell'analisi che segue, gli andamenti della produttività del lavoro nel periodo 2001-2007 sono interpretati attraverso il modello New Area-Wide Model (NAWM)<sup>1)</sup>. Il NAWM si avvale dei progressi compiuti di recente nell'elaborazione di modelli dinamici stocastici di equilibrio generale microfondati (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE), idonei per condurre analisi quantitative a fini di *policy*. Ipotizzando un comportamento ottimizzante e aspettative di tipo razionale da parte delle famiglie e delle imprese, i fattori dal lato dell'offerta tendono a esercitare un influsso pronunciato già nel breve periodo, nonostante la presenza di rigidità nominali e reali.

Nello specifico, il modello è utilizzato per scomporre i passati scostamenti della crescita della produttività dal suo andamento di fondo (*trend*), nei contributi forniti da vari fattori, o "shock strutturali", interpretabili in termini economici. Gli shock strutturali sono identificati stimando il modello NAWM sulla base di una serie di dati relativi all'area dell'euro piuttosto ampia. Al fine di agevolare l'interpretazione della scomposizione degli andamenti storici, gli shock (17 in totale) sono stati suddivisi in quattro categorie distinte: 1) shock tecnologici (che determinano gli andamenti dal lato dell'offerta), 2) shock di domanda (che influiscono sulla spesa pubblica e privata), 3) shock di margine o *mark-up* (che influenzano le decisioni di determinazione dei salari e dei prezzi da parte, rispettivamente, di famiglie e imprese) e 4) shock esterni (comprendenti vari influssi provenienti dal settore esterno del modello).

Un aspetto importante dell'analisi è che un modello strutturale come il NAWM consente di andare oltre gli esercizi di contabilità della crescita. La contabilità standard della crescita scompone l'andamento della produttività del lavoro nei contributi forniti dalla crescita della produttività totale dei fattori (PTF) e dall'aumento dell'intensità di capitale. Tale scomposizione si basa tuttavia su una serie di ipotesi semplificatrici, fra cui quella in base alla quale i mercati sono perfettamente concorrenziali e i prezzi dei fattori produttivi – capitale e lavoro – tendono a restare in prossimità dei loro livelli di equilibrio di lungo periodo. In realtà, non è difficile riscontrare scostamenti dalla situazione di concorrenza perfetta e il costo del capitale per l'utilizzatore (ossia il tasso di rendimento del capitale) e i salari reali possono variare significativamente nel tempo in risposta a vari shock che colpiscono l'economia. Sebbene lo schema standard di contabilità della crescita possa essere aggiustato per tenere conto di tali aspetti, il NAWM permette di contemplarli naturalmente all'interno del modello di equilibrio generale, prevedendo anche che il rapporto capitale/lavoro (ossia l'intensità di capitale) possa variare endogenamente.

Un altro aspetto innovativo connesso con l'impiego del modello NAWM per l'analisi della produttività deriva dal fatto che esso opera una distinzione fra tre tipi di shock tecnologici: gli shock transitori alla PTF, che modificano temporaneamente la capacità produttiva delle imprese per una data dotazione di fattori produttivi, gli shock permanenti, che produ-

1) Per maggiori informazioni sul modello si rimanda a Kai Christoffel, Günter Coenen e Anders Warne (2007), "Conditional versus Unconditional Forecasting with the New Area-Wide Model of the Euro Area", disponibile all'indirizzo Internet: [www.nber.org/~confer/2007/si2007/efsfrprg.html](http://www.nber.org/~confer/2007/si2007/efsfrprg.html).

cono un impatto permanente sull'efficienza del fattore lavoro nella produzione di beni e servizi, e gli shock tecnologici specifici all'investimento, che hanno effetti diretti, ma transitori, sull'efficienza del capitale di nuova installazione. Uno shock di produttività permanente si traduce in un incremento dei salari duraturo e con esso aumenta il reddito permanente, quindi la produzione. Per contro, un aumento transitorio della produttività produrrà un effetto meno pronunciato sulla domanda, con conseguenze soprattutto sui costi di produzione. Gli shock specifici all'investimento risultano cruciali per spiegare gli incrementi dell'intensità di capitale.

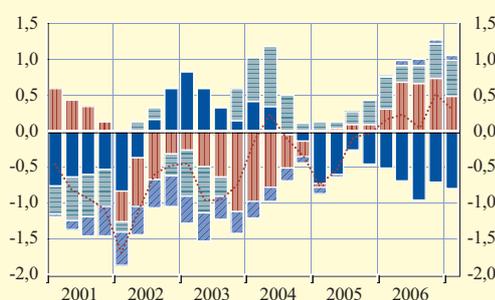
Il riquadro superiore della figura presenta la crescita della produttività del lavoro calcolata sull'anno precedente (in termini di PIL reale per occupato) nel periodo 2001-2007, scomposta in base al contributo fornito dagli shock strutturali stimati. La crescita della produttività del lavoro è misurata come deviazione dal tasso di crescita nello stato stazionario (*steady-state*) dell'1,2 per cento annuo, calibrato per coincidere con il tasso medio di crescita della produttività durante il periodo utilizzato per la stima del modello, che va dal 1985 al 2005. Si noti che la scomposizione non è intesa a spiegare l'andamento di fondo del tasso di crescita della produttività, ma piuttosto a illustrare quali fattori siano stati rilevanti ai fini degli scostamenti della crescita della produttività del lavoro dal suo valore di *trend*. Il riquadro inferiore della figura fornisce un'analisi più dettagliata del contributo fornito dal gruppo degli shock tecnologici, comprendente i tre diversi tipi di shock di cui sopra.

Si può anzitutto osservare che, in base al modello NAWM, negli ultimi anni il contributo fornito dai fattori caratterizzati come shock tecnologici all'andamento della produttività nell'area dell'euro è stato inferiore a quanto ci si sarebbe potuto attendere in base alle tendenze storiche, ad eccezione del periodo 2003-2005. Ciò si evince dal fatto che, nel riquadro superiore della figura, le colonne che rappresentano l'impatto della tecnologia sono per la maggior parte negative. Tale riscontro è in linea con l'osservazione secondo cui nel periodo 2001-2007 la crescita del prodotto è risultata per lo più inferiore al tasso di crescita di lungo periodo calibrato nel NAWM.

### Scomposizione della crescita della produttività del lavoro (scostamento dallo stato stazionario)

#### Crescita della produttività del lavoro in deviazione dal tasso di crescita nello stato stazionario

- shock tecnologici
- shock di domanda
- shock esterni
- shock di mark-up
- crescita della produttività



#### Scomposizione del gruppo di shock tecnologici per la crescita della produttività del lavoro

- shock tecnologici specifici all'investimento
- shock tecnologici permanenti
- shock tecnologici transitori
- gruppo di shock tecnologici



Nota: la parte superiore del grafico, basato sulla simulazione del NAWM, indica la scomposizione storica della crescita della produttività annua del lavoro dal primo trimestre del 2001 al primo trimestre del 2007. I tassi di crescita della produttività del lavoro sono riportati come scostamento dal tasso di crescita nello stato stazionario calibrato dell'1,2 per cento per anno. La crescita della produttività del lavoro osservata è scomposta in base al contributo di quattro distinti gruppi di shocks. La parte inferiore del grafico mostra la scomposizione del gruppo di shock tecnologici.

Anche gli shock di domanda e quelli esterni hanno avuto un impatto rilevante sul tasso di crescita della produttività del lavoro osservata. Il contributo degli shock di domanda è stato negativo durante il rallentamento del 2002-2005, ma con la recente ripresa ciclica della produttività del lavoro, a partire dal 2005 esso ha riacquisito rilevanza, portandosi allo 0,5 per cento circa nel 2006. Dal 2001 fino al 2004 gli andamenti esterni hanno esercitato un impatto significativo sulla produttività nell'area dell'euro, verosimilmente per effetto della decelerazione economica negli Stati Uniti e delle sue conseguenze negative a livello internazionale, mentre a partire dal 2004 il contributo di tali andamenti è risultato positivo.

La scomposizione del contributo complessivo degli shock tecnologici in quelli forniti singolarmente dai tre diversi tipi di shock è presentata nel riquadro inferiore della figura. Essa indica che, a partire dal 2005, l'aumento dell'intensità di capitale (dovuto ai massicci investimenti indotti da shock tecnologici positivi specifici all'investimento) ha gradualmente annullato gli effetti avversi prodotti dagli shock transitori e permanenti sulla crescita della produttività del lavoro. Gli shock tecnologici permanenti hanno fornito contributi positivi unicamente nel 2001 e nella prima metà del 2004, quelli transitori solo da metà 2002 a metà 2003.

In sintesi, il modello indica che vi sono scarse evidenze di un miglioramento durevole della crescita della produttività del lavoro al di là della componente di stato stazionario ipotizzata nel NAWM. Alla luce del modello, gli andamenti recenti della produttività del lavoro appaiono scaturire soprattutto da fattori di domanda. In particolare, la recente ripresa della crescita della produttività del lavoro è riconducibile alla vigorosa domanda interna e ad andamenti esterni favorevoli. I contributi positivi derivanti dai progressi tecnologici sono circoscritti a shock tecnologici specifici all'investimento. Nel complesso, tuttavia, essi risultano inferiori a quelli prevedibili sulla base di tendenze storiche.

Alla luce di tali difficoltà, la valutazione in tempo reale del grado di variazione permanente della produttività dovrebbe basarsi su un'ampia gamma di indicatori, piuttosto che incentrarsi unicamente su una o più statistiche riassuntive. Oltre alle stime tendenziali elaborate a partire dai dati sulla produttività del lavoro, ad esempio, è altresì importante analizzare i fattori all'origine della crescita della produttività ricorrendo a tecniche di contabilità della crescita, nonché agli opportuni indicatori mensili, disponibili più prontamente.

Per stimare la tendenza di lungo periodo della crescita della produttività del lavoro è possibile impiegare test statistici volti a individuare la presenza di discontinuità nelle serie (*breaks*). La tavola 2 mostra che la stima corrente della crescita a lungo termine della produttività del lavoro nell'area dell'euro per il periodo primo trimestre 1997-primo trimestre 2007 è pari a

0,74. Gran parte di questi incrementi sono dovuti ai positivi andamenti nell'industria, mentre il contributo del settore dei servizi ammonta a 0,18 punti percentuali.

Spesso accade che i test statistici rilevino solo lentamente le variazioni nel tasso di crescita di equilibrio delle serie temporali di dati economici, variazioni che si verificano di norma in modo graduale. Da questo punto di vista, sarebbe forse preferibile estrarre una tendenza di fondo (*smooth trend*), per quanto vi siano indicazioni che questi metodi non sono sempre affidabili<sup>9)</sup>. La figura 3 presenta una stima di questo tipo, da cui emerge che la crescita della produttività del lavoro sia cresciuta durante gli ultimi due anni. Tuttavia, tenuto conto dell'incertezza che caratterizza tali stime,

9) Cfr., ad esempio, il riquadro 5 intitolato "La (scarsa) affidabilità delle stime in tempo reale dell'*output gap*" nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

**Tavola 2 Stima delle discontinuità nella crescita di lungo termine della produttività del lavoro nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali annue)

	1970 2° trim. - 1979 2° trim.		1979 2° trim. - 1997 4° trim.		1997 4° trim. - 2007 1° trim.	
	Crescita	Contributo	Crescita	Contributo	Crescita	Contributo
Totale	2,91	2,91	1,63	1,63	0,74	0,74
Servizi	1,79	0,76	0,75	0,38	0,28	0,18
Industria	2,58	0,79	2,58	0,74	2,58	0,53
Costruzioni	0,86	0,08	0,86	0,07	0,86	0,06
Agricoltura	4,43	0,82	4,43	0,54	4,43	0,24
Riallocazione del lavoro	-	0,46	-	-0,10	-	-0,28

Nota: l'uso delle tecniche descritte in Bai e Perron (1998) indica la presenza di due discontinuità nella crescita della produttività del lavoro totale e nei servizi. Queste discontinuità si sono verificate nel 2° trimestre del 1979 e nel 4° del 1997. L'evidenza empirica della presenza di discontinuità in altri settori non è significativa e quindi il tasso medio di crescita nell'intero periodo preso a campione è usato come tendenza di lungo periodo della crescita della produttività del lavoro. Per dettagli sul test statistico per la presenza di discontinuità multiple, vedi Bai J. e P. Perron (1998), "Estimating and testing linear models with multiple structural changes", *Econometrica*, vol. 66, n. 1, pp. 47-78.

non è possibile affermare che l'andamento tendenziale sia significativamente cresciuto<sup>10</sup>. La figura evidenzia inoltre un lieve recupero del contributo fornito di recente dalla crescita della PTF. Tuttavia, le stime attuali della tendenza di lungo periodo della crescita della produttività del lavoro si collocano all'1,1 per cento, ben al di sotto del picco dell'1,7 per cento raggiunto alla fine del 2006.

Questi risultati trovano sostanziale conferma in altri indicatori. Le stime della PTF segnalano che quest'ultima ha di recente contribuito in misura maggiore alla crescita della produttività del lavoro, seppure per entità modeste nel confronto

storico. A questi andamenti, nel periodo 2004-2006 si è inoltre accompagnato un contributo non trascurabile dell'aumento dell'intensità del capitale, che spesso si osserva temporaneamente durante le fasi ascendenti del ciclo economico.

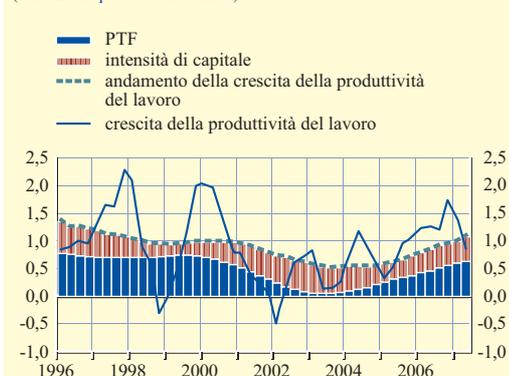
Nel complesso, gli ultimi dati a disposizione non forniscono indicazioni robuste di un'inversione della storica tendenza negativa della produttività del lavoro negli ultimi anni. Tuttavia, vi sono evidenze della possibilità che il rallentamento della produttività abbia segnato una battuta d'arresto.

#### 4 CONSEGUENZE MACROECONOMICHE DELLE VARIAZIONI PERCIPITE NELLA CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ

L'andamento della crescita della produttività, così come gli altri andamenti economici, plasma il contesto in cui opera la politica monetaria. Esso produce un impatto sul prodotto aggregato e sui prezzi, e può di conseguenza mettere a repentaglio la capacità della banca centrale di adempiere ai propri obiettivi statutari. Per quanto riguarda la BCE, l'obiettivo prioritario è quello di mantenere nel medio periodo la stabilità dei prezzi, definita come un aumento sui

**Figura 3 Stime della tendenza di lungo periodo della crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali annue)



Nota: il calcolo della tendenza di lungo periodo della crescita della produttività del lavoro è stato ottenuto usando il modello statistico della funzione di produzione descritto in Proietti T., A. Musso e T. Westermann (2007), "Estimating Potential Output and the Output Gap for the Euro Area: a model based production function approach", *Empirical Economics*, vol. 33, pp. 85-113.

10) Altri metodi utilizzati per elaborare le tendenze di lungo periodo della crescita della produttività del lavoro conducono a conclusioni analoghe. Cfr., ad esempio, "Drift and breaks in labor productivity", di Luca Benati, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 31, pagg. 2847-2877.

dodici mesi dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore, ma prossimo al 2 per cento <sup>11)</sup>.

Come illustrato nella sezione precedente, risulta estremamente difficile riconoscere in tempo reale le variazioni nella crescita tendenziale della produttività. Tuttavia, al fine di avere un riferimento in base al quale valutarne le implicazioni per la politica monetaria, è utile esaminare in primo luogo lo scenario irrealistico di un rallentamento permanente della produttività. In questo scenario, le conseguenze per il prodotto potenziale e i tassi di interesse reali di equilibrio possono essere stimate con sufficiente precisione.

Un calo della crescita tendenziale della produttività si accompagnerebbe a un minore tasso di crescita del prodotto potenziale. A parità di altre condizioni, nel medio periodo ciò genererebbe pressioni al rialzo sui prezzi. Al fine di neutralizzare le spinte inflazionistiche, il tasso di crescita tendenziale della moneta dovrebbe diminuire. Nel medio periodo, una minore crescita economica, incrementi più contenuti dei salari reali e un aumento della disoccupazione sarebbero sostenibili. Le teorie sulla crescita indicano che i tassi di interesse reali di equilibrio dovrebbero anch'essi diminuire proporzionalmente al calo della crescita tendenziale della produttività. Laddove la stabilità dei prezzi sia preservata e le aspettative di inflazione rimangano saldamente ancorate, nel nuovo equilibrio il decremento del tasso in termini reali si tradurrebbe in una diminuzione esattamente proporzionale di quello nominale.

Se da un lato le tendenze di medio-lungo periodo associate ad un rallentamento della produttività sono chiare, dall'altro vi è ambiguità per quanto concerne le conseguenze che si avrebbero sui prezzi nel corso del processo di aggiustamento, poiché potrebbero emergere pressioni sia inflazionistiche, sia deflazionistiche, a seconda dell'impatto del rallentamento sulla domanda e sull'offerta aggregate.

In effetti, il rallentamento della produttività tenderà a produrre due effetti che operano in direzioni opposte. Il primo, definibile come "effetto

di offerta", deriva dalla minore crescita del prodotto potenziale associata con il rallentamento della produttività. A parità di altre condizioni, un calo del prodotto potenziale implica che le imprese avranno più difficoltà a soddisfare la domanda aggregata. In parte, ciò darà luogo a un aumento temporaneo del prodotto al di sopra del suo potenziale, ossia a un *output gap* positivo, ad esempio mediante un incremento temporaneo delle ore lavorate. Al tempo stesso, le imprese saranno incentivate ad aumentare i prezzi, generando così pressioni al rialzo sull'inflazione.

Il secondo effetto del rallentamento della produttività è di ridurre la ricchezza netta degli individui, nella misura in cui la minore crescita della produttività si riflette in un calo di quella dei profitti e dei salari futuri, e di conseguenza in un decremento dei prezzi delle attività correnti e in una riduzione del capitale umano. A loro volta tali aspettative tenderanno a ridurre i consumi in quanto gli individui cercano di evitare ampie oscillazioni dell'andamento dei loro consumi nel tempo. Anche gli investimenti subirebbero una decelerazione, dovuta alle minori opportunità di investimento profittevoli. Data una certa crescita del prodotto potenziale, la contrazione dei consumi e degli investimenti, che si può definire come "effetto di domanda", darà luogo a un'eccedenza di offerta aggregata, producendo così pressioni al ribasso sull'inflazione.

La reazione dell'inflazione a un rallentamento della produttività dipenderà da quale di questi due effetti dominerà sull'altro. Se nel breve periodo dovessero prevalere gli effetti di offerta, al fine di non compromettere la stabilità dei prezzi, la banca centrale dovrebbe innalzare per qualche tempo i tassi di interesse, poiché il PIL potenziale cala più rapidamente di quello effettivo. Se invece dovessero prevalere gli effetti di domanda, la risposta appropriata di politica monetaria sarebbe quella di mantenere i tassi di interesse su livelli inferiori, allo scopo di prevenire l'emergere di pressioni negative sui prezzi. Ad esempio, gli effetti di offerta tenderebbero a predominare qualora gli andamenti

11) Cfr. gli articoli "La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità" e "I risultati della valutazione svolta dalla BCE sulla sua strategia di politica monetaria", apparsi rispettivamente nei numeri di gennaio 1999 e giugno 2003 di questo Bollettino.

della produttività fossero considerati temporanei. In tal caso, la crescita del prodotto potenziale si contrarrebbe automaticamente, ma non vi sarebbero ripercussioni di rilievo sulla ricchezza netta, poiché le aspettative di consumo e di investimento futuri rimarrebbero in definitiva invariate. La reazione della domanda aggregata sarebbe pertanto modesta e notevolmente inferiore a quella dell'offerta aggregata.

Un basso grado di sviluppo finanziario e l'esistenza di vincoli al credito sono tra le caratteristiche strutturali dell'economia che concorrerebbero a determinare il prevalere degli effetti di offerta. Il buon funzionamento dei mercati finanziari è importante perché i prezzi delle attività tendono a incorporare le variazioni attese delle condizioni economiche future. Un rallentamento della produttività, ad esempio, si tradurrebbe rapidamente in una riduzione del valore della ricchezza investita nel mercato azionario. In un'economia finanziariamente meno sviluppata ciò impatterebbe su un numero minore di individui e, qualora la propensione al consumo di questi ultimi fosse meno reattiva alle variazioni della ricchezza, provocherebbe forse aggiustamenti della domanda aggregata di minore entità.

L'effetto di domanda prevarrebbe invece laddove gli andamenti della produttività fossero considerati molto duraturi o permanenti. In uno scenario caratterizzato costantemente da una sempre minore crescita della produttività, l'aumento del tenore di vita finirebbe per diminuire e i corsi azionari farebbero probabilmente registrare andamenti sfavorevoli, dando luogo a un effetto di ricchezza fortemente negativo.

L'effetto di domanda tenderà anche a predominare nelle economie caratterizzate da strutture produttive più flessibili. In questo caso il prodotto effettivo si ridurrà più rapidamente, in linea con quello potenziale, attraverso una riduzione del grado di utilizzo degli impianti delle imprese. Al contrario, in una situazione di rapido avanzamento tecnologico, le strutture e le organizzazioni produttive si adatteranno in tempi più brevi per cogliere i vantaggi delle migliorate tecnologie. Naturalmente, l'effetto di domanda sarà anche più forte quando i mercati finanziari

sono pienamente sviluppati e la partecipazione ai mercati azionari è diffusa.

## 5 IMPLICAZIONI PER LA POLITICA MONETARIA

È difficile riconoscere in tempo reale gli andamenti della crescita della produttività, che nel breve periodo possono generare spinte sia inflazionistiche sia deflazionistiche. Non è pertanto possibile giungere a conclusioni univoche riguardo alla direzione più appropriata da impartire alla politica monetaria in risposta a un presunto rallentamento della produttività. Tuttavia, in base alla ricerca economica e all'esperienza passata si possono formulare alcune osservazioni generali di *policy*.

In primo luogo, dato che le dinamiche di breve periodo della crescita della produttività del lavoro hanno generalmente natura transitoria e le variazioni persistenti sono rare, e per lo più di scarsa intensità, è necessario procedere con cautela nell'interpretare i nuovi sviluppi della produttività. In quest'ottica, sarebbe certamente prematuro considerare i recenti, timidi incrementi della crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro come i primi segnali di un rilancio della produttività forse riconducibile ai progressi nelle TIC.

In secondo luogo, la valutazione della natura – persistente o temporanea – degli andamenti della produttività deve poter essere modificata nel tempo, alla luce delle nuove informazioni e dei nuovi dati economici a disposizione. La banca centrale deve prestare attenzione a tutte le informazioni rilevanti al fine di elaborare una valutazione quanto più corretta possibile dell'evoluzione della produttività come parte integrante dell'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi. Qualora i dati sulla crescita della produttività del lavoro puntassero tutti nella stessa direzione e fossero supportati dalle indicazioni provenienti da altri dati a livello macro e microeconomico, l'ipotesi che il recupero osservato di recente sia di natura ciclica andrebbe progressivamente rivista, in favore di quella di una ripresa più persistente.

La strategia di politica monetaria della BCE è in grado di far fronte all'incertezza riguardo le potenziali variazioni nella crescita della produttività, poiché non vincola la BCE a rispondere in modo meccanico a determinati indicatori o previsioni. Fondandosi su due pilastri, la strategia della BCE riconosce esplicitamente l'incertezza che sussiste riguardo alla struttura effettiva dell'economia e, di conseguenza, all'effettiva natura del processo di trasmissione della politica monetaria. Poiché tale strategia consente alla BCE di sfruttare le informazioni provenienti da più analisi di diverso tipo e di esaminare in dettaglio la natura degli shock che colpiscono l'economia, continuerà probabilmente a dimostrarsi valida in un contesto di generalizzata incertezza circa gli andamenti futuri della produttività.

In terzo luogo, gli errori di valutazione circa il carattere degli andamenti della produttività costituiscono la norma, anziché l'eccezione. Poiché le variazioni persistenti della crescita della produttività sono, per natura, relativamente poco frequenti, esse saranno spesso erroneamente interpretate come fluttuazioni transitorie. Riconoscendo l'ineluttabilità del rischio di errori di valutazione, è importante che la politica monetaria eviti che tali errori si traducano in decisioni inappropriate. La politica monetaria dovrebbe reagire solo gradualmente agli andamenti economici percepiti. Qualora si verificassero errori di misurazione, una risposta risoluta della politica monetaria di fronte alle indicazioni provenienti da misurazioni errate delle variabili economiche può indurre fluttuazioni indesiderate dell'inflazione e del prodotto reale, con conseguenze avverse talvolta gravi per la prosperità economica. Una delle spiegazioni avanzate relativamente alla cosiddetta Grande Inflazione verificatasi negli Stati Uniti negli anni settanta si basa proprio sull'ipotesi che un grave errore di valutazione in tempo reale della capacità produttiva dell'economia abbia portato all'adozione di una politica monetaria eccessivamente espansionistica. Una risposta risoluta della politica monetaria di fronte a dati in tempo reale rischia di risultare inopportuna a posteriori, allorché la valutazione delle condizioni economiche viene rivista alla luce di dati più affidabili.

In quarto luogo, la politica monetaria dovrebbe mantenersi sempre vigile per quanto riguarda le minacce per la stabilità dei prezzi. Vi è la possibilità che le pressioni inflazionistiche tendenziali derivanti da andamenti – come quelli collegati alla crescita della produttività – difficili da riconoscere in tempo reale vengano rilevate troppo tardi. Le ricerche che mettono a confronto gli effetti di diverse regole di politica monetaria indicano che, qualora le dinamiche effettive dell'inflazione si discostino dalla definizione di stabilità dei prezzi, l'orientamento della politica monetaria andrebbe adattato in modo graduale, ma persistente, anche nel caso in cui la valutazione delle tendenze inflazionistiche resti confortante<sup>12)</sup>. All'opposto, le tendenze di fondo che non si sono ancora ripercosse sull'inflazione effettiva andrebbero monitorate attentamente, ma non dovrebbero necessariamente condurre a decisioni di politica monetaria laddove la loro misurazione sia imperfetta.

Infine, per la banca centrale è di fondamentale importanza assicurare che le aspettative di inflazione restino saldamente ancorate. Il mantenimento delle aspettative su livelli strettamente in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE garantisce che, se e quando dovesse materializzarsi uno shock inflazionistico, la sua correzione risulterebbe meno onerosa in termini di ripercussioni macroeconomiche negative. Un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione costituisce inoltre la condizione necessaria per una risposta misurata di breve periodo ai disturbi economici, mirata ad assicurare condizioni macroeconomiche più equilibrate.

## 6 IMPLICAZIONI PER LE ALTRE POLITICHE ECONOMICHE

Le variazioni nell'andamento del tasso di crescita della produttività del lavoro rappresentano importanti determinanti dell'espansione economica e hanno rilevanza ai fini della

12) Cfr., ad esempio, A. Orphanides e J. Williams, "Robust monetary policy rules with unknown natural rate", *Brookings Papers on Economic Activity* 2:2002, pagg. 63-118.

politica monetaria, ma il migliore contributo che quest'ultima può fornire per una crescita sostenibile è quello di favorire la stabilità del contesto macroeconomico attraverso il mantenimento della stabilità dei prezzi. Sono le politiche strutturali che devono assumersi la responsabilità di creare le condizioni propizie all'avanzamento della produttività e dello sviluppo economico.

Nell'area dell'euro sono stati compiuti significativi progressi in alcuni ambiti, ad esempio con la riduzione delle barriere alla concorrenza. Alcune industrie di rete, come quella delle telecomunicazioni, sono oggi completamente o ampiamente aperte alla concorrenza.

Nonostante i progressi fatti, l'attuazione delle riforme strutturali è stata finora portata avanti con troppa lentezza, per cui si rendono necessari – come auspica la rinnovata strategia di Lisbona – ulteriori interventi per agevolare la riallocazione delle risorse verso gli impieghi più produttivi, favorendo al tempo stesso la crescita della produttività del lavoro e il progresso tecnologico.

Restano prioritari l'ampliamento e la crescita del mercato interno dell'UE. I passi concreti da compiere in questa direzione sono il conseguimento di condizioni effettivamente concorrenziali nel mercato dell'energia, l'attuazione della direttiva sui servizi e il generale processo di ulteriore rafforzamento dell'integrazione dei mercati finanziari. Al contempo, è importante creare un contesto economico che favorisca l'imprenditorialità, oltre a sostenere l'innovazione attraverso maggiori investimenti in ricerca e sviluppo e nella formazione del capitale umano. Ciò implica una riduzione della regolamentazione alla quale le piccole e medie imprese sono soggette, per aiutarle a crescere in patria e all'estero, e un'azione positiva volta a rimuovere gli ostacoli che impediscono loro l'accesso ai finanziamenti di cui necessitano. Il capitale di rischio (*venture capital*) risulta fondamentale per sostenere lo sviluppo di imprese nuove e innovative, capaci di approfittare dei vantaggi offerti dall'apertura dei mercati e

disposte a intraprendere progetti creativi o innovativi di commercializzazione su più ampia scala.

Le riforme del mercato dei prodotti devono accompagnarsi a riforme del mercato del lavoro. Queste ultime dovrebbero essere intese ad innalzare i tassi di partecipazione mediante il rafforzamento degli incentivi al lavoro. In Europa tali incentivi sono compromessi dal contesto normativo e regolamentare, dai sistemi fiscali e dalle istituzioni sociali. Tutte le barriere alla mobilità internazionale del lavoro andrebbero rimosse, poiché questa è un elemento essenziale del mercato interno e costituisce un importante canale di aggiustamento nell'ambito dell'unione monetaria.

Infine, in un mondo caratterizzato da una minore sicurezza del posto di lavoro, i sistemi di istruzione e formazione devono essere continuamente adattati alle esigenze del mercato del lavoro, al fine di permettere ai lavoratori di cambiare professione e mantenersi al passo con gli sviluppi tecnologici. L'offerta di misure di attivazione può contribuire ad accorciare la durata della disoccupazione, che rischia di comportare la perdita delle potenzialità e della produttività dei lavoratori.

## 7 CONCLUSIONI

Dal 1995 il tasso medio di crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro è rimasto intorno all'1,3 per cento l'anno, con un sostanziale rallentamento rispetto agli anni ottanta e ai primi anni novanta, mentre l'economia statunitense è stata interessata da una notevole ripresa della produttività.

Il divario transatlantico in termini di crescita della produttività aggregata è in gran parte ascrivibile ai diversi tassi di adozione delle TIC nei settori tradizionali dell'economia. Le imprese dell'area dell'euro non sembrano aver saputo cogliere appieno i vantaggi delle nuove tecnologie, in linea con l'ipotesi che queste ultime producano l'impatto indiretto maggiore sulla crescita della produttività, inducendo ulteriori innovazioni nei processi gestionali,

nelle procedure e nelle strutture organizzative e promuovendo innovazioni complementari. Accrescere la flessibilità delle economie dell'area dell'euro mediante ulteriori riforme strutturali è un'importante preconditione per favorire un'inversione del declino della produttività.

Allo stato attuale, non vi sono chiari segnali di un'inversione di questa tendenza negativa, sebbene alcuni elementi supportino l'ipotesi che il rallentamento potrebbe aver segnato una battuta d'arresto.

In tale contesto di incertezza, la politica monetaria deve avvalersi di tutte le informazioni a disposizione per formulare una valutazione quanto più corretta possibile degli andamenti futuri della produttività e delle prospettive che ne derivano per l'inflazione. Tuttavia, stimare il tasso di crescita tendenziale della produttività è compito notoriamente difficile e destinato a rimanere intrinsecamente incerto. Un giudizio confortante riguardo alle implicazioni degli andamenti di fondo della produttività deve far sì che la politica monetaria non abbassi la guardia nei confronti dei rischi per la stabilità dei prezzi.



## GLOBALIZZAZIONE, INTERSCAMBIO E CONTESTO MACROECONOMICO DELL'AREA DELL'EURO

*Il processo di globalizzazione – vale a dire l'ingresso di nuovi partecipanti nei mercati mondiali e la crescente interdipendenza economica e finanziaria tra i partecipanti esistenti – ha accelerato nell'ultimo decennio, con conseguenze importanti per il contesto macroeconomico dell'area dell'euro. La globalizzazione dovrebbe favorire un miglioramento significativo delle condizioni macroeconomiche dell'area attraverso una più efficiente allocazione delle risorse, oltre che un aumento del benessere per il livello crescente di specializzazione, la disponibilità di una più ampia gamma di prodotti a prezzi inferiori e in ultima istanza un tenore di vita più elevato per tutti i cittadini. Nell'area dell'euro le opportunità offerte dalla globalizzazione, assieme agli altri importanti fenomeni connessi in atto (quali ad esempio i rapidi mutamenti tecnologici), comportano anche delle sfide e richiedono una maggiore flessibilità al fine di agevolare il processo di aggiustamento macroeconomico e consentire la piena realizzazione dei suddetti benefici. Le riforme strutturali svolgono un ruolo decisivo sia nel sostegno alla competitività e allo sviluppo del potenziale di crescita nell'area sia nell'attenuazione degli attriti connessi all'aggiustamento. Ciò nonostante, per poter continuare a godere dei vantaggi della globalizzazione, serve un impegno costante sia sul fronte della promozione dell'apertura internazionale nei mercati dei beni, dei servizi, del lavoro e dei capitali sia su quello della lotta al protezionismo.*

### I INTRODUZIONE

La crescente interdipendenza tra le economie – realizzata attraverso collegamenti commerciali, produttivi e finanziari – ha focalizzato l'attenzione sul processo di globalizzazione negli ultimi dieci anni<sup>1)</sup>. La caratteristica di maggior rilievo della fase più recente di questo processo non è costituita soltanto dal calo delle tariffe o dei costi di trasporto – ormai in atto da decenni – ma piuttosto dai nuovi paradigmi produttivi resi possibili sia dall'espansione della capacità produttiva mondiale sia dagli importanti mutamenti tecnologici che hanno agevolato l'accesso e il trasferimento transfrontaliero di beni e servizi, capitali, persone e conoscenze. Ciò rende molto difficile nella pratica distinguere tra l'impatto del progresso tecnologico e quello dell'apertura commerciale.

Nell'ultimo decennio le statistiche più comunemente utilizzate per misurare il grado di apertura di un'economia (ad esempio quelle sull'interscambio internazionale e i flussi di capitali) hanno registrato incrementi sostanziali. Grazie in parte al ruolo crescente dei partner commerciali dell'Europa centrale e orientale e alla rapida dinamica delle importazioni dall'Asia (e in particolare dalla Cina), il grado di apertura dell'area dell'euro ha evidenziato un aumento piuttosto pronunciato, soprattutto dalla metà de-

gli anni novanta, ed è rimasto superiore a quello di altre grandi economie avanzate quali gli Stati Uniti e il Giappone. Nello stesso periodo anche i flussi finanziari internazionali sono nell'insieme cresciuti a ritmi estremamente elevati, triplicando la loro incidenza percentuale sul PIL<sup>2)</sup>. Ciò ha fatto riscontro a un analogo dinamismo nell'area dell'euro, dove il perdurante vigore dei flussi di capitali trova riflesso nel sensibile incremento dello stock di attività e passività dell'area sull'estero nel periodo 1999-2006: in percentuale del PIL, le consistenze di investimenti diretti esteri in uscita e in entrata sono praticamente raddoppiate dal 1999.

I rapidi cambiamenti a livello mondiale determinati dall'azione delle suddette forze hanno influito su un ampio ventaglio di sviluppi nelle economie sia avanzate sia emergenti. Questo articolo si concentra esclusivamente sull'impatto macroeconomico della globalizzazione commerciale nell'area dell'euro, senza soffermarsi sui pur numerosi andamenti importanti in ambito finanziario. Nonostante le difficoltà di misurazione dell'impatto finale, riconducibili ai

1) Nel luglio 2007 la BCE ha ospitato una conferenza sul tema "Globalizzazione e contesto macroeconomico". I lavori presentati in tale occasione sono disponibili all'indirizzo Internet: [http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/global\\_macro.en.html](http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/global_macro.en.html).

2) Fonte: statistiche di bilancia dei pagamenti dell'FMI.

collegamenti con altri fenomeni e al mutare del ritmo e delle caratteristiche del processo di globalizzazione, l'articolo prende in esame alcuni fatti stilizzati e valuta i possibili effetti in due fasi. In primo luogo, analizza la *performance* internazionale dell'area dell'euro in un contesto in cui la globalizzazione accresce l'importanza della competitività sulla scena mondiale data l'esigenza di un maggior grado di specializzazione (sezione 2). In secondo luogo, esamina il possibile ruolo della globalizzazione nel processo di aggiustamento interno, concentrandosi sul lato dell'offerta ed elucidando le implicazioni per la produttività, i mercati del lavoro e i prezzi (sezione 3). Infine, trae alcune conclusioni ed evidenzia il ruolo fondamentale delle politiche nell'agevolare un adeguamento efficiente ai mutamenti del contesto globale (sezione 4).

## 2 LA GLOBALIZZAZIONE E L'INTERSCAMBIO E LA COMPETITIVITÀ DELL'AREA DELL'EURO

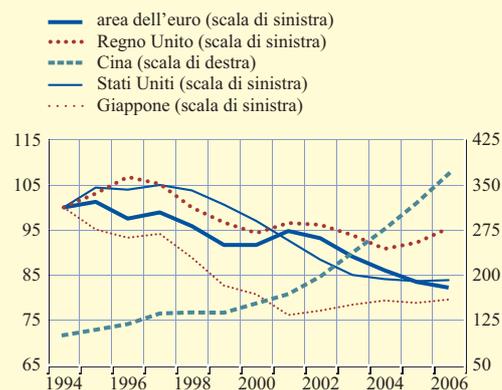
Questa sezione esamina l'impatto della globalizzazione sulle quote di mercato delle esportazioni e il possibile collegamento con la specializzazione delle esportazioni dell'area dell'euro rispetto ai paesi emergenti. Con riferimento alle importazioni, descrive il modo in cui la globalizzazione ha modificato la composizione delle stesse in termini di partner commerciali.

### ESPORTAZIONI, COMPETITIVITÀ E SPECIALIZZAZIONE

Negli ultimi anni la crescente importanza dei paesi con bassi costi di produzione nel contesto del commercio internazionale ha fatto da sfondo a un calo delle quote di mercato delle esportazioni in termini di volume riferibili alle economie industriali avanzate (quali l'area dell'euro, gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Giappone) e al concomitante aumento considerevole di quelle di paesi come la Cina (cfr. figura 1 e riquadro 1). Alla luce di tali andamenti, potrebbe non destare sorpresa il fatto che le perdite di quote di mercato delle esportazioni registrate da una serie di economie industriali avanzate non siano interamente riconducibili al variare delle misu-

**Figura 1 Quote di mercato delle esportazioni**

(in volume; indice: 1994=100; dati annuali)



Fonti: FMI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 2006. Le quote di mercato delle esportazioni sono calcolate come rapporto tra un indice dei volumi di esportazioni e un indice di domanda estera (quest'ultima è definita come somma ponderata dei volumi di importazione di beni e servizi, specifica per paese; i pesi di ponderazione sono costituiti dal volume delle esportazioni).

re tradizionali della competitività di prezzo<sup>3)</sup>. Ciò nonostante, malgrado il calo percentuale, le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro sono aumentate molto rapidamente in termini di volumi negli anni recenti, grazie alla dinamica persistentemente robusta della domanda estera. Dal momento che anche tali condizioni favorevoli per la domanda mondiale sono ascrivibili in larga misura alla globalizzazione, questo impatto positivo sulle esportazioni ha più che controbilanciato l'effetto frenante della perdita di quote di mercato. Di fatto, negli ultimi anni l'economia mondiale è cresciuta a livelli superiori a quelli tendenziali precedenti e l'area dell'euro ha beneficiato in misura significativa di questa crescita.

Poiché l'aumento della quota di mercato delle esportazioni detenuta dalla Cina sembra costituire la principale contropartita del calo di quella riferibile all'area dell'euro, la parte che segue

3) Per ulteriori dettagli, cfr. l'*Occasional Paper* della BCE, n.30, giugno 2005, dal titolo "Competitiveness and the export performance of the euro area", elaborato da una task force del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, e l'articolo *Competitività ed esportazioni dell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo bollettino.

prende in esame la composizione delle esportazioni cinesi in rapporto alla specializzazione delle esportazioni dell'area dell'euro e di altri concorrenti.

Stando agli indici di Balassa <sup>4)</sup> dei vantaggi comparati rivelati per intensità fattoriale, nel periodo 1993-2004 gli esportatori dell'area dell'euro si sono per lo più specializzati in prodotti ad alto contenuto di capitale e di ricerca e in beni a elevata intensità di lavoro (cfr. tavola 1). L'area dell'euro sembra tuttavia presentare un lieve sbilanciamento a favore dei settori ad alto contenuto di lavoro, nei quali la Cina presenta sia un vantaggio comparato naturale sia un elevato grado di specializzazione. Altre economie avanzate concorrenti, quali ad esempio gli Stati Uniti, non presentano invece un vantaggio comparato rivelato nei prodotti a elevato contenuto di manodopera mentre sono relativamente più specializzate nelle esportazioni di beni ad alta intensità di ricerca. Nell'insieme, la specializzazione settoriale delle esportazioni per intensità di fattori sembra riflettere sostanzialmente la disponibilità relativa dei fattori nei rispettivi paesi, con una relativa abbondanza di lavoratori più specializzati nell'area dell'euro e negli Stati Uniti e una predominanza di manodopera meno qualificata e meno costosa in Cina.

**Tavola 1 Vantaggi comparati rivelati delle esportazioni per intensità fattoriale e contenuto tecnologico**

Intensità fattoriale	Area dell'euro	Stati Uniti	Cina
Materie prime	0,5	0,7	0,6
Lavoro	1,1	0,7	2,2
Capitale	1,2	0,9	0,4
Ricerca	1,1	1,4	0,9
<b>Contenuto tecnologico</b>			
Settori ad alta tecnologia	0,9	1,4	1,0
Settori a tecnologia medio alta	1,2	1,1	0,6
Settori a bassa tecnologia	0,9	0,8	1,6
di cui: tessili, abbigliamento, calzature	0,9	0,4	3,6

Fonti: Chelem ed elaborazioni della BCE. Cfr. inoltre l'Occasional Paper della BCE n. 55.

Note: indice dei vantaggi comparati rivelati di Balassa. Media sul periodo 1993-2004. Un valore maggiore di uno indica una specializzazione del paese in quel tipo di beni di esportazione.

Le suddette misure dei vantaggi comparati rivelati sono tuttavia soggette a diversi motivi di cautela. In primo luogo, alcuni prodotti sono difficili da classificare in termini di intensità fattoriale poiché utilizzano più fattori di produzione. In secondo luogo, tale classificazione potrebbe risultare fuorviante nel caso in cui un paese si concentri principalmente sulle fasi produttive ad alto contenuto di lavoro di un bene prevalentemente ad alta intensità di ricerca. Ciò potrebbe valere in particolare per la Cina, dove l'aumento del grado di specializzazione in prodotti a elevato contenuto di ricerca osservato negli ultimi anni potrebbe essere riconducibile al fatto che le imprese estere hanno spostato in Cina le fasi a più alta intensità di manodopera della produzione di una serie di beni a elevato contenuto di ricerca o di capitale, utilizzando poi la Cina come base per le esportazioni.

Sulla base degli indici di specializzazione di Balassa per contenuto di tecnologia – che distinguono tra settori ad alto, medio e basso contenuto tecnologico – nel periodo 1993-2004 l'area dell'euro era relativamente specializzata nelle esportazioni di prodotti con un contenuto di tecnologia medio-alto e in tali settori appariva meno esposta alla concorrenza diretta della Cina, che è specializzata soprattutto in quelli a bassa tecnologia e più in particolare nei tessili, nell'abbigliamento e nelle calzature (cfr. tavola 1) <sup>5)</sup>. Ciò non vale tuttavia per l'intera area dell'euro: in particolare la Grecia, il Portogallo

- 4) L'indice di Balassa dei vantaggi comparati rivelati viene calcolato come il rapporto tra l'incidenza di un determinato prodotto sul totale delle esportazioni di un paese e l'incidenza dello stesso prodotto sulle esportazioni mondiali. Un valore superiore a 1 indica che il paese in questione è specializzato in tale prodotto di esportazione. Gli indici di Balassa dei vantaggi comparati rivelati per intensità fattoriale per l'area dell'euro e altri paesi sono riportati anche nella tavola 2 di Baumann, U. e di Mauro, F., "Globalisation and euro area trade: interactions and challenges", *Occasional Paper* della BCE, n. 55, marzo 2007.
- 5) Un'ulteriore critica mossa alle misure dei vantaggi comparati rivelati consiste nel fatto che l'internazionalizzazione della produzione può oggi rendere meno significative le misure della specializzazione delle esportazioni, poiché i beni esportati incorporano una parte sostanziale di input produttivi provenienti dall'estero. Ciò nonostante, Baumann e di Mauro hanno calcolato un indice di specializzazione dell'interscambio che depura le esportazioni della componente di importazioni intermedie e hanno riscontrato che fornisce risultati analoghi ai tradizionali indici di specializzazione di Balassa cui si riferisce questo articolo.

e – in misura inferiore – l'Italia sembrano più specializzati nei settori con un contenuto tecnologico basso e medio-basso (ad esempio tessili, abbigliamento e calzature) che sono particolarmente esposti alla concorrenza delle economie asiatiche e specialmente della Cina <sup>6)</sup>.

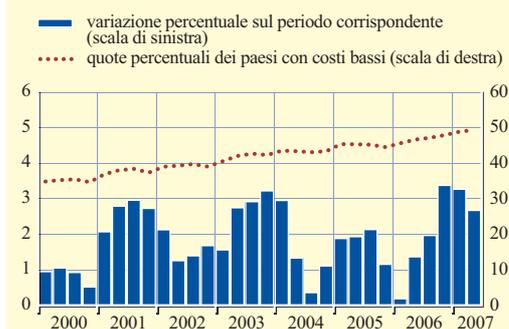
### LE IMPORTAZIONI E LA QUOTA CRESCENTE DEI PAESI CON BASSI COSTI DI PRODUZIONE

L'ultimo decennio ha visto una crescita vigorosa delle importazioni di prodotti manifatturieri sia dall'interno sia dall'esterno dell'area, ma il rapporto tra le prime e le seconde in termini di volumi è diminuito per motivi che – ancora una volta – non sembrano interamente riconducibili all'andamento dei prezzi relativi. La dinamica relativamente più vivace delle importazioni dall'esterno dell'area è dovuta alle forze della globalizzazione, nel contesto del ruolo importante svolto dall'internazionalizzazione della produzione e dall'*outsourcing* verso i paesi con costi di produzione bassi <sup>7)</sup>. Dall'inizio del nuovo millennio la quota di questi paesi sul totale delle importazioni di prodotti manifatturieri dall'esterno dell'area è passata da poco più di un terzo a quasi la metà (cfr. figura 2). Tale aumento è principalmente riconducibile alla Cina e ai nuovi Stati membri dell'UE, la cui quota è più o meno raddoppiata dalla metà degli anni novanta.

In sintesi, il ruolo crescente di paesi come la Cina nell'interscambio mondiale ha stimolato la crescita di quest'ultimo e favorito le esportazioni dell'area dell'euro, ma nel contempo ha fatto scendere la quota di mercato di economie industriali avanzate come quella dell'area. Il calo potrebbe essere tuttavia riconducibile anche alla specializzazione delle esportazioni dell'area sia in termini assoluti sia in rapporto a quella dei

**Figura 2 Quota delle importazioni di manufatti dell'area dell'euro da paesi con costi bassi**

(dati trimestrali)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: il gruppo di "paesi con costi bassi" è composto da: Algeria, America Centrale e Caraibi, Argentina, ASEAN, Brasile, Cile, Cina, CSI, India, paesi dell'Est europeo che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004, resto dell'Africa, resto dell'Asia, resto del Nord Africa, resto del Sud America e Turchia.

nuovi concorrenti. Allo stesso tempo, le importazioni dall'esterno crescono più rapidamente di quelle dall'interno dell'area dell'euro, per la maggiore penetrazione dei paesi con bassi costi di produzione nelle importazioni dell'area.

- 6) Cfr. il riquadro 3 dell'*Occasional Paper* della BCE, n. 55, oltre che Esteves, P. S. e Reis, C., "Measuring export competitiveness: Revisiting the effective exchange rate weights for the euro area countries", *Working Paper* del Banco de Portugal, n. 11, 2006.
- 7) Una possibile implicazione dell'internazionalizzazione della produzione consiste nel fatto che il crescente ricorso all'*outsourcing* ha fatto aumentare la correlazione tra le importazioni e le esportazioni, aumentando la dipendenza degli esportatori dell'area dell'euro dalle importazioni di input intermedi. L'*Occasional Paper* della BCE, n.30, giugno 2005, di una *task force* del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali mostra che nell'area dell'euro il contenuto di beni d'importazione delle esportazioni (che è l'inverso del valore aggiunto per unità di esportazione) – misurato come l'elasticità di lungo periodo delle importazioni a un aumento di un'unità di esportazione – è salito dal 38 per cento del 1995 a circa il 44 per cento del 2000.

#### Riquadro 1

### L'INTEGRAZIONE DI CINA E INDIA NELL'ECONOMIA MONDIALE

Uno dei cambiamenti di maggiore rilievo nell'economia mondiale è costituito dalla rapida affermazione dei paesi emergenti come importanti partner commerciali. Per le dimensioni delle rispettive economie, gli esempi della Cina e, più di recente, dell'India sono spesso considerati

illustrativi delle implicazioni sistemiche di tale cambiamento. In questo contesto, il presente riquadro elucida le caratteristiche principali dell'integrazione dei suddetti due paesi nell'interscambio mondiale di beni e servizi.

Grazie a un'espansione costante e a una crescente apertura agli scambi internazionali, la Cina si è andata rapidamente integrando nell'economia mondiale a partire dai primi anni novanta. Tra il 1990 e il 2006 la sua incidenza sulla produzione mondiale totale, misurata a tassi di cambio di mercato, è salita da circa il 2 al 5,5 per cento<sup>1)</sup>, mentre la quota dell'interscambio mondiale di beni e servizi è passata da meno del 2 al 6,5 per cento. L'importanza dell'India nella produzione e nell'interscambio mondiale, benché in aumento, è di origine più recente e di entità finora limitata (con quote rispettivamente pari all'1,8 e 1,5 per cento). Tuttavia, l'incidenza percentuale di questo paese sul commercio internazionale di servizi è aumentata notevolmente negli ultimi anni arrivando a sfiorare il 3 per cento nel 2006. Dal punto di vista dell'area dell'euro, nel 2006 la Cina costituiva il 10,3 per cento delle importazioni di beni dall'esterno dell'area, più del doppio dell'intera America latina (4,7 per cento), mentre la quota dell'India era ancora relativamente bassa (poco più dell'1 per cento).

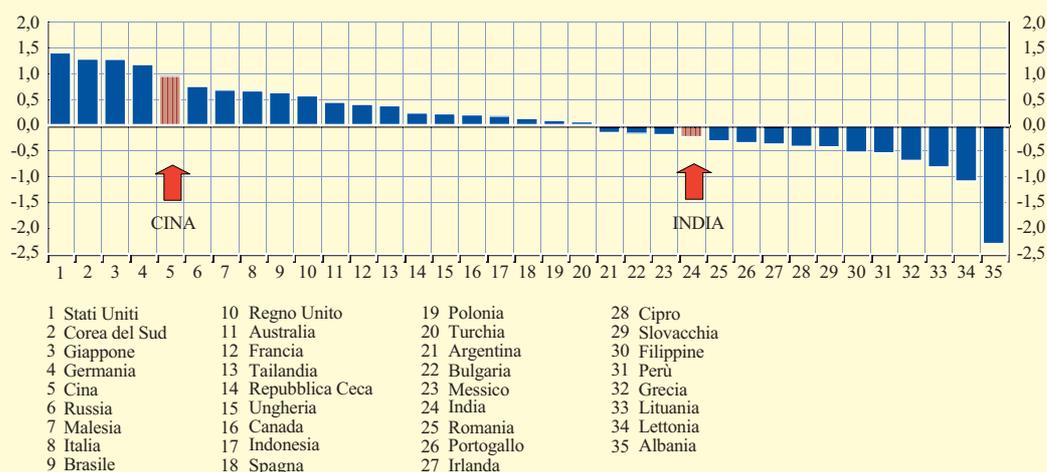
Per quanto concerne l'interscambio mondiale di beni, le stime formulate dagli esperti della BCE utilizzando un modello di gravità del commercio consentono una migliore comprensione del grado complessivo di integrazione della Cina e dell'India nell'interscambio mondiale e dei possibili andamenti futuri<sup>2)</sup>. I modelli di gravità rapportano i commerci tra due paesi a fattori quali le dimensioni dell'economia e la distanza reciproca, oltre a variabili dummy che tengono conto dell'eventuale comunanza in termini di lingua, confini, storia o appartenenza a una medesima area di libero scambio<sup>3)</sup>. I risultati indicano che, a differenza dell'India, la Cina ha già raggiunto un grado di integrazione superiore alla media in base al valore di riferimento suggerito nel modello (cfr. la figura A, che mette a confronto il commercio effettivo di beni con il valore previsto dal modello). A giudicare dalla scomposizione di questi dati per partner commerciale, la Cina presenta un grado di integrazione particolarmente elevato con le altre economie asiatiche – un risultato che riflette altresì la sua integrazione in una rete produttiva regionale finalizzata all'esportazione (nota anche come “catena di produzione asiatica”) – in un contesto in cui sia gli investitori interni sia quelli esteri sfruttano il vantaggio comparato di questo paese nel lavoro a basso costo. Ciò conferisce alla Cina un ruolo fondamentale come sede per la trasformazione e l'assemblaggio degli input importati dalle altre economie asiatiche emergenti, che sono poi riesportati nei mercati delle economie mature. In prospettiva, tuttavia, riscontri recenti indicano che la Cina potrebbe gradualmente evolversi da centro di trasformazione ad economia sempre più in grado di produrre internamente determinati beni di investimento (ad esempio macchinari e attrezzature) e intermedi (quali ferro e acciaio). In tale contesto, il conseguente processo di sostituzione delle importazioni sembra uno dei fattori alla base dell'aumento dell'attivo commerciale cinese, soprattutto dal 2005.

1) Misurata in termini di parità di potere d'acquisto (PPA), la quota della Cina sul prodotto mondiale risulta molto superiore, lievemente al di sopra del 15 per cento nel 2006. Anche quella dell'India appare maggiore (più del 6 per cento) nello stesso anno. In termini di PPA, nel 2006 la quota più elevata era riferibile agli Stati Uniti (quasi il 20 per cento), seguiti da Cina, area dell'euro (14,6 per cento), Giappone (6,3 per cento) e India.

2) Cfr. Bussière, M. e Schnatz, B., “Evaluating China's integration in world trade with a gravity model based benchmark”, *Working Paper* della BCE n. 693, novembre 2006.

3) Per ulteriori dettagli, cfr. Bussière e Schnatz, *loc. cit.* Il modello viene stimato con un campione di flussi commerciali bilaterali (vale a dire comprensivi di esportazioni e importazioni) di beni tra 61 paesi, utilizzando statistiche annuali per il periodo 1980-2003.

**Figura A Grado di integrazione nel commercio mondiale di beni rispetto alle previsioni del modello di gravità**



Fonte: Working Paper della BCE n. 693.

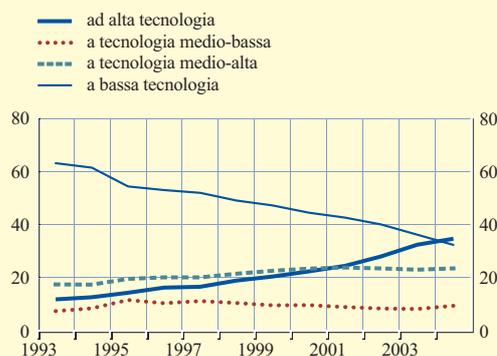
Nota: la scala dell'asse verticale è in logaritmi naturali. Un valore pari ad uno indica che il commercio effettivo è superiore del 172 per cento rispetto al valore previsto dal modello ( $e^{1-1} \approx 1,72$ ).

A differenza della Cina, l'India presenta un grado di integrazione con le altre economie inferiore a quello indicato dalle variabili esplicative del modello di gravità e questo ha principalmente a che fare con i deboli collegamenti commerciali con le altre economie asiatiche.

In termini di composizione delle esportazioni di beni, la Cina ha subito un cambiamento sensibile rispetto ai primi anni novanta, quando esportava principalmente prodotti a basso contenuto tecnologico quali abbigliamento, pelletteria, filati e tessuti (cfr. figura B). Con l'andare del tempo la quota di beni ad alta tecnologia (ad esempio prodotti elettronici) è andata aumentando, fino a diventare dominante negli ultimissimi anni. Per contro, l'India continua a esportare prevalentemente beni a bassa intensità di tecnologia (cfr. figura C) quali gioielli e opere d'arte. Un'implicazione di tale an-

**Figura B Composizione delle esportazioni della Cina**

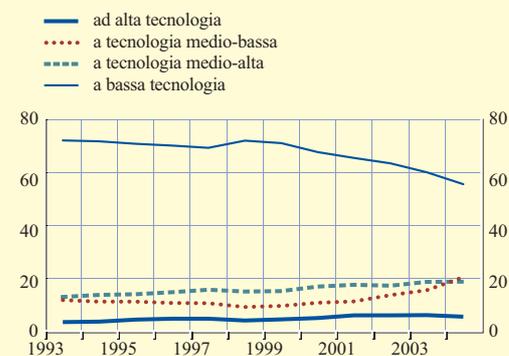
(in percentuale delle esportazioni totali di beni)



Fonte: base dati Chelem del Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII).

**Figura C Composizione delle esportazioni dell'India**

(in percentuale delle esportazioni totali di beni)



Fonte: base dati Chelem del Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII).

damento è costituita dal fatto che la Cina è sempre più in grado di competere con le esportazioni di beni provenienti dalle economie mature, mentre l'India ha più strada da percorrere.

D'altro canto, l'India sembra maggiormente specializzata nell'esportazione di servizi: in tale paese la quota dei servizi (per lo più informatici e ad alto contenuto di informatica) sul totale delle esportazioni è pari al 38 per cento, contro meno del 9 per cento in Cina (che tuttavia continua a esportare più servizi dell'India in termini assoluti). I trasporti, compresi quelli marittimi, costituiscono una componente importante delle esportazioni cinesi in questo ambito, probabilmente di riflesso al fatto che la Cina svolge il ruolo di centro di produzione in Asia.

### 3 LA GLOBALIZZAZIONE E IL PROCESSO DI AGGIUSTAMENTO INTERNO NELL'AREA DELL'EURO

Questa sezione prende in esame tre aspetti fondamentali degli aggiustamenti macroeconomici nell'area dell'euro, vale a dire gli effetti della globalizzazione sulla produttività, i mercati del lavoro e i prezzi.

#### LA GLOBALIZZAZIONE E LA PRODUTTIVITÀ DELL'AREA DELL'EURO

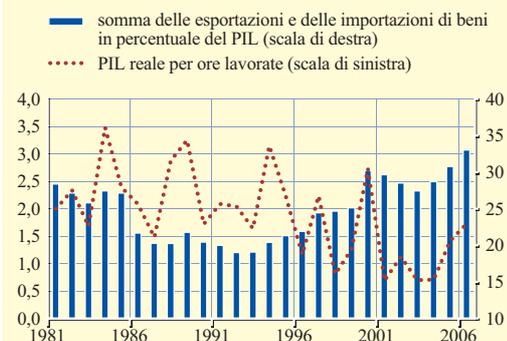
In linea di principio la globalizzazione può contribuire in misura notevole all'aumento della produttività dell'area dell'euro, agevolando la diffusione tra le economie dei miglioramenti in termini di produttività totale dei fattori e stimolando l'innovazione come risposta alle spinte concorrenziali. Essa dovrebbe in particolare promuovere la produttività attraverso tre canali principali. In primo luogo, può contribuire al trasferimento delle tecnologie per il tramite dei flussi di input (i movimenti transfrontalieri di beni di investimento e lavoro) e del trasferimento della produttività multifattoriale (ad esempio la convergenza delle tecniche di gestione verso i livelli delle migliori prassi). In secondo luogo, la forte concorrenza internazionale connessa alla globalizzazione può indurre le imprese ad accrescere il grado di innovatività per preservare la loro presenza sul mercato. In terzo luogo, può determinare un aumento della produttività media dell'economia attraverso una composizione più produttiva delle imprese e la possibilità per queste ultime di accrescere la scala delle loro attività. In questo senso, la globalizzazione offre inoltre all'area dell'euro maggiori

opportunità di concentrarsi su ambiti con vantaggi comparati superiori.

Le argomentazioni addotte in precedenza segnalano gli effetti positivi della globalizzazione sulla produttività. Ciò nonostante, nell'ultimo decennio la produttività aggregata dell'area dell'euro ha subito una generale decelerazione malgrado il costante aumento del grado di apertura internazionale. Va tuttavia rilevato che, oltre alla globalizzazione, altri fattori potrebbero avere influito in misura importante – se non addirittura dominante – su tale andamento. La crescita media della produttività per ora lavorata è scesa dal 2,3 per cento nel periodo 1985-95 all'1,3 per cento nel periodo 1996-2006, mentre il grado di apertura internazionale ha registrato un forte aumento (cfr. figura 3).

**Figura 3 Crescita della produttività per ore lavorate e apertura commerciale nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat e AMECO. Nota: il grado di apertura commerciale è qui definito come la somma del valore delle esportazioni e delle importazioni dell'area dell'euro in percentuale del PIL.

Analogamente, il contributo medio annuo della produttività totale dei fattori alla crescita del PIL è passato dallo 0,9 per cento del periodo 1980-95 allo 0,2 per cento del periodo 1995-2004.

L'analisi settoriale di questi andamenti della produttività a livello aggregato delinea un quadro più preciso. Di fatto, studi empirici segnalano una relazione positiva tra l'incremento del grado di apertura e quello della produttività nel settore manifatturiero in diversi paesi<sup>8)</sup>. Indagini a livello di impresa indicano che i canali dai quali ci si attende di norma un impulso ai guadagni di produttività come reazione all'aumento del grado di apertura – in particolare gli effetti indiretti dei progressi tecnologici e l'intensificazione della concorrenza – costituiscono un importante meccanismo di propagazione di tali guadagni<sup>9)</sup>.

Da un raffronto tra la debole dinamica della produttività a livello aggregato nell'area dell'euro e quella degli Stati Uniti nell'ultimo decennio sembra emergere che i diversi andamenti della produttività del lavoro nel periodo recente riflettono soprattutto l'evoluzione di una serie di comparti del settore dei servizi (quali ad esempio i servizi al dettaglio, quelli all'ingrosso e alcuni di quelli finanziari), nei quali i guadagni di produttività sono stati bassi nell'area dell'euro ed elevati negli Stati Uniti<sup>10)</sup>. Ciò indica che la concorrenza, forse associata alla globalizzazione, ha stimolato la crescita della produttività negli Stati Uniti e allo stesso tempo segnala un calo della produttività nell'area dell'euro nel suo insieme e in particolare in ambiti che potrebbero essere altresì considerati meno esposti alla concorrenza internazionale. Inoltre, in alcuni settori le rigidità strutturali potrebbero avere contribuito ad annullare gli effetti favorevoli della globalizzazione. In questo senso, le politiche protezionistiche e le rigidità sui mercati del lavoro e dei beni e servizi potrebbero aver impedito la realizzazione di incrementi di produttività nell'area dell'euro.

#### **LA GLOBALIZZAZIONE E I MERCATI DEL LAVORO DELL'AREA DELL'EURO**

L'impatto della globalizzazione sui mercati del lavoro dell'area dell'euro può essere definito

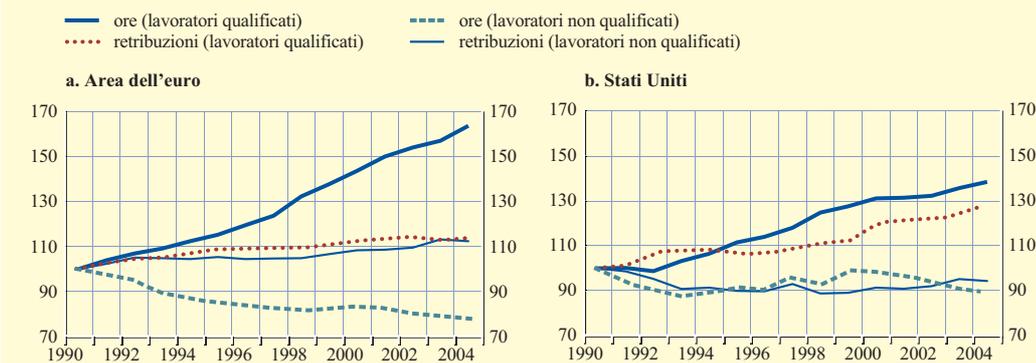
in termini dell'interazione tra due meccanismi principali, di cui uno di tipo allocativo (poiché la globalizzazione contribuisce a modificare la composizione settoriale, professionale e per competenze dell'occupazione) e l'altro tale per cui la maggiore attività risultante dalla globalizzazione accresce la domanda generale di lavoro. Per quanto concerne il primo meccanismo, la teoria classica del commercio suggerisce che nelle economie avanzate il mutare della specializzazione connesso al livello relativo di disponibilità dei fattori o della tecnologia comporta da un lato una maggiore domanda di lavoratori qualificati e dall'altro una minore domanda di lavoratori non qualificati a causa della maggiore concorrenza sul fronte delle importazioni. La globalizzazione potrebbe modificare la composizione della domanda di lavoro in termini di competenze e i livelli di remunerazione, anche all'interno di una medesima classe di qualificazione, in particolare come conseguenza dei cambiamenti nell'offerta mondiale di lavoro insieme alle maggiori possibilità di frammentazione della produzione. Evidentemente, le rigidità presenti nell'economia possono allungare i tempi di trasferimento dei lavoratori dalle attività in declino a quelle in espansione<sup>11)</sup>.

L'aspetto più visibile del suddetto impatto sembra consistere principalmente in una redistribuzione dell'occupazione in termini settoriali, professionali e di competenze. In particolare,

- 8) Cfr., ad esempio, Badinger, H., "Market size, trade, competition and productivity: evidence from OECD manufacturing industries", *Applied Economics*, n. 39 (17), 2007.
- 9) Cfr. Ottaviano, G., Taglioni, D. e di Mauro, F., "Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union", relazione presentata alla conferenza della BCE dal titolo "Globalizzazione e contesto macroeconomico", luglio 2007, e Baldwin, R., Braconier, H. e Forslid, R., "Multinationals, endogenous growth, and technological spillovers: Theory and evidence", *Review of International Economics*, 13(5), 2005, pagg. 945-63.
- 10) Cfr., ad esempio, Gomez-Salvador, R., Musso, A., Stocker, M. e Turunen, J., "Labour productivity developments in the euro area", *Occasional Paper* della BCE, n. 53, ottobre 2006.
- 11) I flussi migratori possono agevolare tali aggiustamenti. Esistono di fatto dei segnali di un costante aumento dell'immigrazione nell'area dell'euro, con una composizione di competenze eterogenea che dipende dalla provenienza (cfr. Heinz, F. e Ward-Warmedinger, M., "Cross-border labour mobility within an enlarged EU", *Occasional Paper* della BCE, n. 52, ottobre 2006).

**Figura 4 Ore lavorate e retribuzioni reali orarie per grado di specializzazione dei lavoratori**

(indici: 1990=100)



Fonte: elaborazioni della BCE sulla base di dati UE Klems.

Note: le retribuzioni sono deflazionate utilizzando i prezzi alla produzione. I dati sul grado di specializzazione provengono dai dati nazionali sul livello di istruzione; sono considerati "qualificati" i lavoratori con livello di istruzione universitario, non qualificati quelli con livello di istruzione primario e/o secondario (a seconda del paese). I dati si riferiscono a tutti i settori economici (manifatturiero e servizi).

la diffusione dell'*offshoring* nella fase recente del processo di globalizzazione viene di norma associata a un fenomeno di *skill bias* nella domanda di lavoro (cfr. figura 4), con una probabile interazione con altre fonti di *skill bias* quali ad esempio i rapidi mutamenti tecnologici<sup>12</sup>. Nell'area dell'euro l'aggiustamento della domanda di lavoro ha determinato soprattutto una discrepanza di crescita delle ore lavorate nelle diverse classi di competenze definite in base al livello di istruzione, riconducibile alla scarsa differenziazione tra le varie classi in termini di salari reali<sup>13</sup>. Ciò contrasta con l'esperienza degli Stati Uniti, dove tale differenziazione è di norma superiore e consente pertanto di ammortizzare l'impatto al ribasso sulla domanda di lavoratori meno qualificati. Riscontri empirici relativi all'area dell'euro segnalano un aumento dell'elasticità della domanda di lavoro ai salari reali nel passato recente, soprattutto nei settori che richiedono di norma competenze minori, a conferma delle maggiori pressioni sull'occupazione di tali settori<sup>14</sup>. Ciò evidenzia come l'area possa trarre beneficio da una maggiore flessibilità dei salari reali, poiché l'apparente rigidità degli stessi nel caso dei lavoratori con competenze più basse potrebbe avere contribuito a compromettere la crescita delle ore lavorate da tale categoria. Allo stesso tempo, quest'ultimo sviluppo potrebbe segnalare una più gene-

rale esigenza di riqualificazione dei lavoratori nell'area dell'euro<sup>15</sup>.

Nonostante lo scarso grado di differenziazione dei salari tra le varie categorie di competenze, la globalizzazione (ad esempio attraverso l'immigrazione e la diffusione o la paventata diffusione dell'*offshoring*) potrebbe avere concorso alla generale moderazione salariale osservata di recente nell'area dell'euro, la quale potrebbe avere a sua volta favorito il forte incremento dell'occupazione degli ultimi anni, soprattutto nel settore dei servizi (cfr. tavola 2).

12) Per maggiori informazioni sull'andamento del processo di *offshoring* nelle economie avanzate, cfr. ad esempio Feenstra, R., "Globalization and its impact on labor", Global Economy Lecture, Vienna Institute for International Economic Studies, febbraio 2007 e Baldwin, R., "Globalisation: the great unbundling(s)", relazione per l'Ufficio del Primo ministro finlandese, Consiglio economico della Finlandia, nel contesto della presidenza finlandese dell'UE, 2006.

13) Le classifiche delle qualifiche in base al livello di istruzione presentano alcuni limiti, in particolare quello di risentire potenzialmente non soltanto del contenuto di competenze del lavoro ma anche del variare dei profili di istruzione.

14) Cfr. Pula, G. e Skudelny, F., "The impact of rising imports from low-cost countries on euro area prices and labour markets - some preliminary findings", relazione presentata alla conferenza della BCE dal titolo "Globalizzazione e contesto macroeconomico", luglio 2007 e Molnar, M., Pain, N. e Taglioni, D., "The internationalisation of production, international outsourcing and OECD labour markets", Working Paper del dipartimento economico dell'OCSE, n. 561, 2006.

15) Cfr. anche FMI, "Globalization and Inequality", World Economic Outlook, ottobre 2007, pagg. 36-65.

**Tavola 2 Occupazione nell'area dell'euro**

(milioni)

	1996	2006	Variazione 1996-2006
<b>Totale economia</b>	123,6	140,6	17,0
<b>Totale industria</b>	34,5	35,0	0,5
Industria, esclusa l'edilizia	25,4	24,5	-0,9
Edilizia	9,1	10,5	1,4
<b>Totale servizi</b>	81,5	98,9	17,4
Commercio e trasporti	30,3	35,1	4,8
Finanza	15,0	21,6	6,7
Altri servizi	36,2	42,1	6,0
<b>Agricoltura</b>	6,7	5,8	-0,9

Fonti: dati Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Di fatto, imputando il calo lordo dell'occupazione in alcuni segmenti del mercato del lavoro al processo di globalizzazione si rischia di non cogliere i potenziali guadagni netti di occupazione derivanti dal fatto che il processo incoraggia lo spostamento inter e intra-settoriale dei posti di lavoro verso ambiti più produttivi, nei quali l'area dell'euro gode di un vantaggio comparato. I risultati delle indagini indicano che l'*offshoring* è responsabile di una percentuale limitata del calo lordo dell'occupazione nell'area<sup>16)</sup>. Quel che è più importante, la perdita di posti di lavoro nel settore industriale (escluso il comparto delle costruzioni) è stata controbilanciata da un aumento in altri settori e in particolare nei servizi (cfr. tavola 2). Nell'insieme, tuttavia, è difficile riconoscere il ruolo della globalizzazione in quello che appare come un calo dell'occupazione nel settore manifatturiero connesso da un lato allo spostamento strutturale verso il settore dei servizi e dall'altro ai mutamenti tecnologici e strutturali sul mercato del lavoro.

#### LA GLOBALIZZAZIONE E I PREZZI NELL'AREA DELL'EURO

La globalizzazione potrebbe influire sull'inflazione al consumo e sui prezzi relativi nel breve periodo attraverso due meccanismi principali, anche se su orizzonti temporali più lunghi l'andamento dell'inflazione è in ultima istanza determinato dalla politica monetaria. In primo luogo è lecito attendersi che la globalizzazione incida direttamente sui prezzi relativi, poiché

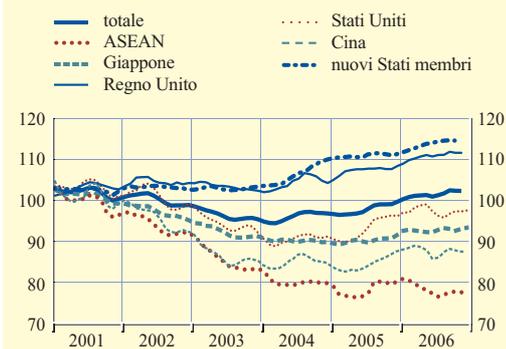
contribuisce sia al calo di alcuni prezzi (per i minori prezzi all'importazione dei prodotti manifatturieri provenienti dai paesi con bassi costi di produzione, cfr. riquadro 2) sia all'aumento di altri (accrescendo, fra l'altro, la domanda globale di prodotti energetici o di altre materie prime delle economie emergenti). Tali movimenti dei prezzi relativi potrebbero esercitare un effetto aggregato di breve periodo sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) nella misura in cui sono consistenti oppure nella misura in cui gli attriti connessi ai processi di aggiustamento e l'esistenza di informazioni imperfette comportano un impatto prolungato. In secondo luogo le maggiori pressioni concorrenziali connesse alla globalizzazione potrebbero costituire un canale indiretto di influenza sui prezzi, poiché concorrono a ridurre il differenziale prezzo-costi delle imprese o a modificare l'elasticità dei prezzi e di conseguenza contribuiscono a moderare l'inflazione. Se la possibilità di accrescere l'elasticità dei prezzi delle imprese ai costi marginali comporta un rafforzamento del rapporto tra l'inflazione e le misure dell'eccesso di offerta a livello nazionale (comunemente noto come inclinazione della curva di Phillips), si può altresì affermare che in un contesto sempre più globalizzato un ruolo crescente nel processo di inflazione di un determinato paese potrebbe essere svolto dalle misure globali dell'eccesso di offerta, in aggiunta a quelle su scala nazionale.

Un esame degli andamenti recenti dei prezzi all'importazione nell'area dell'euro rivela che nel periodo 1995-2004 l'aumento delle importazioni dai paesi con bassi costi di produzione ha esercitato spinte al ribasso sui prezzi dei prodotti manifatturieri provenienti dall'esterno dell'area. Ciò è principalmente ascrivibile alla crescente incidenza percentuale delle importazioni dai suddetti paesi sul totale delle importazioni dell'area e ai prezzi relativamente inferiori delle stesse. Sulla base di statistiche dettagliate disaggregate sia per settore sia per paese nel periodo indicato, si stima che il livello dei prezzi (approssimato dagli indici di valore unitario assoluto) delle importazioni

16) Cfr. "Special focus chapter on outsourcing", *NTC Economics*, aprile 2007.

**Figura 5 Prezzi delle importazioni di manufatti dell'area dell'euro da alcuni paesi e regioni**

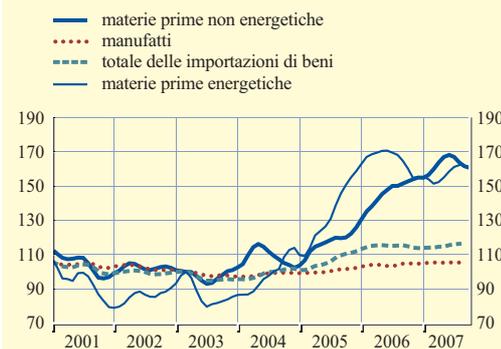
(indici di valore unitario; 1° trimestre 2001=100)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 6 Prezzi all'importazione dell'area dell'euro**

(indici: 1° trimestre 2003=100; medie mobili a tre mesi)



Fonti: BCE, HWWA ed Eurostat.  
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al mese di luglio, salvo che per le materie prime energetiche (ottobre 2007).

dalla Cina e dai nuovi Stati membri dell'UE sia mediamente molto inferiore a quello delle importazioni dai paesi industriali avanzati (ad esempio Stati Uniti, Giappone e Regno Unito)<sup>17</sup>. Nell'insieme si ritiene che l'aumento del grado di penetrazione delle importazioni dai paesi a basso costo abbia ridotto i prezzi delle importazioni di prodotti manifatturieri nell'area dell'euro di una media di circa 2 punti percentuali all'anno nel periodo in oggetto, un andamento riconducibile in misura quasi pari alla Cina e ai nuovi Stati membri dell'UE<sup>18</sup>. Il calo è ascrivibile in larga parte a un "effetto quota" (che rileva l'effetto al ribasso sui prezzi all'importazione derivante dalla crescente quota di importazioni dai paesi con bassi costi di produzione e dai prezzi relativamente inferiori delle stesse) e, in misura inferiore, a un "effetto prezzo" (che è dovuto alle differenze di crescita tra i prezzi delle importazioni dai vari paesi e che rileva l'impatto del minor livello di inflazione dei prezzi delle importazioni dai paesi a basso costo rispetto a quelli con costi elevati nel periodo in questione)<sup>19</sup>.

Nel periodo più recente, mentre i prezzi delle importazioni dalla Cina sono apparsi ancora di norma moderati (anche per motivi parzialmente riconducibili ai movimenti di cambio), dai nuovi Stati membri dell'UE potrebbero essere provenute alcune spinte al rialzo sui prezzi al-

l'importazione nell'area dell'euro (cfr. figura 5 e riquadro 2). L'impatto finale sui prezzi delle importazioni di prodotti manifatturieri dipende dalla misura in cui viene controbilanciato dall'effetto congiunto di una costante crescita della quota di importazioni proveniente da tali paesi e dei prezzi inferiori delle stesse.

L'esperienza recente dell'area dell'euro indica che nell'ultimo decennio le importazioni dai paesi a basso costo hanno influito sui prezzi interni relativi, anche se le pressioni al ribasso sui prezzi dei prodotti manifatturieri contrastano con il forte rincaro delle materie prime (cfr. figura 6). Stime empiriche dell'effetto sui prezzi relativi ottenute utilizzando statistiche di vari paesi dell'UE in diversi settori segnalano che nei 5-10 anni terminanti nel 2005

17) Questo calcolo va considerato con un certo margine di cautela poiché l'accuratezza dei risultati può risentire del fatto che gli indici di valore unitario non tengono conto dei cambiamenti di tipo qualitativo.  
18) Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 6 dal titolo *Effetti della crescente integrazione commerciale dei paesi con ridotti costi di produzione sui prezzi all'importazione dell'area dell'euro* nel numero di agosto 2006 di questo bollettino.  
19) Il calcolo si basa sulla metodologia utilizzata da Kamin, S. B., Marazzi, M. e Schindler, J. W., "Is China exporting deflation?", *International Finance Discussion Paper*, Board of Governors of the Federal Reserve System, n. 791, 2004. Ulteriori dettagli sono reperibili nel riquadro 6 del numero di agosto 2006 di questo bollettino.

l'apertura commerciale ha esercitato un impatto netto al ribasso mediamente compreso tra 0 e 1 punto percentuale sull'inflazione alla produzione sui dodici mesi e tra 0 e 0,3 punti percentuali (a seconda dell'inclusione dell'effetto dei prezzi delle materie prime) sull'inflazione al consumo sui dodici mesi<sup>20)</sup>. Questo impatto è principalmente ascrivibile al peso crescente dei paesi a basso costo sul totale delle importazioni dell'area, almeno in parte controbilanciato dal rincaro delle materie prime (ad esempio prodotti energetici e alimentari) nel contesto delle maggiori pressioni della domanda mondiale<sup>21)</sup>.

Esistono riscontri contrastanti del ruolo della concorrenza internazionale nella riduzione dei margini di profitto delle imprese. Da un lato, i modelli teorici indicano che gli effetti favorevoli alla concorrenza contribuiscono a comprimere i margini poiché le imprese nazionali devono competere con quelle estere. Dall'altro, l'elevato grado di redditività delle imprese sembra indicare che a livello aggregato tali margini non si sono ridotti. Le evidenze empiriche a questo riguardo sono piuttosto limitate, sia per la complessità del processo di formazione dei margini sia per i problemi di misurazione.

Risultano scarse anche le evidenze di un ruolo crescente svolto dalle misure globali del grado di sottoimpiego della capacità produttiva nel

processo di inflazione nell'area dell'euro e in altre economie avanzate. Gran parte degli studi indica nell'insieme che un eventuale impatto sulle economie avanzate resta contenuto, se non addirittura irrilevante<sup>22)</sup>. Altri fattori, quali ad esempio una conduzione più efficiente e credibile della politica monetaria, la disciplina fiscale e le riforme strutturali (oltre che, per lo più in concomitanza con tali fattori, un minor numero di shock macroeconomici) potrebbero avere influito in misura più determinante sul mutare del rapporto tra l'inflazione e le condizioni della domanda. Sussistono tuttavia motivi per ritenere che, in mercati integrati, le condizioni del mercato del lavoro locale sono sempre meno importanti nella definizione dei prezzi interni, soprattutto se cresce la mobilità dei fattori di produzione (capitale e lavoro).

20) Cfr., ad esempio, Pain, N., Koske, I. e Sollie, M., "Globalisation and inflation in the OECD economies", *Working Paper* del dipartimento economico dell'OCSE, n. 52, 2006 e Pula e Skudelny, *loc. cit.*

21) Per una recente discussione dell'aumento dei prezzi locali dei beni alimentari, cfr. il riquadro 4 del numero di dicembre 2007 di questo bollettino.

22) In particolare, i riscontri empirici di un significativo *output gap* a livello mondiale nelle relazioni della curva di Phillips segnalati in Borio, C. e Filardo, A., "Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", Banca dei regolamenti internazionali, 2007, contrastano con le evidenze di un ruolo trascurabile dello stesso in Ihrig, J., Kamin, S., Lindner, D. e Marquez, J., "Some simple tests of the globalization and inflation hypothesis", *International Finance Discussion Paper*, Board of Governors of the Federal Reserve System, n. 891, aprile 2007.

## Riquadro 2

### ANDAMENTI RECENTI DELLE SPINTE SUI PREZZI PROVENIENTI DAI NUOVI STATI MEMBRI DELL'UE E DALLE GRANDI ECONOMIE EMERGENTI

Esclusa la Slovenia, che ha aderito all'area dell'euro nel gennaio 2007, gli altri 11 Stati membri entrati a far parte dell'UE nel 2004 e 2007 (UE11) e le economie emergenti svolgono un ruolo crescente come partner commerciali dell'area dell'euro. La quota degli UE11 sul totale delle importazioni dell'area è stata di circa l'11 per cento negli ultimi anni. Analogamente, nel 2006 la Cina ha originato circa il 10 per cento delle importazioni di beni dell'area, mentre l'India si è collocata lievemente al di sopra dell'1 per cento (cfr. riquadro 1). Gli andamenti dei prezzi e dei costi in queste economie influiscono sui prezzi all'importazione dell'area dell'euro e presentano quindi delle implicazioni per la dinamica generale dell'inflazione nell'area. Questo riquadro prende in esame gli andamenti recenti dei prezzi e dei costi negli UE11 e in due grandi economie emergenti (Cina e India) per valutare se queste due regioni possono essere all'origine di rischi potenziali per l'inflazione.

**Tavola A Prezzi all'esportazione**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2003	2004	2005	2006
Bulgaria	-0,2	6,4	7,3	11,9
Repubblica Ceca	0,1	2,7	-2,4	-0,7
Estonia	1,2	1,0	3,4	9,6
Cipro	-0,2	4,1	2,8	1,5
Lettonia	8,6	11,0	10,3	9,2
Lituania	-0,7	7,3	7,9	5,2
Ungheria	0,1	-1,1	-0,3	6,5
Malta	-1,1	-1,8	5,3	8,3
Polonia	6,2	8,3	-2,6	2,3
Romania	17,9	13,4	-0,9	5,7
Slovacchia	1,5	1,8	-1,9	2,2
EU11 <sup>1)</sup>	4,9	6,0	-0,8	3,5
Area dell'euro	-1,3	1,2	2,6	2,7

Fonte: Eurostat.

1) Media dei paesi di cui sopra, ponderata per il PIL.

**Tavola B Costi unitari del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2003	2004	2005	2006
Bulgaria	3,0	1,0	2,4	4,5
Repubblica Ceca	3,6	1,5	-0,6	1,7
Estonia	5,6	3,0	2,5	8,1
Cipro	9,5	1,6	1,3	0,1
Lettonia	5,6	6,4	15,2	14,0
Lituania	0,9	3,3	5,9	8,8
Ungheria	6,4	6,6	3,1	.
Malta	6,0	0,5	0,2	0,5
Polonia	-3,2	-2,1	0,3	.
Romania	16,0	7,7	.	.
Slovacchia	5,6	3,2	0,5	1,2
EU11 <sup>1)</sup>	3,2	1,9	1,1	.
Area dell'euro	1,8	1,0	1,2	1,1

Fonte: Eurostat.

1) Media dei paesi di cui sopra, ponderata per il PIL.

Negli ultimi anni l'inflazione negli UE11 ha risentito in larga misura della correzione dei prezzi amministrati e regolamentati, nonché del variare delle imposte indirette e della domanda. Allo stesso tempo, se si considerano le quattro economie principali degli UE11 (Repubblica ceca, Ungheria, Polonia e Slovacchia) come sottocampione rappresentativo dell'insieme di questo gruppo, negli ultimi anni l'integrazione dell'interscambio mondiale sembra avere contribuito al processo di disinflazione di questi paesi grazie al contributo calante dei prezzi dei beni industriali allo IAPC complessivo. Quest'ultimo andamento riflette probabilmente, tra l'altro, l'impatto della maggiore concorrenza dall'estero e della più ampia disponibilità di prodotti esteri meno cari. Per quanto riguarda i costi, se negli ultimi anni i redditi per occupato sono cresciuti molto più rapidamente negli EU11 che nell'area dell'euro, in gran parte dei

**Figura A Prezzi al consumo e all'esportazione in Cina**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Bloomberg, CEIC.

Nota: i dati sui prezzi all'esportazione sono disponibili solo a partire dal 1° trimestre 2005.

**Figura B Prezzi all'ingrosso e all'esportazione in India**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Bloomberg, CEIC.

casì gli incrementi salariali sono stati accompagnati da significativi guadagni di produttività del lavoro. Ciò ha concorso a moderare la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, in particolare nelle maggiori economie degli UE11. Nei paesi baltici, tuttavia, gli incrementi di produttività sono stati insufficienti a evitare una forte espansione del costo del lavoro per unità di prodotto.

In tale contesto, nel periodo recente la dinamica dei prezzi all'esportazione negli UE11 non ha evidenziato una tendenza chiara e i singoli paesi hanno registrato andamenti piuttosto specifici. Resta pertanto difficile valutare la trasmissione futura degli andamenti dei prezzi e dei costi interni negli UE11 all'area dell'euro per il tramite dei prezzi all'esportazione.

Per quanto concerne le grandi economie emergenti, una caratteristica saliente di Cina e India è costituita dal recente aumento significativo delle pressioni inflazionistiche interne. In Cina l'inflazione al consumo è salita dall'1 per cento del luglio 2006 al 6,9 del novembre 2007, il livello più alto dell'ultimo decennio, soprattutto a causa del rincaro dei beni alimentari. In India l'inflazione dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura principale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – ha raggiunto un massimo a oltre il 7 per cento nel febbraio 2007, per poi tuttavia tornare a circa il 3 per cento in novembre. È senz'altro possibile che un rialzo dell'inflazione in un determinato paese si trasmetta ai salari e, in ultima istanza, ai prezzi delle esportazioni. Di fatto, negli ultimi mesi tali prezzi hanno accelerato in Cina.

L'impatto finale dei suddetti andamenti sui prezzi all'importazione dei prodotti manifatturieri nell'area dell'euro dipende dalla misura in cui sono controbilanciati dalla costante crescita della quota di importazioni da questi paesi sul totale dell'area e dai prezzi inferiori delle stesse.

#### 4 CONCLUSIONI

L'impatto della globalizzazione sul commercio estero dell'area dell'euro sembra consistere in un aumento della concorrenza sul fronte delle esportazioni nei mercati mondiali, oltre che in un contestuale incremento della domanda mondiale e del contenuto di beni d'importazione delle esportazioni. Con riferimento alle importazioni, nell'area dell'euro il processo di globalizzazione è stato accompagnato da una crescita della quota di importazioni di prodotti manifatturieri dai paesi con bassi costi di produzione, che ha influito anche sui prezzi all'importazione e in generale sulle spinte inflazionistiche. Questo effetto al ribasso sull'inflazione è stato tuttavia controbilanciato, almeno in parte, dalla maggiore domanda di materie prime dai paesi con costi ridotti, che ha determinato un aumento dei prezzi all'importazione delle stesse.

È difficile isolare il ruolo della globalizzazione in rapporto al processo di aggiustamento macroeconomico in corso nell'area dell'euro, per l'interconnessione con altri cambiamenti strutturali in atto (quali ad esempio modifiche alle politiche economiche e realizzazione e diffusione di progressi tecnologici). Ciò nonostante, è possibile trarre alcune conclusioni per quanto concerne la produttività, i mercati del lavoro e i prezzi nell'area dell'euro. Con riferimento alla produttività, non si ravvisa un impatto positivo della globalizzazione a livello aggregato; studi settoriali segnalano tuttavia un'influenza favorevole, che appare di norma evidente negli ambiti più esposti alla concorrenza internazionale. Nel caso dei mercati del lavoro, l'impatto più evidente è costituito dal cosiddetto *skill bias* della domanda di manodopera, che in termini di ore lavorate segnala un aggiustamento verso il basso per i lavoratori meno qualificati e uno

verso l'alto per quelli con maggiori competenze, mentre la dinamica dei salari reali è rimasta piuttosto simile in entrambi i gruppi. Allo stesso tempo, la recente moderazione della dinamica salariale nel suo insieme, che potrebbe essere riconducibile alla globalizzazione, assieme ad altri fattori, può avere contribuito alla forte crescita dell'occupazione nell'area dell'euro, soprattutto nel settore dei servizi. Oltre a questi effetti possibili sulla produttività e sui mercati del lavoro, la globalizzazione può avere accresciuto il benessere economico in altri modi, ad esempio attraverso una riduzione del prezzo dei prodotti e un'estensione della gamma di beni disponibili. Per quanto riguarda i prezzi, il crescente grado di apertura commerciale sembra avere moderato la dinamica dei prezzi dei prodotti manifatturieri; tale effetto è stato tuttavia controbilanciato almeno in parte dalle spinte al rialzo provenienti dai prezzi delle materie prime importate, a loro volta riconducibili al forte incremento delle importazioni di materie prime dei mercati emergenti. Nel contempo, esistono evidenze contrastanti di una sensibile compressione dei margini delle imprese dell'area dell'euro come risposta alla globalizzazione, mentre i riscontri di un ruolo delle misure mondiali dell'eccesso di capacità produttiva sull'inflazione interna restano limitati.

Un importante messaggio che emerge sintetizzando gli effetti interni ed esterni della globalizzazione per l'area dell'euro è costituito dal fatto che le politiche strutturali sono fondamentali per poter cogliere i benefici potenziali della globalizzazione e agevolare l'adeguamento alla stessa. Adeguate riforme strutturali restano particolarmente importanti allo scopo di accrescere la competitività dell'area. Tra queste figurano in particolare le politiche di sostegno all'istruzione, alla ricerca e all'innovazione nonché quelle intese a promuovere un ordinato aggiustamento dell'economia in un contesto dinamico. La globalizzazione comporta anche l'esigenza di perseguire ulteriori guadagni di efficienza nella conduzione della politica fiscale. Più in generale, per poter cogliere anche in futuro i vantaggi della globalizzazione è importante continuare a promuovere un aumento del grado di apertura internazionale dei mercati dei beni, dei servizi, del lavoro e dei capitali, oltre che combattere il protezionismo. Quanto alla politica monetaria, in una fase di accresciuta globalizzazione è necessario tenere sotto costante osservazione i possibili cambiamenti in atto nel processo di inflazione. Allo stesso tempo, il miglior modo per agevolare un aggiustamento efficiente consiste nel concentrarsi sulla stabilità dei prezzi e continuare ad ancorare le aspettative di inflazione a fronte dei considerevoli shock dei prezzi relativi.



# L'ESPERIENZA DELL'Eurosistema RIGUARDO ALLE PREVISIONI DEI FATTORI AUTONOMI E DELLE RISERVE IN ECCESSO



*Insieme al sistema di riserva obbligatoria, le previsioni sui fattori autonomi e sulle riserve in eccesso costituiscono gli elementi in base ai quali l'Eurosistema calibra l'offerta di liquidità tramite le operazioni di mercato aperto e, quindi, orienta i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario verso livelli prossimi al tasso minimo di offerta stabilito dal Consiglio direttivo per le operazioni di rifinanziamento principali. Questo articolo analizza le proprietà dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso, nonché le procedure di previsione dell'Eurosistema e i connessi errori previsivi. Sul piano della gestione della liquidità dell'Eurosistema, i fattori autonomi che, individualmente, hanno maggiore rilevanza in termini di volume e di variabilità sono le banconote in circolazione e i depositi delle amministrazioni pubbliche. Sebbene le fluttuazioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso non siano stabili nel tempo (specie nel periodo di fine anno), e ciò possa causare occasionalmente errori di previsione di maggiore entità (valori anomali), l'analisi proposta mostra che nel complesso la metodologia di previsione utilizzata produce stime non distorte del fabbisogno di liquidità del sistema bancario.*

## I INTRODUZIONE

Nel decidere il volume di aggiudicazione delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e delle operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning*), la Banca centrale europea (BCE) tiene conto di una previsione del fabbisogno di liquidità del settore bancario, formulata solitamente su un orizzonte temporale di una settimana. Le determinanti del fabbisogno di liquidità sono tre: gli obblighi di riserva, le riserve in eccesso e i fattori autonomi. Se gli obblighi di riserva sono determinati con un elevato grado di precisione all'inizio di ciascun periodo di mantenimento della riserva obbligatoria, le previsioni fino a una settimana delle riserve in eccesso e dei fattori autonomi sono soggette a incertezza. Per fattori autonomi si intendono le poste del bilancio dell'Eurosistema diverse dagli strumenti di politica monetaria denominati in euro, mentre le riserve in eccesso sono definite come la differenza media tra le riserve totali detenute dalle banche sui conti correnti presso l'Eurosistema e l'ammontare richiesto per soddisfare l'obbligo di riserva.

Una stima per difetto del fabbisogno di liquidità implica solitamente che i fondi immessi dalla BCE mediante le operazioni di mercato aperto sono insufficienti. In questo caso il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario e il tasso minimo di offerta può mostrare una tendenza al rialzo, specie nell'ultima settimana del periodo di mantenimento,

quando le banche hanno un limitato margine di manovra per posticipare l'adempimento dell'obbligo di riserva. Viceversa, una stima per eccesso può determinare una tendenza al ribasso del differenziale. Pertanto, quanto più accurate sono le previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso, tanto più la BCE sarà in grado di calibrare al meglio le operazioni di mercato aperto e conseguire l'obiettivo di orientare i tassi di mercato a breve termine verso livelli prossimi al tasso ufficiale di riferimento, segnatamente il tasso minimo di offerta delle ORP.

È particolarmente importante che le previsioni di liquidità dell'Eurosistema non siano distorte sotto il profilo statistico, così da essere ben comprese dagli operatori di mercato. Se il fabbisogno di liquidità del settore bancario venisse sistematicamente sottostimato, i fondi erogati dalla BCE tramite le operazioni di mercato aperto sarebbero regolarmente insufficienti. Gli operatori ricorrerebbero con frequenza alle operazioni di rifinanziamento marginale per soddisfare il loro fabbisogno di liquidità e i tassi di mercato a brevissimo termine registrerebbero una tendenza al rialzo verso il tasso applicato a queste operazioni. Per contro, una sovrastima sistematica del fabbisogno di liquidità delle banche determinerebbe una tendenza dei tassi al ribasso verso il tasso sulle operazioni di deposito presso la banca centrale.

Questo articolo esamina le principali proprietà dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso

e valuta il grado di non distorsione delle previsioni di liquidità dell'Eurosistema. Per l'analisi statistica degli errori di previsione è stato considerato il periodo compreso tra gennaio del 2003 e ottobre del 2007, in modo da escludere gli effetti connessi alla sostituzione del contante nel 2002. La sezione 2 descrive la dimensione, la variabilità e la fattibilità delle previsioni sui diversi fattori autonomi individuati nel bilancio dell'Eurosistema. La sezione 3 espone le proprietà degli errori nelle previsioni sui fattori autonomi aggregati. Un'analisi analoga è proposta nella sezione 4 per le riserve in eccesso. Nella sezione 5 vengono esaminate le statistiche relative all'errore di previsione della liquidità – inteso come somma dell'errore sui fattori autonomi aggregati e di quello sulle riserve in eccesso – commesso sulla previsione formulata l'ultimo giorno del periodo di mantenimento per il giorno stesso. Questa previsione, e la sua assenza di distorsione, rivestono una specifica importanza per calibrare l'operazione di *fine-tuning* di fine periodo e controllare l'evoluzione del tasso interbancario *overnight* nel periodo di mantenimento. L'ultima sezione espone alcune considerazioni conclusive.

## 2 I FATTORI AUTONOMI

### 2.1 PRESENTAZIONE

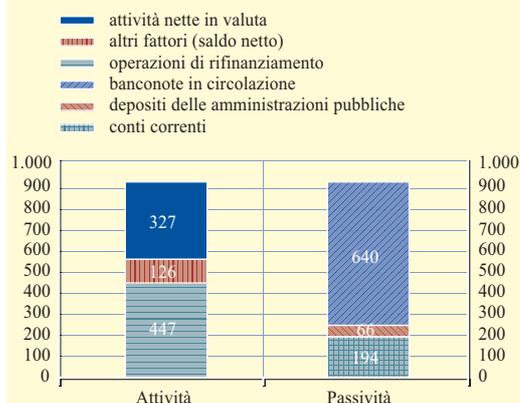
A livello aggregato i fattori autonomi impongono al sistema bancario un fabbisogno di fondi e hanno pertanto un effetto netto di assorbimento di liquidità. A livello individuale invece, i singoli fattori possono sia creare, sia sottrarre liquidità, a seconda del lato del bilancio della banca centrale in cui figurano. L'incremento di un fattore autonomo dal lato dell'attivo determina, a parità delle altre condizioni, un aumento della liquidità disponibile, poiché rispecchia l'acquisto di attività da parte della banca centrale a fronte di liquidità (ossia di riserve detenute sui conti correnti); ciò fa diminuire la necessità delle banche di ricorrere alle operazioni di rifinanziamento per ottenere i fondi necessari ad assolvere l'obbligo di riserva. Per contro, l'incremento di un fattore autonomo dal lato delle

passività equivale a una sottrazione di liquidità, perché il sistema bancario ha acquisito un credito nei confronti della banca centrale a fronte di una riduzione delle riserve detenute sui conti correnti, le quali devono essere ricostituite tramite un maggiore ricorso alle operazioni di rifinanziamento.

Il bilancio semplificato dell'Eurosistema riportato nella figura 1 distingue quattro fattori autonomi: “depositi delle amministrazioni pubbliche”, “banconote in circolazione”, “attività nette sull'estero” e “altri fattori (saldo netto)”. I depositi delle amministrazioni pubbliche e le banconote in circolazione sono i fattori con il maggiore effetto di assorbimento di liquidità, mentre le attività nette sull'estero hanno l'impatto più rilevante in termini di immissione. Dal lato dell'attivo la voce più consistente è rappresentata dalle operazioni di rifinanziamento. Queste sono calibrate dalla BCE in funzione del totale dei fattori autonomi, della riserva obbligatoria e delle riserve in eccesso, come sopra descritto, in modo da mantenere i tassi di mercato a breve termine intorno al tasso minimo di offerta. Gli “altri fattori (saldo netto)” rappresentano una posta residuale risultante dal saldo netto di tre fattori autonomi minori dal lato delle attività e delle passività (vedi oltre).

Figura 1 Bilancio semplificato dell'Eurosistema, al 30/10/2007

(miliardi di euro)

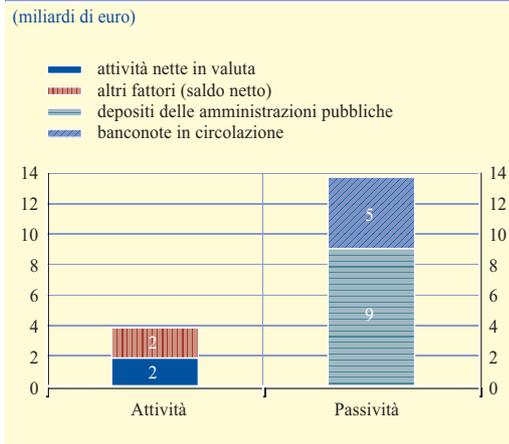


Fonte: BCE.

Le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche e gli altri fattori (saldo netto) sono soggetti a notevoli variazioni (cfr. figura 2). Nonostante la loro ampia consistenza, le attività nette sull'estero registrano variazioni contenute, mentre le fluttuazioni fatte osservare dagli altri fattori (saldo netto) e dai depositi delle amministrazioni pubbliche sono relativamente ampie rispetto al loro volume.

Le previsioni dei fattori autonomi sono formulate su base giornaliera prendendo come orizzonte l'intervallo fino alla fine del periodo di mantenimento corrente o almeno le due settimane successive alla previsione. Generalmente l'esercizio viene condotto in maniera decentrata: le banche centrali nazionali (BCN) formulano le previsioni relative ai fattori autonomi nei rispettivi bilanci e le trasmettono alla BCE, che le aggrega per ottenere la stima per l'insieme dell'area. Nell'ambito di questo processo, in cui si tiene conto delle proprietà degli specifici fattori (descritte nei paragrafi seguenti), viene applicata una serie di approcci differenti, quali modelli econometrici, giudizi di esperti e informazioni sui flussi di cassa generati da specifiche transazioni. Nel caso delle banconote in circolazione, oltre alla procedura decentrata,

**Figura 3 Prevedibilità dei fattori autonomi (misurata come deviazione standard degli errori di previsione cumulati su un orizzonte di otto giorni)**



Fonte: BCE.  
Nota: l'errore di previsione cumulato è calcolato come somma degli scarti tra il dato previsto nel giorno di aggiudicazione delle ORP e il dato a consuntivo per ogni giorno della settimana (fino all'aggiudicazione della ORP successiva).

viene utilizzato un modello strutturale di serie storiche centralizzato<sup>1)</sup>.

Le ampie fluttuazioni che caratterizzano i depositi delle amministrazioni pubbliche e le banconote in circolazione sono associate anche a rilevanti errori di previsione (cfr. figura 3); ciò non vale per la posta altri fattori (saldo netto), che registra errori ridotti, di entità analoga a quelli calcolati per le attività nette sull'estero.

Queste statistiche mostrano che i depositi delle amministrazioni pubbliche e le banconote in circolazione sono all'origine delle fluttuazioni e degli errori previsivi più ampi nel fabbisogno di liquidità, risultando i fattori autonomi di gran lunga più importanti ai fini della gestione della liquidità dell'Eurosistema. Le attività nette sull'estero e gli altri fattori (saldo netto),

1) Il modello è basato sulla serie storica aggregata delle banconote (ossia sul totale dell'Eurosistema) e di componenti quali tendenze, stagionalità e profili per le quali è possibile un'interpretazione diretta (cfr. sezione seguente). Le componenti stagionali includono effetti infrannuali, inframensili ed effetti fissi e variabili di calendario. La previsione ricavata dal modello è combinata con le previsioni formulate in maniera decentrata dalle BCN, tenendo conto sia della passata performance delle due tecniche, sia del giudizio di esperti. Il modello è stimato nella forma *state-space* utilizzando un filtro di Kalman.

**Figura 2 Deviazione standard delle principali poste di bilancio nel 2007**



Fonte: BCE.  
Nota: la somma delle deviazioni standard dal lato dell'attivo del bilancio semplificato non eguaglia quella dal lato del passivo a causa di non-linearità e correlazioni tra le varie poste.

pur essendo relativamente consistenti, fanno osservare variabilità ed errori di previsione contenuti.

## 2.2 PROPRIETÀ SPECIFICHE

### BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

Le banconote sono emesse dalle BCN dell'Euro-sistema e dalla BCE. Dato che la cassa contante non conta ai fini della riserva obbligatoria, non viene fatta distinzione fra le banconote detenute all'interno del settore bancario e quelle detenute al suo esterno. La domanda di banconote è determinata principalmente dalla quota delle transazioni in contanti sul totale dell'economia e da motivazioni di riserva di valore. In particolare, una forte domanda di banconote in euro, principalmente come riserva di valore, può provenire da paesi non appartenenti all'area.

L'evoluzione delle banconote in circolazione è caratterizzata da una tendenza crescente, accentuatasi dopo la sostituzione del contante nel 2002 (cfr. figura 4), e da dinamiche infrasettimanali, inframensili e infrannuali chiaramente distinguibili (cfr. figura 5).

Nel modello strutturale di serie storiche, utilizzato insieme alla procedura decentrata per elaborare le previsioni sulle banconote in circolazione, viene fatta una distinzione tra stagionalità infrasettimanale (connessa per lo più alle spese del fine settimana), stagionalità inframensile (legata essenzialmente al pagamento di stipendi e pensioni) e, particolarmente

**Figura 5 Evoluzione infrannuale delle banconote in circolazione**



Fonte: BCE.

importante, stagionalità infrannuale (associata alle vacanze estive e alle principali festività, come il periodo natalizio). Sugli andamenti delle banconote in circolazione hanno inciso anche avvenimenti specifici di grande portata, fra cui il passaggio al nuovo millennio e la sostituzione del contante.

### DEPOSITI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Tradizionalmente alcune BCN hanno operato come "agenti finanziari" dei rispettivi governi e hanno continuato a svolgere questo ruolo nell'Unione economica e monetaria. All'interno dell'Eurosistema sussistono differenze significative fra i paesi riguardo ai depositi delle amministrazioni pubbliche e alla loro volatilità, ascrivibili principalmente a caratteristiche istituzionali ereditate dal passato (cfr. figura 6).

L'evoluzione dei depositi delle amministrazioni pubbliche non mostra una chiara tendenza a livello aggregato (cfr. figura 7). Alcune BCN tuttavia registrano una modesta dinamica mensile, riconducibile per lo più all'utilizzo dei conti di tesoreria. Nel caso della Banca d'Italia, ad esempio, le variazioni mensili più significative riflettono i pagamenti connessi alla

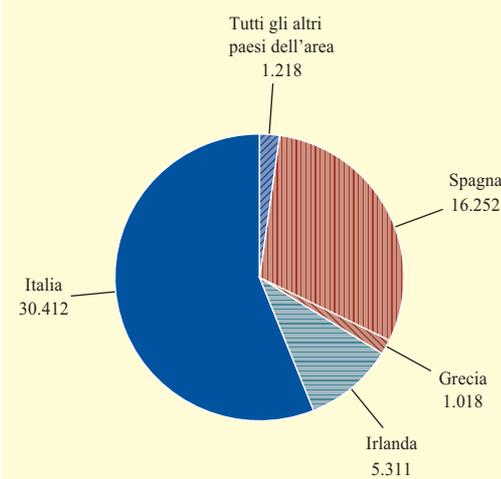
**Figura 4 Evoluzione delle banconote in circolazione**



Fonte: BCE.

**Figura 6 Utilizzo dei depositi delle amministrazioni pubbliche per paese (media dal 2003 al 2007)**

(milioni di euro)

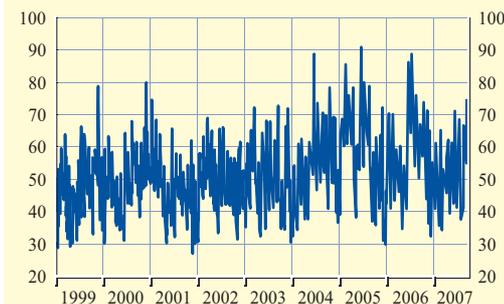


Fonte: BCE.

riscossione delle imposte (tra il 19 e il 23 di ogni mese) e ai contributi previdenziali. Altrettanto significativi sono i pagamenti connessi a retribuzioni, pensioni e prestazioni sociali (specie all'inizio del mese), alla gestione del debito e al regolamento delle operazioni in valuta. Lavorando in stretta collaborazione con le rispettive amministrazioni finanziarie, la maggior parte delle BCN ha posto in essere misure atte a ridurre la volatilità e a migliorare la prevedibilità dei depositi delle amministrazioni pubbliche.

**Figura 7 Evoluzione dei depositi delle amministrazioni pubbliche**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

### ATTIVITÀ NETTE SULL'ESTERO

Le attività nette sull'estero dell'Eurosistema sono costituite principalmente dalle riserve in valuta e dalle disponibilità in oro, detenute a fini di investimento e per eventuali interventi sul mercato valutario. Considerato che questi ultimi hanno carattere eccezionale, la movimentazione delle attività nette sull'estero è determinata per lo più dalle ricomposizioni di portafoglio che, essendo di norma conosciute almeno tre giorni operativi prima del regolamento, possono essere previste con relativa facilità.

### ALTRI FATTORI (SALDO NETTO)

La posta residua "altri fattori (saldo netto)" che figura nel bilancio semplificato risulta dalla somma netta dei tre fattori autonomi descritti di seguito; questi fattori, meno significativi, sono trattati separatamente nella procedura giornaliera di previsione dell'Eurosistema.

### PARTITE IN CORSO DI REGOLAMENTO

Dato che il regolamento dei pagamenti fra banche commerciali avviene tramite conti correnti detenuti presso la banca centrale, lo scarto temporale fra il momento dell'accredito e quello dell'addebito influirà sull'offerta di liquidità. Pertanto, la rilevanza di questo fattore autonomo dipende ampiamente dalle modalità di funzionamento del sistema dei pagamenti (soprattutto in relazione alla compensazione degli assegni) e differisce da paese a paese. Nondimeno, considerato l'avanzato stato di sviluppo dei sistemi di pagamento, di norma questo fattore autonomo è alquanto limitato in termini di volume, variabilità ed errori di previsione.

### ATTIVITÀ NETTE DENOMINATE IN EURO

In genere le BCN detengono portafogli di attività denominate in euro a diversi fini, come liquidare prestazioni pensionistiche, investire (e costituire) fondi patrimoniali o aumentare il reddito monetario. In pratica, gran parte delle variazioni di questi portafogli risulta da operazioni di investimento che, come per le operazioni in cambi, sono conosciute solitamente con almeno tre giorni di anticipo. La movimentazione di questo fattore autonomo può altresì originare

dai conti Target delle banche centrali del SEBC non appartenenti all'area dell'euro.

### ALTRI FATTORI AUTONOMI

Gli altri fattori autonomi, che rappresentano la voce residuale identificata nella procedura giornaliera di previsione della liquidità dell'Eurosistema, sono formati in gran parte dal capitale e dalle riserve della banca centrale e dai conti di rivalutazione. Solitamente le variazioni di questa posta sono relativamente limitate e, per lo più, rispecchiano gli andamenti di altre attività nette in euro e/o attività nette sull'estero.

## 3 ERRORI DI PREVISIONE RELATIVI AI FATTORI AUTONOMI AGGREGATI

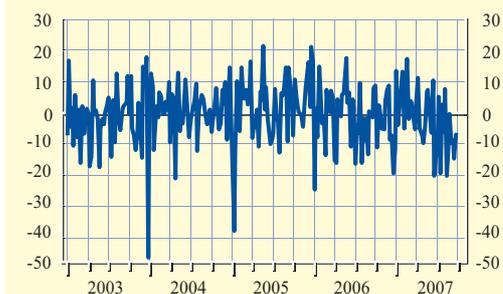
La qualità e, in particolare, l'assenza di distorsione delle previsioni rivestono, come si è detto, un'importanza cruciale. Questa sezione presenta sinteticamente le proprietà statistiche degli errori di previsione relativi ai fattori autonomi, facendo una distinzione fra errori cumulati settimanalmente ed errori per il giorno stesso. I primi sono importanti per valutare la precisione con cui è calibrata l'aggiudicazione di liquidità nelle ORP settimanali, mentre i secondi hanno rilevanza per le operazioni di *fine-tuning* condotte a fine periodo.

### 3.1 ERRORI CUMULATI SETTIMANALMENTE NELLE PREVISIONI AGGREGATE SUI FATTORI AUTONOMI

Gli errori cumulati settimanalmente<sup>2)</sup> nelle previsioni aggregate sui fattori autonomi formulate nei giorni di aggiudicazione delle ORP hanno oscillato intorno a una media di -200 milioni di euro (valore mediano -14 milioni). Tuttavia, la deviazione standard di poco superiore a 9 miliardi di euro rende questo dato trascurabilmente diverso da zero, a indicazione dell'assenza di distorsione statistica. Gli errori hanno oscillato nell'intervallo compreso tra gli estremi di 21 e -46 miliardi di euro, registrati rispettivamente nelle settimane terminate il 24 maggio 2005 e il 30 dicembre 2003 (cfr. figura 8).

**Figura 8 Errori di previsione cumulati settimanalmente per il totale dei fattori autonomi**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

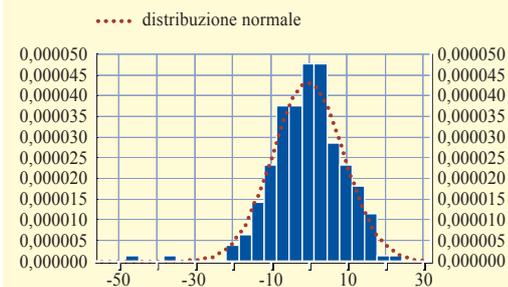
La figura 8 mostra altresì che nel periodo di accresciuta volatilità dei mercati, iniziato ad agosto del 2007, la frequenza di errori di previsione rilevanti è aumentata lievemente; questi sono da ricondurre soprattutto ai depositi delle amministrazioni pubbliche e agli altri fattori (saldo netto). Nel complesso, tuttavia, questa fase di turbolenza non ha intaccato in modo significativo la fattibilità delle previsioni.

L'analisi della varianza media mensile degli errori di previsione rivela che i fattori autonomi (specie le banconote in circolazione) sono soggetti a una maggiore variabilità in dicembre e gennaio. Se si escludono due rilevanti valori anomali occorsi in questi due mesi<sup>3)</sup>, la distribuzione degli errori di previsione è molto vicina ad una normale (cfr. figura 9). Nel complesso, gli errori di previsione cumulati settimanalmente non sono distorti<sup>4)</sup>, anche nel recente periodo di accresciuta volatilità di mercato.

- 2) Le previsioni relative alla settimana formulate nei giorni di aggiudicazione delle ORP si riferiscono di norma al periodo che intercorre tra un martedì e l'altro (compresi). L'errore cumulato equivale alla somma degli scarti fra il valore previsto e il dato a consuntivo per ciascun giorno della settimana considerata. Valori negativi indicano una sottostima dei fattori autonomi.
- 3) I due valori anomali sono pari a -46 miliardi di euro (depositi delle Amministrazioni pubbliche) e -38 miliardi di euro (banconote in circolazione), osservati rispettivamente il 30 dicembre 2003 e l'11 gennaio 2005.
- 4) Test di distribuzione non respingono l'ipotesi di normalità degli errori di previsione. Inoltre, non vi è evidenza di correlazione seriale.

**Figura 9** Istogramma relativo agli errori di previsione cumulati sui fattori autonomi

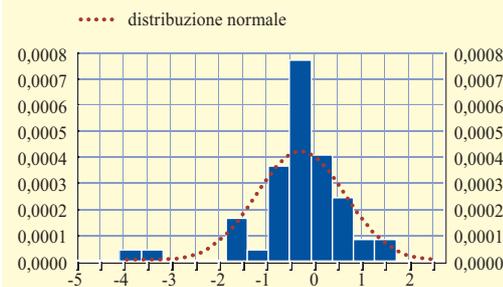
(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: la curva tratteggiata rappresenta la distribuzione normale stimata ( $s=€9$  miliardi).**Figura 10** Istogramma relativo agli errori di previsione per il giorno stesso sui fattori autonomi

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: la curva tratteggiata rappresenta la distribuzione normale stimata ( $s=€900$  milioni).

### 3.2 ERRORI PER IL GIORNO STESSO NELLE PREVISIONI AGGREGATE SUI FATTORI AUTONOMI

Gli errori relativi alla previsione aggregata dei fattori autonomi per il giorno stesso, in base alla quale vengono calibrate le operazioni di *fine-tuning* di fine periodo, mostrano proprietà molto simili a quelli cumulati settimanalmente nelle previsioni aggregate sui fattori autonomi (cfr. figura 10). Due ampi valori anomali negativi sono stati osservati, entrambi nei periodi di massima varianza di dicembre e gennaio<sup>5)</sup>.

## 4 RISERVE IN ECCESSO

Rispetto ai fattori autonomi e alla riserva obbligatoria, il fabbisogno di liquidità indotto dalle riserve in eccesso è esiguo, ma è altrettanto rilevante al margine. Diversamente dalla riserva obbligatoria, le riserve in eccesso non sono remunerate dall'Eurosistema e sono quindi un costo per le banche. Al tempo stesso, le banche hanno una serie di motivi per costituirle<sup>6)</sup>, quali evitare determinati costi operativi e amministrativi, mantenere una scorta a fronte di eventuali shock di liquidità nel corso della giornata, non necessitare di una gestione attiva del proprio conto corrente, ottemperare alle disposizioni nazionali in materia di requisiti di liquidità, non dover ricorrere ai depositi presso la banca centrale.

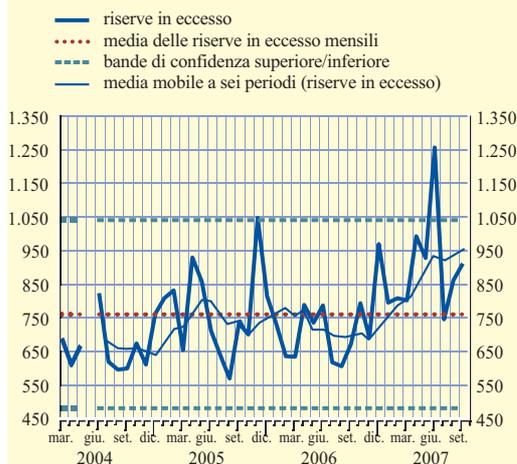
Nel periodo compreso tra marzo del 2004 (quando è stato modificato l'assetto operativo)<sup>7)</sup> e settembre del 2006, l'eccedenza media giornaliera delle riserve è ammontata a 710 milioni di euro (valore mediano 727 milioni), mentre a partire da ottobre del 2006 è cresciuta a 896 milioni di euro (valore mediano 836 milioni); un livello massimo di 1.251 milioni di euro è stato raggiunto a luglio del 2007 (cfr. figura 11)<sup>8)</sup>.

L'eccedenza giornaliera di riserve cresce esponenzialmente nel corso di un periodo di mantenimento, poiché con il passare dei giorni aumenta la probabilità che le istituzioni creditizie abbiano ottemperato all'obbligo di riserva. Il possibile utilizzo delle riserve in eccesso come scorta a copertura di un inadempimento dell'obbligo di riserva (ad esempio, in caso di mancata ricezione di un pagamento atteso) fa sì che una quota particolarmente elevata sul totale delle ri-

- 5) I due valori anomali sono pari a -3,8 miliardi di euro (depositi delle Amministrazioni pubbliche) e -3,2 miliardi di euro (banconote), osservati rispettivamente il 23 dicembre 2003 e il 18 gennaio 2005.
- 6) Cfr. il riquadro sulle riserve in eccesso nell'edizione di ottobre 2005 di questo Bollettino.
- 7) Per una descrizione dettagliata delle modifiche apportate all'assetto operativo per la conduzione delle operazioni di politica monetaria, cfr. l'articolo *L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria*, nell'edizione di febbraio 2005 di questo Bollettino.
- 8) In quella occasione una specifica banca aveva utilizzato le riserve detenute in conto corrente per il regolamento di titoli.

**Figura 11 Media delle riserve in eccesso per periodo di mantenimento (marzo 2004-settembre 2007)**

(milioni di euro)



Fonte: BCE.

serve in eccesso sia detenuta nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento.

#### 4.1 PROCEDURE DI PREVISIONE

L'Eurosistema formula le previsioni sulle riserve in eccesso detenute durante il periodo di mantenimento in tre momenti diversi, via via che riceve flussi informativi aggiornati sulle eccedenze effettivamente cumulate (cfr. figura 12). La prima elaborazione viene effettuata all'inizio del periodo di mantenimento, quando le informazioni disponibili sono poche o nulle, e si fonda esclusivamente sulle osservazioni dei periodi precedenti. La seconda previsione viene elaborata nel giorno di aggiudicazione dell'ultima ORP del periodo di mantenimento, utilizzando i dati sulle riserve in eccesso già accumulate (pari di solito a circa un terzo dell'ammontare totale per il periodo). L'ultima previsione infine viene formulata nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, sulla scorta dei dati sulle riserve in eccesso accumulate fino al penultimo giorno del periodo (pari normalmente a circa due terzi dell'ammontare complessivo per il periodo). Questi dati consentono una previsione molto più accurata<sup>9)</sup> e rappresentano un elemento importante nel calcolo dello squilibrio di

**Figura 12 Riserve in eccesso cumulate: andamento all'interno di un periodo di mantenimento**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

liquidità atteso nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, il quale è a sua volta utilizzato per calibrare le eventuali operazioni di *fine-tuning* di fine periodo.

Per l'elaborazione di queste tre previsioni sono utilizzati modelli di serie storiche, che tengono conto dell'ultimo dato cumulato disponibile sulle riserve in eccesso. Al fine di migliorare la qualità delle previsioni, vengono inoltre utilizzate fonti di informazione complementari, fra cui le previsioni delle BCN sulle riserve in eccesso nazionali ed evidenze aneddotiche.

Le figure 13 e 14 illustrano gli errori di previsione dell'Eurosistema sulle riserve in eccesso (espressi in termini cumulati su un periodo di mantenimento), rilevati rispettivamente nel giorno dell'ultima ORP (orizzonte temporale di una settimana) e nell'ultimo giorno del periodo (orizzonte temporale di un giorno).

9) Viene utilizzato un modello frazionario integrato ARIMAX che, rispetto ai metodi più semplici (ad esempio quello di assumere come previsioni i valori del precedente periodo di mantenimento), aumenta di quattro volte la performance previsionale, misurata dagli scarti quadratici medi.

**Figura 13 Errori di previsione nel giorno di assegnazione dell'ultima ORP sulle riserve in eccesso cumulate nel periodo di mantenimento**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

**Figura 14 Errori di previsione nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento sulle riserve in eccesso cumulate nel periodo di mantenimento**

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

#### 4.2 ERRORI DI PREVISIONE PER IL GIORNO STESSO

L'istogramma della serie relativa agli errori per il giorno stesso<sup>10)</sup> mostra che questi sono centrati intorno a zero e registrano un valore medio statisticamente trascurabile (3 milioni di euro). Inoltre, gli errori di previsione sulle riserve in eccesso non mostrano dipendenza temporale, così nel giorno di aggiudicazione dell'ultima ORP come nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, a indicazione del fatto che non hanno una componente sistematica. È interessante notare che l'accresciuta volatilità dei mercati finanziari osservata da agosto del 2007 non ha inciso significativamente né sul livello assoluto delle riserve in eccesso, né sugli errori di previsione. Nel complesso, non vi sono indicazioni di distorsione negli errori di previsione relativi alle riserve in eccesso.

#### 5 ERRORI DI PREVISIONE SULLO SQUILIBRIO DI LIQUIDITÀ NELL'ULTIMO GIORNO DEL PERIODO DI MANTENIMENTO

L'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento delle riserve ha una rilevanza specifica, poiché gli squilibri di liquidità non possono più essere compensati tramite l'aggiudicazione di una ORP o un'operazione di *fine-tuning*. È

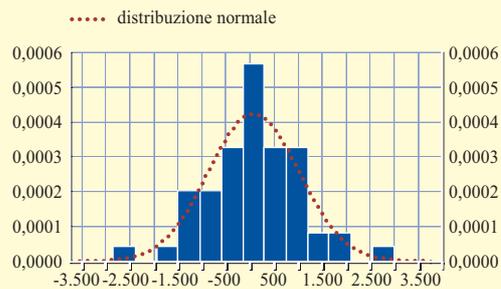
inevitabile pertanto ricorrere alle operazioni su iniziativa delle controparti, il che rende volatile il tasso di interesse *overnight*. A seguito delle modifiche introdotte nell'assetto operativo nel 2004, l'intervallo di tempo fra l'aggiudicazione dell'ultima ORP e l'ultimo giorno del periodo di mantenimento è salito a sette giorni di calendario. L'allungamento dell'orizzonte previsivo ha accresciuto l'entità degli squilibri di liquidità. Per contrastare l'impatto sui tassi a breve termine, nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento la BCE conduce di frequente operazioni di *fine-tuning* con scadenza a un giorno.

Al momento di decidere l'opportunità dell'operazione di *fine-tuning* e la sua dimensione, l'entità dello squilibrio di liquidità atteso nell'ultimo giorno è già in gran parte conosciuta, poiché risulta dagli errori di previsione sui fattori autonomi cumulati fino a quella data. L'incertezza residua origina da due fonti: l'errore relativo alla previsione sui fattori autonomi aggregati formulata l'ultimo giorno del periodo di mantenimento per il giorno stesso e lo scarto fra l'ultima previsione sulle riserve in eccesso e l'eccedenza effettiva, entrambi analizzati nelle sezioni precedenti. Poiché entrambe queste serie di errori paiono casuali (la media si colloca

10) L'analisi riguarda unicamente gli errori commessi per il giorno stesso, poiché questi sono rilevanti per lo squilibrio di liquidità nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento.

**Figura 15** Istogramma relativo agli errori di previsione sulle riserve in eccesso cumulate

(milioni di euro)

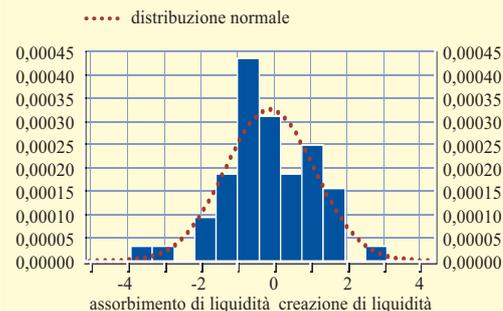


Fonte: BCE.

Nota: la curva tratteggiata rappresenta la distribuzione normale stimata ( $s=€940$  milioni).

**Figura 16** Istogramma relativo alla somma degli errori di previsione alla fine del periodo di mantenimento sui fattori autonomi e sulle riserve in eccesso cumulate

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: la curva tratteggiata rappresenta la distribuzione normale stimata ( $s=€1$  miliardo).

intorno a zero, indicando che la previsione non è distorta), lo stesso vale per la somma dei due errori.

La somma degli errori relativi alle due previsioni si concentra intorno a una media trascurabile (cfr. figura 16). La recente fase di volatilità dei mercati non ha prodotto ulteriori valori anomali nelle previsioni degli squilibri di fine periodo.

## 6 CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Questo articolo ha fornito informazioni sulle proprietà dei fattori autonomi, a livello individuale ed aggregato, e delle riserve in eccesso; ha spiegato in che modo l'Eurosistema formula le previsioni relative a queste determinanti della posizione di liquidità, in base alle quali decide i volumi di aggiudicazione adeguati nelle operazioni di mercato aperto. Sono stati infine esaminati gli errori commessi su queste previsioni, per verificarne il grado di correttezza.

Di seguito sono sintetizzate le principali risultanze dell'analisi. Ai fini della gestione della liquidità dell'Eurosistema, i fattori autonomi di maggiore incidenza sono i depositi delle ammi-

nistrazioni pubbliche e le banconote in circolazione, che fanno osservare fluttuazioni ed errori di previsione relativamente ampi. Le riserve in eccesso rappresentano una componente esigua del fabbisogno di liquidità, ma significativa al margine, e possono essere previste con un elevato grado di precisione nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento. La varianza che caratterizza sia i fattori autonomi aggregati che le riserve in eccesso presenta elementi di stagionalità, aumentando in dicembre e gennaio, a testimonianza del fatto che in questo periodo dell'anno si verificano occasionalmente ampi errori di previsione. Tuttavia, una valutazione della performance previsiva nel periodo da gennaio 2003 a ottobre 2007 mostra che le procedure di previsione hanno prodotto stime non distorte per entrambe queste determinanti della posizione di liquidità. Sebbene la recente fase di accresciuta volatilità dei mercati sia stata accompagnata da alcuni ampi errori di previsione dei fattori autonomi, essa non ha determinato un deterioramento significativo della performance delle previsioni relative sia ai fattori autonomi aggregati, sia alle riserve in eccesso. L'assenza di distorsione statistica vale anche per gli errori cumulati settimanalmente e per l'errore relativo alla previsione formulata l'ultimo giorno del periodo di mantenimento per il giorno stesso.

**ARTICOLI**

L'esperienza  
dell'eurosistema  
riguardo alle previsioni  
dei fattori autonomi  
e delle riserve  
in eccesso

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

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

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

#### **ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2008 PER L'INGRESSO DI CIPRO E MALTA**

Tutti i dati relativi al 2008 si riferiscono agli Euro 15 (area dell'euro, inclusi Cipro e Malta) 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, 2007 e 2008, calcolate rispettivamente su basi nel 2000, 2006 e 2007, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dovuto all'ingresso, nell'ordine, della Grecia, della Slovenia e di Cipro e Malta nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso di Cipro e Malta sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

#### **Segni convenzionali nelle tavole**

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



## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>1)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,7	3,08	3,86
2007	.	.	.	.	.	.	4,28	4,33
2007 1° trim.	7,0	9,1	10,2	-	10,6	16,3	3,82	4,08
2° trim.	6,2	9,2	10,6	-	10,5	18,5	4,07	4,42
3° trim.	6,5	10,3	11,5	-	11,0	20,0	4,49	4,48
4° trim.	.	.	.	.	.	.	4,72	4,34
2007 lug.	6,8	10,4	11,7	11,4	11,0	20,5	4,22	4,63
ago.	6,7	10,5	11,6	11,5	11,2	20,3	4,54	4,43
set.	6,0	10,2	11,3	11,7	11,0	19,0	4,74	4,37
ott.	6,5	11,2	12,3	11,9	11,2	19,3	4,69	4,40
nov.	6,2	10,9	12,3	.	11,0	.	4,64	4,25
dic.	.	.	.	.	.	.	4,85	4,38

### 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
2006	2,2	5,1	2,6	2,8	4,0	83,3	1,5	8,2
2007	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 2° trim.	1,9	2,4	2,4	2,5	2,7	84,6	1,8	7,5
3° trim.	1,9	2,1	2,5	2,7	3,9	84,3	1,9	7,3
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 lug.	1,8	1,8	-	-	4,0	84,3	-	7,4
ago.	1,7	1,8	-	-	4,4	-	-	7,3
set.	2,1	2,7	-	-	3,3	-	-	7,3
ott.	2,6	3,3	-	-	3,7	84,2	-	7,2
nov.	3,1	4,1	-	-	.	.	-	7,2
dic.	3,1	.	-	-	.	.	-	.

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

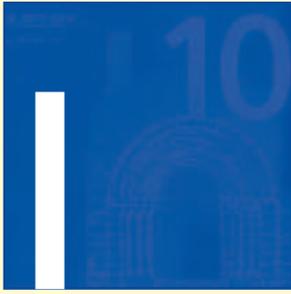
(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2006	-3,7	23,0	-136,4	276,4	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	.	.	.	.	.	107,7	108,3	1,3705
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.	13,1	20,2	-29,9	97,3	340,5	107,6	108,2	1,3738
4° trim.	.	.	.	.	.	110,5	111,1	1,4486
2007 lug.	5,7	9,4	0,1	30,2	328,8	107,6	108,1	1,3716
ago.	1,7	4,5	-7,2	21,9	330,4	107,1	107,7	1,3622
set.	5,7	6,3	-22,8	45,2	340,5	108,2	108,8	1,3896
ott.	3,1	7,7	21,3	-53,8	346,6	109,4	110,0	1,4227
nov.	.	.	.	.	339,2	111,0	111,6	1,4684
dic.	.	.	.	.	.	111,2	111,8	1,4570

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

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

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



## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

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

#### 1. Attività

	14 dicembre 2007	21 dicembre 2007	28 dicembre 2007	4 gennaio 2008
<b>Oro e crediti in oro</b>	185.303	184.534	201.546	201.744
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	142.707	137.587	135.171	137.995
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	25.100	35.720	41.911	41.698
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	13.960	13.580	13.827	14.705
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	488.669	617.134	637.176	397.546
Operazioni di rifinanziamento principali	218.501	348.608	368.607	128.499
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	270.004	268.476	268.476	268.487
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	163	48	91	560
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	2	2	0
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	23.417	23.796	23.898	26.212
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	98.351	97.236	96.045	98.175
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	37.097	37.097	37.063	38.705
<b>Altre attività</b>	323.814	326.277	324.609	329.010
<b>Attività totali</b>	1.338.418	1.472.961	1.511.244	1.285.790

#### 2. Passività

	14 dicembre 2007	21 dicembre 2007	28 dicembre 2007	4 gennaio 2008
<b>Banconote in circolazione</b>	659.561	675.881	676.677	670.815
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	235.017	355.995	379.181	144.214
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	234.762	214.185	267.335	143.652
Depositi overnight	223	236	8.831	554
Depositi a tempo determinato	0	141.565	101.580	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	32	9	1.435	8
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	158	142	126	349
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	58.045	49.857	46.173	57.571
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	31.378	38.188	45.090	45.584
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	444	888	2.490	1.591
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	19.869	16.843	15.552	17.594
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.398	5.398	5.278	5.311
<b>Altre passività</b>	128.568	129.785	124.377	123.693
<b>Rivalutazioni</b>	131.060	131.060	147.410	147.665
<b>Capitale e riserve</b>	68.920	68.924	68.890	71.403
<b>Passività totali</b>	1.338.418	1.472.961	1.511.244	1.285.790

Fonte: BCE.

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

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

	Con effetto dal <sup>1)</sup>	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
		Livello	Variazione	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta			
		1	2	3	4	5	6	7
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25

Fonte: BCE.

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

### 1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta <sup>1), 2)</sup>

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)	
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato		
1	2	3	4	5	6	7		
Operazioni di rifinanziamento principali								
2007	12 set.	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
	14	280.458	298	182.000	4,00	4,15	4,16	7
	21	277.051	299	169.000	4,00	4,17	4,19	7
	28	257.966	283	178.000	4,00	4,18	4,20	7
	5 dic.	253.519	273	163.000	4,00	4,18	4,20	7
	12	280.565	284	218.500	4,00	4,18	4,21	7
	19	377.148	390	348.607	4,00	4,21	4,21	16
	28	47.652	118	20.000	4,00	4,20	4,27	7
2008	4 gen.	275.291	269	128.500	4,00	4,18	4,21	5
	9	283.354	301	151.500	4,00	4,20	4,22	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2007	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
	23	147.977	130	60.000	-	4,55	4,61	90
	29	132.386	175	50.000	-	4,65	4,70	91
	12 dic.	105.126	122	60.000	-	4,81	4,88	92
	20	48.476	97	48.476	-	4,00	4,56	98

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)	
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato		
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
2007	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
	13 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	27.750	10	27.750	4,00	-	-	-	1
	7 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	37.615	30	8.000	4,00	-	-	-	5
	11	Raccolta di depositi a tempo determinato	23.550	20	21.000	4,00	-	-	-	1
	17	Raccolta di depositi a tempo determinato	36.610	25	36.610	4,00	-	-	-	2
	19	Raccolta di depositi a tempo determinato	133.610	52	133.610	4,00	-	-	-	1
	20	Raccolta di depositi a tempo determinato	165.815	58	150.000	4,00	-	-	-	1
	21	Raccolta di depositi a tempo determinato	141.565	55	141.565	4,00	-	-	-	6
	27	Raccolta di depositi a tempo determinato	145.640	49	145.640	4,00	-	-	-	1
	28	Raccolta di depositi a tempo determinato	160.450	52	150.000	4,00	-	-	-	3
2008	2 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	168.640	54	168.640	4,00	-	-	-	1
	3	Raccolta di depositi a tempo determinato	212.620	69	200.000	4,00	-	-	-	1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	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
2° trim.	16.753,3	8.940,5	677,6	2.066,6	1.383,5	3.685,1
2007 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
set.	16.968,2	9.073,2	745,5	2.075,7	1.424,9	3.649,0
ott. <sup>2)</sup>	17.242,4	9.255,8	799,4	2.098,1	1.425,0	3.664,2

**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
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
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
3° trim.	191,9	192,7	0,9	0,0	4,09
2007 9 ott.	192,5	193,4	0,9	0,0	4,18
13 nov.	193,7	194,4	0,7	0,0	4,12
11 dic.	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
15 gen. <sup>(e)3)</sup>	199,8	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007 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
13 nov.	327,6	180,2	265,0	0,1	0,0	0,6	5,1	640,1	55,9	-123,3	194,4	835,1
11 dic.	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) L'aggregato soggetto a riserva a fine ottobre 2007 è utilizzato per il calcolo dell'obbligo di riserva delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro per il periodo di mantenimento delle riserve che termina a fine gennaio 2008 e quindi include l'aggregato delle istituzioni creditizie di Cipro e Malta. Per quanto concerne l'ammontare dell'aggregato a fine ottobre 2007, le istituzioni creditizie site in altri paesi dell'area dell'euro potrebbero aver deciso di dedurre dai propri aggregati soggetti a riserva eventuali passività nei confronti di istituzioni creditizie con sede a Cipro e Malta.

3) In conseguenza dell'adozione dell'euro da parte di Cipro e Malta dal 1° gennaio 2008 l'aggregato soggetto a riserva è una media ponderata per il numero di giorni di calendario degli aggregati dei 13 paesi dell'area dell'euro per il periodo 12-31 dicembre 2007 e di quelli dei 15 paesi attualmente nell'area per il periodo dal 1° al 15 gennaio 2008.



## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

### 2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 1° trim.	1.576,7	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,6
2° trim.	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
2007 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.	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
ott.	1.781,8	800,2	17,8	0,6	781,8	262,3	220,4	2,2	39,8	-	17,9	378,1	15,6	307,6
nov. <sup>(p)</sup>	1.805,5	814,3	17,8	0,6	795,9	266,9	223,3	2,1	41,6	-	17,6	367,9	15,6	323,2
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
2° trim.	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	2.070,8
2007 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.	28.161,5	15.964,3	793,1	9.848,9	5.322,3	3.741,8	1.228,5	780,9	1.732,4	95,5	1.248,4	4.917,7	198,4	1.995,4
set.	28.481,1	16.160,8	793,2	9.945,5	5.422,1	3.747,5	1.214,5	804,0	1.728,9	95,6	1.255,9	4.879,7	203,0	2.138,6
ott.	29.140,7	16.544,0	944,0	10.024,6	5.575,4	3.832,2	1.213,7	884,7	1.733,8	98,6	1.307,1	4.986,4	216,5	2.155,9
nov. <sup>(p)</sup>	29.419,7	16.710,4	944,9	10.104,8	5.660,7	3.849,8	1.212,2	899,9	1.737,7	99,2	1.295,7	5.022,5	215,2	2.226,9

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 1° trim.	1.576,7	632,7	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
2° trim.	1.651,5	652,6	495,2	51,2	23,3	420,7	-	0,1	207,0	51,0	245,6
2007 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.	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
ott.	1.781,8	661,9	561,6	54,9	22,9	483,8	-	0,1	228,7	51,8	277,7
nov. <sup>(p)</sup>	1.805,5	665,5	570,0	48,2	24,1	497,7	-	0,1	226,0	53,9	290,0
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
2° trim.	28.066,3	-	14.021,0	169,8	8.278,3	5.572,9	795,6	4.523,4	1.551,2	4.451,8	2.723,2
2007 lug.	28.140,3	-	14.038,8	126,8	8.324,5	5.587,6	809,7	4.549,1	1.568,4	4.498,5	2.675,9
ago.	28.161,5	-	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.	28.481,1	-	14.241,4	144,2	8.403,8	5.693,4	776,7	4.574,4	1.583,6	4.525,9	2.779,1
ott.	29.140,7	-	14.616,7	129,4	8.626,0	5.861,3	782,6	4.646,3	1.637,5	4.628,8	2.828,8
nov. <sup>(p)</sup>	29.419,7	-	14.794,1	151,5	8.687,8	5.954,8	795,9	4.650,1	1.637,1	4.636,9	2.905,6

Fonte: BCE.

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

**2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>**

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 1° trim.	20.649,7	10.262,7	821,1	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,5
2° trim.	21.414,1	10.529,2	816,0	9.713,2	2.258,4	1.494,9	763,4	880,3	5.243,0	217,1	2.286,1
2007 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.	21.454,0	10.660,4	810,9	9.849,5	2.229,0	1.446,0	783,1	854,2	5.278,3	214,0	2.218,2
set.	21.705,1	10.757,1	811,0	9.946,1	2.240,1	1.433,8	806,2	856,7	5.248,4	218,6	2.384,1
ott.	22.238,5	10.987,0	961,8	10.025,2	2.320,9	1.434,0	886,9	918,8	5.364,5	232,1	2.415,2
nov. <sup>(p)</sup>	22.439,2	11.068,0	962,7	10.105,4	2.337,4	1.435,4	902,0	909,4	5.390,4	230,8	2.503,1
<b>Transazioni</b>											
2005	1.608,0	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,0	1,4	240,4
2006	1.997,9	877,3	-14,4	891,6	10,6	-96,8	107,4	98,5	801,7	6,4	203,5
2007 1° trim.	884,6	254,0	-8,2	262,2	63,2	19,0	44,2	20,8	394,4	0,5	151,8
2° trim.	788,1	282,0	-5,4	287,4	84,4	11,0	73,4	16,7	222,3	3,2	179,4
2007 lug.	77,7	101,7	1,4	100,3	-4,0	-20,6	16,5	-10,6	64,2	-3,3	-70,2
ago.	-11,9	32,9	-6,6	39,5	-25,4	-29,7	4,3	-10,5	-10,9	0,1	1,9
set.	326,0	108,9	0,3	108,7	13,1	-11,3	24,3	1,9	32,4	4,6	165,2
ott.	347,7	77,6	-3,4	81,0	53,5	6,3	47,2	48,1	147,7	4,8	15,9
nov. <sup>(p)</sup>	264,2	87,5	0,9	86,6	15,6	-1,0	16,6	-5,4	80,5	-1,3	87,3

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	158,0	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
2° trim.	21.414,1	604,9	221,0	8.301,6	699,1	2.773,1	1.346,8	4.502,8	2.968,8	-4,1
2007 lug.	21.462,9	612,9	180,1	8.346,2	712,6	2.774,1	1.366,2	4.542,4	2.920,8	7,7
ago.	21.454,0	610,5	173,6	8.336,9	706,1	2.807,6	1.368,3	4.586,1	2.884,2	-19,3
set.	21.705,1	610,4	196,0	8.422,9	681,0	2.807,6	1.389,5	4.574,2	3.047,5	-24,0
ott.	22.238,5	613,5	184,3	8.648,8	684,0	2.872,8	1.460,0	4.680,6	3.106,5	-12,0
nov. <sup>(p)</sup>	22.439,2	618,6	199,8	8.711,9	696,7	2.870,9	1.459,3	4.690,8	3.195,5	-4,2
<b>Transazioni</b>										
2005	1.608,0	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	95,5	448,0	333,9	-50,8
2006	1.997,9	59,4	-15,2	683,7	27,0	285,6	57,2	601,6	253,2	45,4
2007 1° trim.	884,6	-4,2	24,8	157,1	54,5	117,5	38,9	292,5	196,8	6,9
2° trim.	788,1	16,5	37,2	225,1	30,5	70,9	2,4	230,5	183,4	-8,4
2007 lug.	77,7	8,0	-41,5	47,1	14,4	4,7	19,7	58,4	-48,8	15,8
ago.	-11,9	-2,3	-6,5	-10,3	-6,9	32,4	3,8	40,4	-34,8	-27,7
set.	326,0	-0,1	22,4	98,6	-25,9	18,0	16,3	53,8	137,6	5,4
ott.	347,7	3,1	-16,5	76,2	13,4	23,2	41,7	136,5	47,9	22,3
nov. <sup>(p)</sup>	264,2	5,1	15,5	67,7	11,6	6,3	6,4	49,9	86,1	15,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

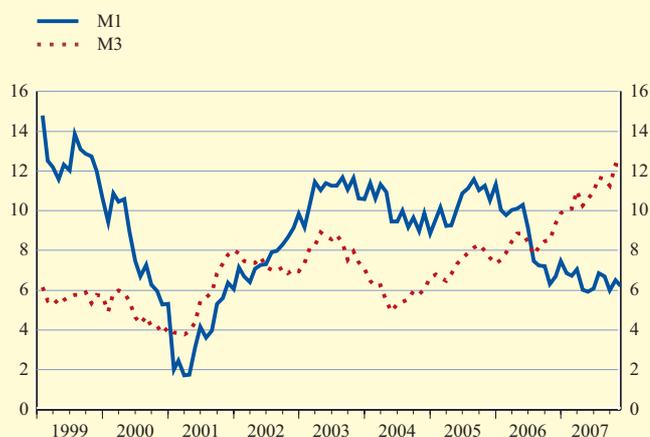
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Aggregati monetari <sup>2)</sup> e loro contropartite

	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	Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>						
	M1	M2-M1	3	4					5	6	7	8	9	10	11
	1	2													
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				
2° trim.	3.785,1	3.170,7	6.955,8	1.228,3	8.184,1	-	5.728,2	2.297,9	11.324,9	9.684,5	728,3				
2007 lug.	3.805,4	3.228,3	7.033,8	1.235,6	8.269,4	-	5.765,5	2.286,4	11.436,7	9.782,9	728,5				
ago.	3.825,2	3.273,7	7.098,9	1.243,2	8.342,1	-	5.795,9	2.265,6	11.553,5	9.888,8	696,2				
set.	3.817,2	3.316,3	7.133,6	1.259,9	8.393,5	-	5.790,7	2.253,4	11.642,8	9.955,1	669,3				
ott.	3.838,1	3.421,2	7.259,4	1.272,7	8.532,0	-	5.920,4	2.400,5	11.864,5	10.042,6	668,0				
nov. <sup>(p)</sup>	3.856,0	3.446,8	7.302,8	1.310,2	8.613,0	-	5.919,7	2.389,0	11.924,2	10.101,5	694,2				
Transazioni															
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	400,8	94,5	835,5	700,4	0,1				
2006	255,5	309,9	565,4	130,2	695,6	-	427,0	-114,1	1.105,0	896,5	200,2				
2007 1° trim.	63,6	105,4	169,0	91,1	260,1	-	150,0	-23,7	298,7	258,8	127,0				
2° trim.	37,7	108,0	145,7	32,1	177,8	-	123,9	-0,1	354,9	255,6	-27,0				
2007 lug.	21,0	58,8	79,8	7,9	87,7	-	42,1	-11,8	119,5	101,4	3,0				
ago.	19,4	45,1	64,5	10,4	74,9	-	27,4	-21,9	118,9	106,4	-32,6				
set.	-5,1	47,0	41,9	19,7	61,6	-	9,4	-11,2	101,8	78,3	-30,4				
ott.	22,2	74,0	96,2	21,7	117,9	-	56,4	-1,2	175,8	89,5	0,3				
nov. <sup>(p)</sup>	18,9	28,2	47,1	37,3	84,4	-	14,8	-13,8	71,6	65,3	41,0				
Variazioni percentuali															
2005 dic.	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1				
2006 dic.	7,5	11,7	9,3	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,2				
2007 mar.	7,0	12,7	9,5	20,1	11,0	10,5	9,1	-4,9	10,9	10,6	339,6				
giu.	6,1	13,9	9,5	19,9	11,0	11,1	9,3	-3,7	11,6	10,8	270,0				
2007 lug.	6,8	15,0	10,4	19,4	11,7	11,4	9,2	-3,7	11,6	11,0	270,8				
ago.	6,7	15,3	10,5	17,9	11,6	11,5	9,3	-4,1	11,8	11,2	242,6				
set.	6,0	15,4	10,2	17,9	11,3	11,7	8,9	-4,3	11,6	11,0	204,4				
ott.	6,5	17,0	11,2	19,0	12,3	11,9	9,1	-4,0	12,4	11,2	188,9				
nov. <sup>(p)</sup>	6,2	16,7	10,9	20,4	12,3	.	8,6	-4,2	12,2	11,0	151,0				

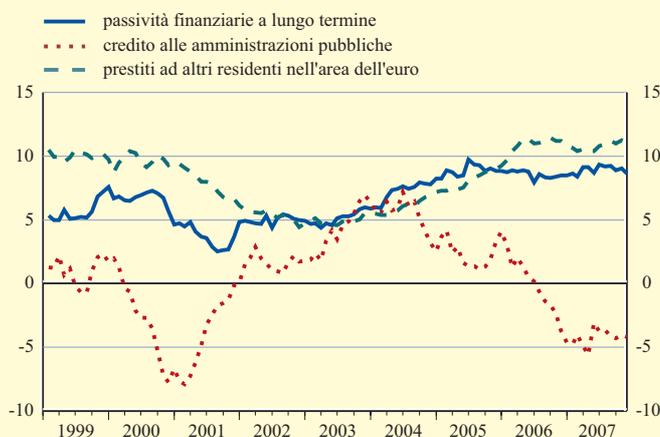
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali (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 <sup>1)</sup>

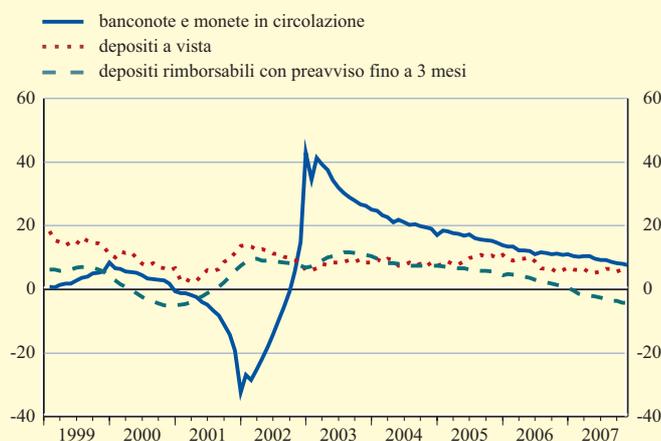
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	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	3.097,5	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
2° trim.	599,2	3.186,0	1.645,2	1.525,5	285,1	700,5	242,8	2.522,4	109,4	1.748,6	1.347,7
2007 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	1.762,9	1.510,8	287,2	695,4	260,6	2.550,2	111,1	1.767,8	1.366,8
set.	610,6	3.206,6	1.807,8	1.508,5	298,0	679,9	282,0	2.525,6	113,0	1.769,9	1.382,2
ott.	617,8	3.220,3	1.883,9	1.537,4	288,7	684,6	299,3	2.563,8	120,6	1.780,7	1.455,4
nov. <sup>(p)</sup>	618,8	3.237,2	1.913,5	1.533,3	300,1	700,1	309,9	2.554,3	120,5	1.782,3	1.462,6
Transazioni											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	95,5
2006	57,5	198,0	300,8	9,2	31,2	28,8	70,2	216,3	15,5	137,8	57,4
2007 1° trim.	12,6	51,0	120,9	-15,4	8,4	40,9	41,8	68,3	4,6	40,4	36,6
2° trim.	7,0	30,6	118,5	-10,5	3,4	28,3	0,4	62,8	1,7	52,9	6,5
2007 lug.	5,5	15,5	65,4	-6,6	5,6	5,2	-2,8	9,3	1,2	16,5	15,1
ago.	3,6	15,9	53,2	-8,2	-3,5	-9,8	23,7	17,9	0,5	2,9	6,1
set.	2,4	-7,5	49,1	-2,1	14,2	-16,3	21,8	-7,0	1,9	4,1	10,5
ott.	7,2	15,0	84,4	-10,4	-9,3	15,1	15,9	-2,3	0,8	13,5	44,4
nov. <sup>(p)</sup>	1,0	17,9	32,1	-4,0	11,5	14,4	11,4	-2,1	-0,1	2,5	14,4
Variazioni percentuali											
2005 dic.	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 dic.	11,0	6,8	27,2	0,6	13,0	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 mar.	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,3	12,2	51,9	11,0	20,6	9,0	5,3
giu.	9,2	5,5	35,1	-2,5	14,6	14,4	49,2	11,0	17,6	9,6	5,4
2007 lug.	9,2	6,4	37,5	-2,9	14,3	14,4	46,9	10,6	17,0	9,9	5,2
ago.	8,7	6,3	38,6	-3,5	11,2	12,8	44,9	10,7	15,4	9,5	5,9
set.	8,2	5,6	38,2	-3,6	11,7	9,5	55,5	9,9	15,1	9,0	6,4
ott.	8,1	6,2	41,9	-4,2	12,7	11,4	51,2	8,8	13,8	8,9	9,2
nov. <sup>(p)</sup>	7,7	5,9	40,4	-4,1	15,9	11,0	56,9	7,6	11,5	8,5	10,4

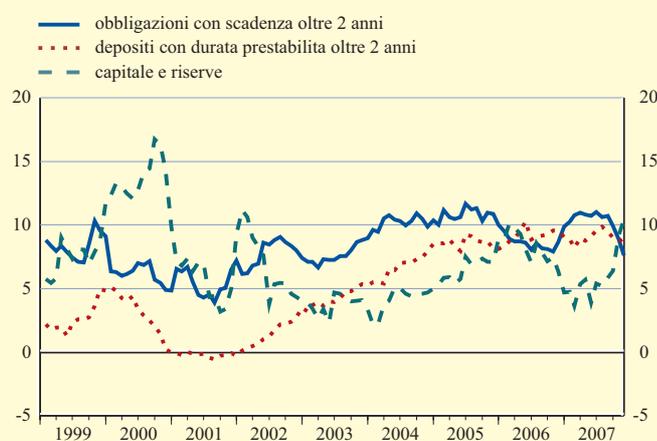
### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

## 2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>4)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 1° trim.	98,5	71,7	774,5	488,6	3.957,3	1.172,1	738,8	2.046,4
2° trim.	110,5	83,5	802,2	502,3	4.107,8	1.223,3	777,1	2.107,5
2007 lug.	111,5	84,7	813,2	506,0	4.168,9	1.241,1	791,7	2.136,1
ago.	110,6	85,4	821,0	506,8	4.186,7	1.230,4	803,0	2.153,2
set.	111,9	87,9	851,1	532,7	4.230,9	1.252,8	811,1	2.166,9
ott.	115,5	90,4	865,6	527,4	4.272,0	1.250,7	828,3	2.193,1
nov. <sup>(p)</sup>	108,5	83,2	871,2	529,7	4.328,7	1.271,0	841,8	2.215,8
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	106,1	31,2	29,6	45,3
2° trim.	12,0	11,8	29,0	13,9	161,0	57,8	40,0	63,2
2007 lug.	1,1	1,2	12,3	5,1	61,8	17,7	14,7	29,4
ago.	-0,9	0,8	8,7	1,4	17,2	-11,4	11,4	17,2
set.	1,4	2,5	33,9	28,3	49,6	24,1	9,5	16,0
ott.	3,7	2,6	16,1	-4,1	39,5	-1,3	16,7	24,1
nov. <sup>(p)</sup>	-7,0	-7,2	8,0	4,1	58,8	20,6	14,6	23,6
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
giu.	30,7	40,6	17,9	20,4	13,3	11,1	20,1	12,2
2007 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.	25,5	40,2	20,2	22,7	14,0	13,0	19,9	12,4
ott.	30,2	46,6	22,9	22,3	13,9	11,8	20,5	12,7
nov. <sup>(p)</sup>	14,5	22,7	23,1	23,4	14,0	12,0	21,0	12,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

4) Questa categoria include i fondi di investimento.

**2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

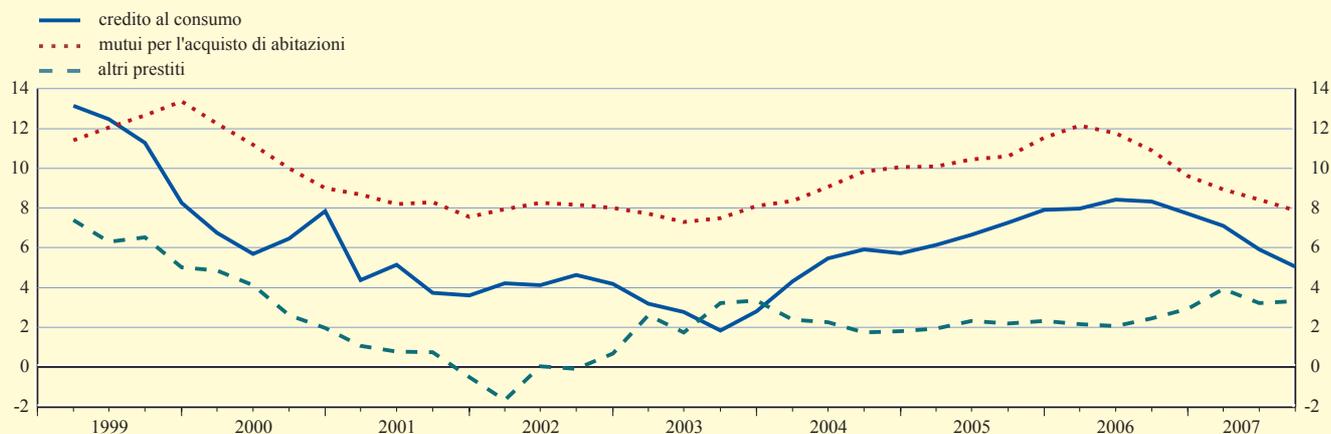
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,5	135,3	202,7	248,5	3.212,1	15,6	72,1	3.124,5	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 1° trim.	4.610,7	590,1	132,0	202,4	255,7	3.272,1	16,1	71,9	3.184,1	748,5	147,5	102,5	498,5
2° trim.	4.692,1	602,3	134,9	204,6	262,8	3.336,7	16,4	72,6	3.247,7	753,1	150,3	103,8	499,0
2007 lug.	4.716,2	606,4	136,0	205,0	265,5	3.358,7	15,8	73,1	3.269,9	751,1	146,5	104,3	500,3
ago.	4.730,6	606,0	134,9	204,4	266,7	3.374,1	15,8	73,1	3.285,2	750,5	144,2	104,4	501,9
set.	4.751,6	606,8	134,4	204,3	268,1	3.392,3	16,3	73,5	3.302,6	752,5	146,9	104,3	501,3
ott.	4.771,5	612,8	136,3	205,2	271,3	3.407,0	16,2	73,8	3.317,0	751,8	145,7	104,3	501,8
nov. <sup>(p)</sup>	4.796,4	611,3	131,2	206,3	273,8	3.427,2	16,1	73,7	3.337,4	757,9	150,4	104,7	502,7
<b>Transazioni</b>													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,6	8,2	4,8	29,5	281,8	1,5	4,6	275,8	20,9	1,4	3,8	15,7
2007 1° trim.	69,2	2,1	-3,2	-0,7	5,9	58,7	0,6	0,2	58,0	8,4	0,7	0,7	7,1
2° trim.	85,3	13,6	3,1	2,5	8,0	65,9	0,3	0,8	64,8	5,8	2,9	1,9	1,1
2007 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.	14,5	-0,4	-1,0	-0,6	1,2	15,3	0,1	0,1	15,2	-0,5	-2,3	0,2	1,7
set.	23,8	0,6	-0,4	0,1	0,9	19,5	0,5	0,4	18,7	3,7	3,0	0,3	0,4
ott.	21,7	5,8	2,0	1,0	2,8	15,6	-0,1	0,3	15,4	0,3	-1,0	0,3	1,0
nov. <sup>(p)</sup>	26,7	-0,2	-3,1	0,9	2,0	20,5	0,0	0,0	20,5	6,5	4,8	0,5	1,2
<b>Variazioni percentuali</b>													
2005 dic.	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 dic.	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 mar.	7,9	7,1	5,7	1,5	12,8	8,9	13,6	6,4	9,0	3,9	1,6	4,1	4,6
giu.	7,2	5,9	4,4	0,6	11,3	8,4	11,0	4,6	8,5	3,2	0,5	5,3	3,6
2007 lug.	7,0	5,9	4,7	0,5	11,2	8,1	9,5	4,5	8,2	3,2	0,6	5,7	3,5
ago.	7,0	5,8	4,7	0,4	10,9	8,1	9,9	4,5	8,2	3,2	-0,1	5,7	3,7
set.	6,8	5,1	4,1	0,1	9,7	7,9	8,6	4,5	8,0	3,3	1,2	5,4	3,6
ott.	6,8	5,5	4,5	0,6	10,2	7,9	10,5	4,5	7,9	3,2	1,0	5,2	3,4
nov. <sup>(p)</sup>	6,5	5,0	1,8	0,7	10,4	7,6	8,3	4,7	7,7	3,1	1,5	4,9	3,2

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

## 2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>

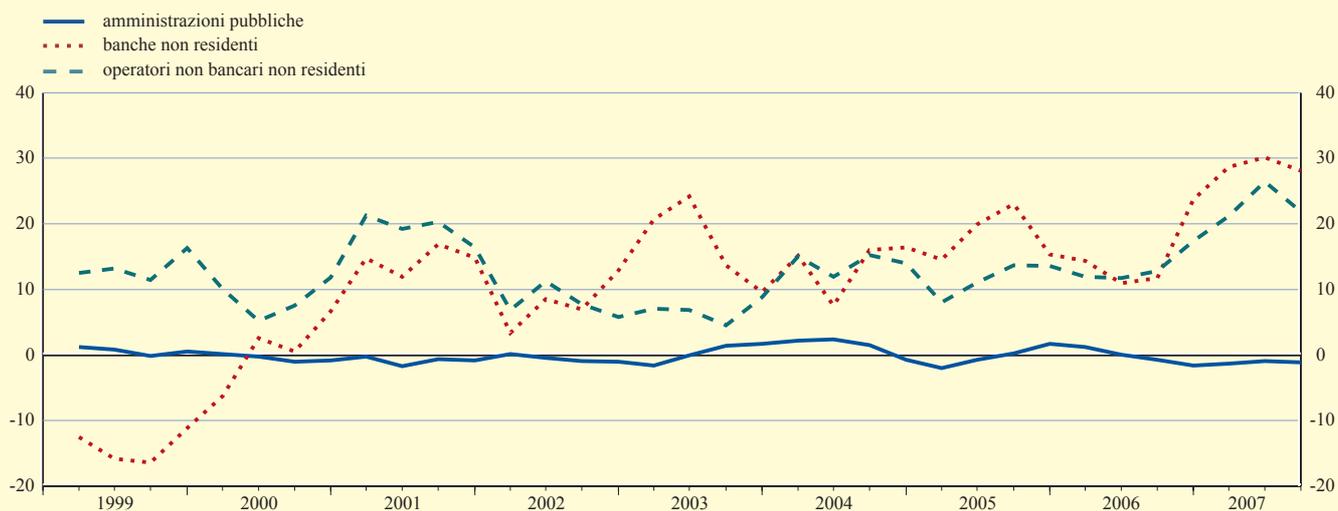
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 1° trim.	801,4	97,2	225,2	447,8	31,2	3.169,7	2.265,1	904,6	60,0	844,6
2° trim.	798,2	95,7	218,8	446,1	37,6	3.286,4	2.334,3	952,0	61,4	890,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	793,2	92,4	213,9	447,8	39,1	3.301,4	2.354,1	947,3	59,9	887,5
<b>Transazioni</b>										
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,6	-2,8	132,3
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.	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,3	79,6	55,7	1,5	54,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	-5,0	-3,2	-5,0	1,7	1,5	76,0	57,5	18,5	-1,6	20,0
<b>Variazioni percentuali</b>										
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-4,2	19,5
2007 mar.	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,2	-4,4	23,5
giu.	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,5	-7,4	29,7
set. <sup>(p)</sup>	-1,1	-8,2	-6,3	2,3	9,7	26,2	28,1	21,9	-8,8	24,6

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

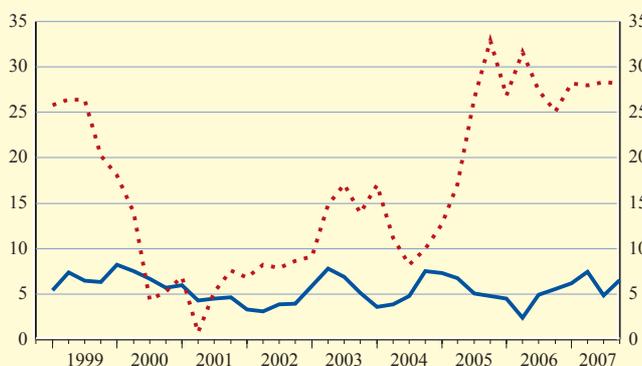
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze</b>														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 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
2° trim.	656,4	65,0	58,0	512,2	0,8	1,2	19,2	1.347,3	321,0	288,2	571,7	11,5	0,2	154,6
2007 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.	676,6	67,8	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.386,5	326,2	305,9	581,0	13,0	0,8	159,5
ott.	695,8	73,6	73,9	524,6	0,8	1,1	21,8	1.425,5	317,9	340,1	599,6	12,4	0,8	154,6
nov. <sup>4)</sup>	691,5	69,0	76,3	524,9	0,8	1,1	19,3	1.447,4	334,8	327,9	607,7	11,7	0,9	164,5
<b>Transazioni</b>														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 1° trim.	8,6	2,1	1,0	7,6	0,1	-0,2	-2,0	124,8	35,8	16,2	46,2	0,7	0,0	26,0
2° trim.	-2,8	-7,7	-0,3	9,2	-0,2	0,0	-3,7	82,8	3,0	21,0	56,5	0,1	0,0	2,2
2007 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.	13,6	6,5	-4,9	11,7	0,0	0,0	0,3	26,8	25,4	4,6	-9,4	1,2	0,6	4,3
ott.	19,4	5,9	11,1	1,6	0,0	0,0	0,8	41,4	-7,7	34,9	19,5	-0,5	0,0	-4,8
nov. <sup>4)</sup>	-4,2	-4,5	2,5	0,3	0,0	0,0	-2,5	22,7	17,6	-13,3	9,2	-0,7	0,0	9,9
<b>Variazioni percentuali</b>														
2005 dic.	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	-	-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	-	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	-	16,0	27,9	15,6	37,6	38,1	4,1	-	12,4
giu.	4,8	-5,6	21,1	5,7	-20,8	-	-13,3	28,3	13,5	35,6	41,4	5,9	-	10,5
2007 lug.	5,9	10,8	18,0	5,2	-11,7	-	-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	-	-27,7	31,3	15,6	41,6	42,4	25,3	-	12,8
set.	6,5	1,4	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,2	18,7	31,1	38,5	29,0	-	11,0
ott.	9,5	11,5	53,5	6,9	-19,8	-	-22,0	31,8	21,1	43,9	36,9	23,1	-	15,1
nov. <sup>4)</sup>	9,1	8,2	51,7	7,0	-18,8	-	-29,0	29,9	22,0	35,2	34,8	9,0	-	21,2

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



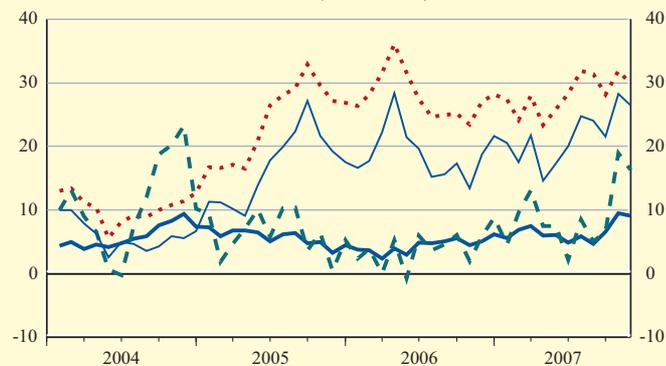
Fonte: BCE.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



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

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

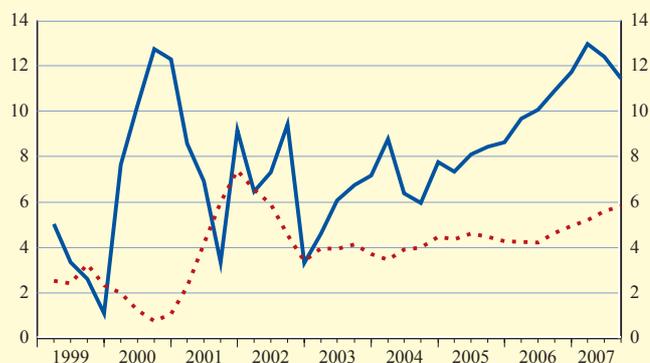
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2° trim.	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
2007 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	860,4	569,0	1.315,2	107,2	87,0
set.	1.405,3	845,1	438,5	64,3	31,6	1,4	24,4	4.706,2	1.754,3	886,4	565,7	1.308,0	107,9	84,0
ott.	1.415,4	836,7	459,9	64,2	29,0	1,4	24,2	4.855,0	1.730,4	927,5	559,5	1.442,3	109,0	86,3
nov. <sup>(p)</sup>	1.429,6	850,9	460,1	61,7	31,3	1,4	24,2	4.876,4	1.734,4	953,8	556,3	1.434,7	110,0	87,3
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
2° trim.	38,1	29,2	13,6	-0,6	-3,4	0,0	-0,6	89,5	58,5	58,0	-15,9	-13,1	0,8	1,4
2007 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	-2,3	-27,3	27,4	-3,5	-3,6	0,4	4,4
set.	20,5	20,5	4,8	-2,3	-0,2	0,0	-2,2	29,5	15,3	27,0	-3,2	-7,2	0,7	-3,0
ott.	10,7	-7,8	20,8	-0,1	-1,9	-0,1	-0,2	2,7	-23,8	40,4	-4,5	-12,9	1,1	2,4
nov. <sup>(p)</sup>	17,5	14,3	3,3	-2,4	2,3	0,0	0,0	21,7	4,1	26,7	-3,5	-7,6	1,0	1,0
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
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
2007 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.	11,4	7,2	32,4	-8,5	-28,4	-26,9	-2,9	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
ott.	11,5	7,4	31,2	-8,7	-30,7	-31,9	-3,0	5,8	1,8	46,6	-7,4	-4,1	14,6	29,1
nov. <sup>(p)</sup>	11,6	6,7	32,6	-11,2	-24,4	-31,8	1,9	6,0	1,8	47,1	-7,5	-4,0	12,5	27,5

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

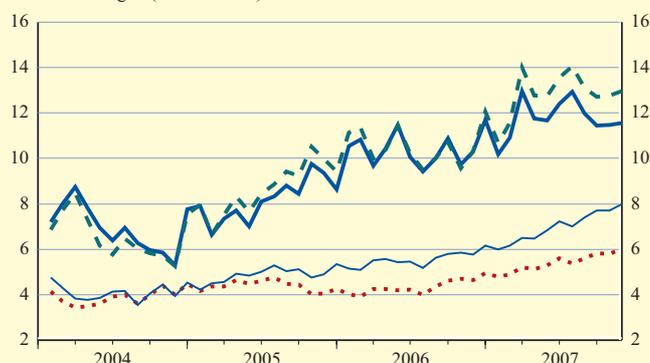
— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)  
 - - - società non finanziarie (inclusi in M3)<sup>4)</sup>  
 — famiglie (inclusi in M3)<sup>5)</sup>



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Questa categoria include 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 <sup>1), 2)</sup>

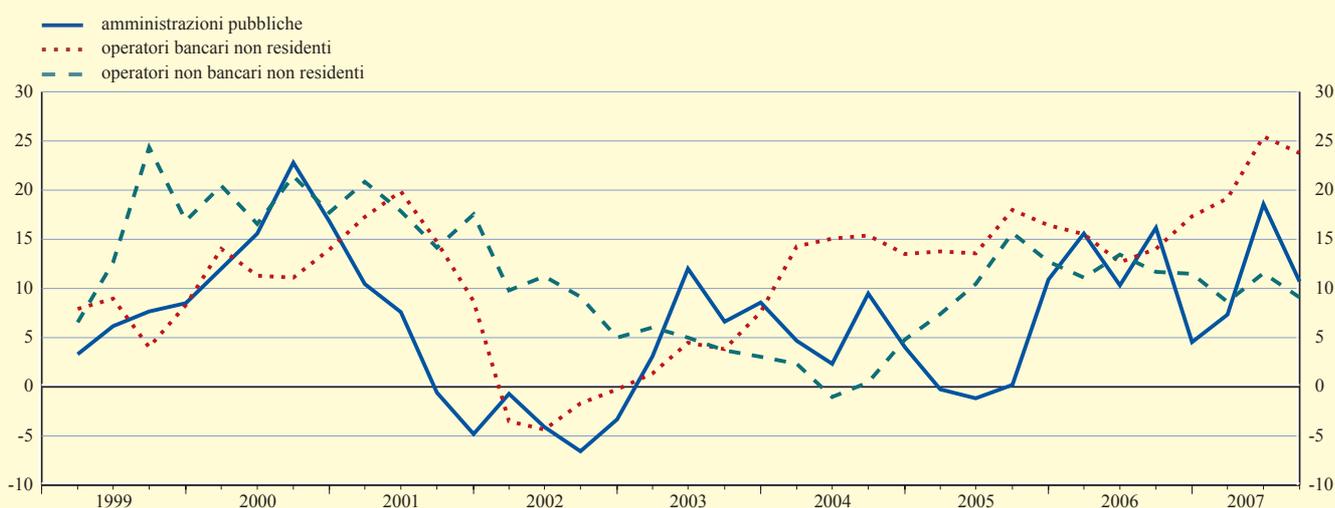
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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.	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3.821,5	2.898,7	922,8	137,5	785,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	373,4	144,2	60,0	97,5	71,7	3.873,8	2.946,7	927,2	145,5	781,7
<b>Transazioni</b>										
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.	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,7	136,1	41,6	5,2	36,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	-7,4	-26,2	16,1	2,3	0,4	127,0	103,9	23,1	8,0	15,1
<b>Variazioni percentuali</b>										
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.	18,5	21,9	10,5	12,2	25,3	21,8	25,4	11,5	7,1	12,3
set. <sup>(p)</sup>	10,7	-3,6	44,0	13,6	19,0	19,9	23,8	9,1	9,0	9,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

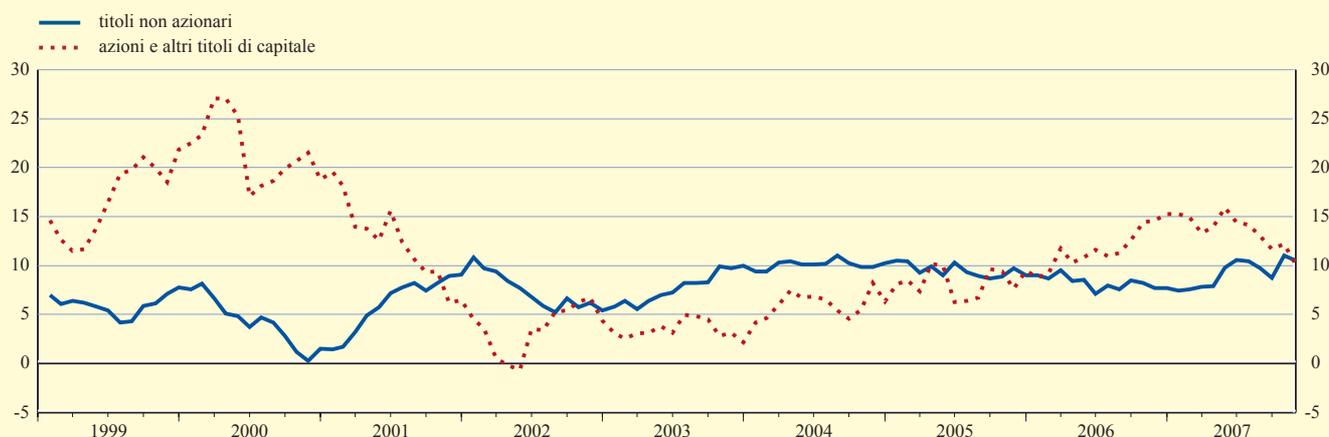
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 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
2° trim.	5.010,6	1.637,1	78,9	1.266,1	15,6	727,1	34,1	1.251,7	1.623,3	406,8	867,1	349,4
2007 lug.	5.045,7	1.651,0	88,7	1.242,4	15,4	741,2	35,8	1.271,3	1.607,5	407,2	852,9	347,4
ago.	5.002,0	1.648,7	83,7	1.213,4	15,2	747,1	33,8	1.260,1	1.587,6	407,2	841,1	339,2
set.	4.973,6	1.646,8	82,1	1.199,8	14,7	768,4	35,6	1.226,1	1.606,6	412,3	843,6	350,8
ott.	5.090,8	1.648,6	85,2	1.199,0	14,7	846,5	38,2	1.258,7	1.654,2	401,8	905,4	347,1
nov. <sup>(p)</sup>	5.120,7	1.657,5	80,3	1.197,6	14,6	866,0	33,9	1.270,9	1.646,7	399,3	896,4	351,0
<b>Transazioni</b>												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 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
2° trim.	172,3	26,2	2,4	-0,1	0,3	73,1	0,2	70,2	35,2	5,5	16,6	13,2
2007 lug.	43,0	13,0	10,1	-23,3	-0,2	14,5	2,0	26,8	-10,8	1,2	-10,7	-1,3
ago.	-43,9	-2,7	-5,2	-29,4	-0,3	6,4	-2,0	-10,8	-17,4	0,1	-10,5	-7,0
set.	-4,6	-2,9	0,8	-13,3	0,0	21,4	2,9	-13,5	18,5	6,0	1,9	10,5
ott.	145,3	42,8	3,9	5,6	0,2	44,1	3,1	45,5	38,6	-6,1	48,1	-3,4
nov. <sup>(p)</sup>	44,9	8,3	-3,5	-3,5	0,1	20,3	-3,6	26,8	0,5	-1,9	-5,4	7,8
<b>Variazioni percentuali</b>												
2005 dic.	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 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
giu.	10,6	8,6	25,9	-8,8	-7,1	28,0	43,4	29,5	14,4	17,8	7,5	31,0
2007 lug.	10,5	8,5	34,4	-9,3	-7,8	28,1	47,0	27,7	14,2	19,6	5,9	32,4
ago.	9,7	7,7	27,2	-9,7	-10,5	29,5	35,5	25,8	13,0	18,5	5,2	29,3
set.	8,7	6,4	27,2	-9,8	-5,7	31,2	48,8	21,2	11,7	19,2	3,7	25,4
ott.	11,0	8,4	32,2	-8,7	-3,6	35,8	53,7	23,3	12,2	17,0	7,5	19,8
nov. <sup>(p)</sup>	10,5	7,8	23,0	-9,1	-5,2	37,3	41,9	21,8	10,1	7,6	6,2	24,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

**2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

(miliardi di euro)

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

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007 1° trim.	-1,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,1	0,0	-0,6	-1,9	-0,4	-0,3	-1,2
2° trim.	-0,8	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,4	0,0	-0,5	-0,8
2007 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.	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-0,1	-0,3	-0,3
ott.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2
nov. <sup>(p)</sup>	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,1	-0,3

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007 1° trim.	-2,8	-0,5	-0,7	-1,7	-0,1	0,0	-0,1
2° trim.	-3,0	-0,4	-1,4	-1,2	-1,2	0,0	-1,2
2007 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.	-0,8	-0,1	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
ott.	-0,8	0,0	-0,5	-0,3	-0,9	-0,9	0,0
nov. <sup>(p)</sup>	-0,6	-0,1	-0,2	-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
2° trim.	-4,0	-0,7	0,0	-3,8	-0,1	0,0	-0,1	0,6	12,7	1,7	6,8	4,2
2007 lug.	-1,2	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,3	-0,1	-1,7	-3,3	-0,6	-2,0	-0,6
ago.	-0,4	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,3	0,0	-0,4	-2,9	-0,1	-1,6	-1,2
set.	-0,9	0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,6	0,6	-1,0	0,5	1,1
ott.	-2,5	0,7	0,1	-3,8	0,0	-0,2	0,0	0,8	7,5	1,3	3,6	2,6
nov. <sup>(p)</sup>	-1,0	-0,5	0,0	2,1	0,0	-0,8	-0,1	-1,7	-8,0	-0,5	-3,6	-3,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Residenti dell'area dell'euro														
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.	5.572,9	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8.448,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.693,4	91,2	8,8	5,4	0,4	1,3	0,9	8.548,0	96,1	3,9	2,4	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.	2.898,7	45,0	55,0	34,8	2,6	2,4	11,8	922,8	51,2	48,8	32,3	1,3	1,8	9,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	2.946,7	46,0	54,0	34,1	2,7	2,4	11,5	927,2	49,8	50,2	33,4	1,1	1,9	9,7

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

	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8		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.	4.797,0	80,2	19,8	10,1	1,6	1,8	3,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.859,7	80,8	19,2	9,7	1,6	1,8	3,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Residenti nell'area dell'euro</b>														
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.	5.264,6	-	-	-	-	-	10.510,8	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.422,1	-	-	-	-	-	10.738,7	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
<b>Non residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	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	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	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1	
2° trim.	2.334,3	50,3	49,7	28,7	1,9	2,4	952,0	39,4	60,6	43,1	1,0	3,8	8,4	
3° trim. <sup>(p)</sup>	2.354,1	48,9	51,1	28,6	2,0	2,5	947,3	38,8	61,2	43,6	1,1	3,8	8,3	

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>3)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emessi da residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	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	1.922,3	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	1.968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8	
2° trim.	1.716,1	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	2.042,9	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7	
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.728,9	95,3	4,7	2,3	0,3	0,2	2.018,6	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7	
<b>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	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	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	636,3	38,2	61,8	36,9	4,4	0,6	14,8	
2° trim.	584,1	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	667,6	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7	
3° trim. <sup>(p)</sup>	576,2	53,8	46,2	26,8	0,7	0,4	650,0	35,4	64,6	38,8	4,3	0,7	15,0	

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.
- 3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

## 2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale 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. <sup>(p)</sup>	6.002,9	349,7	2.042,3	192,8	1.849,4	2.216,4	784,5	194,7	415,3

### 2. Passività

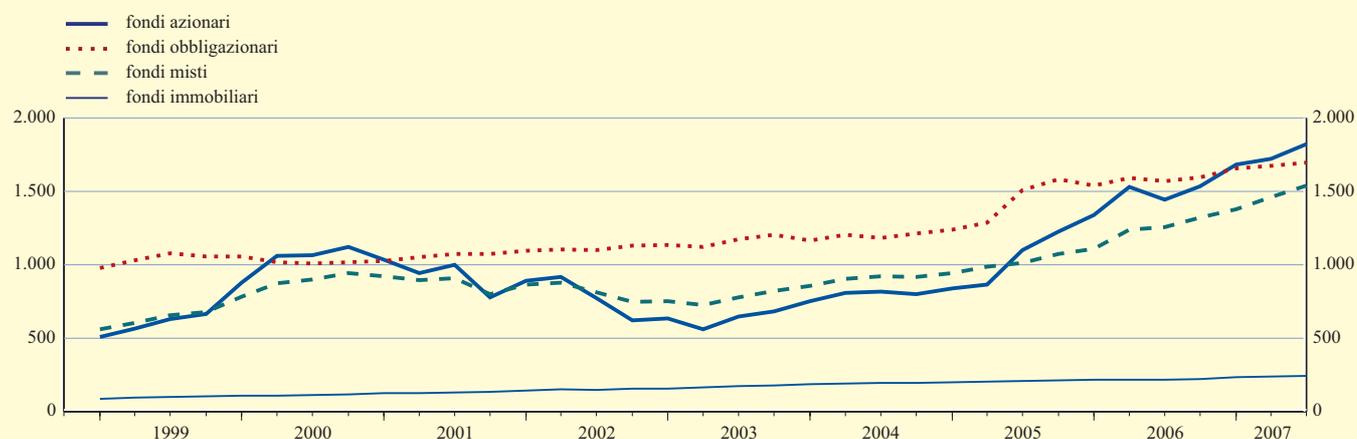
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2006 1° trim.	5.199,6	73,6	4.871,3	254,7
2° trim.	5.137,9	76,4	4.789,5	272,0
3° trim.	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
4° trim.	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.712,9	82,2	5.349,4	281,7
2° trim. <sup>(p)</sup>	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. <sup>(p)</sup>	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
<b>Fondi azionari</b>									
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. <sup>(p)</sup>	1.822,9	60,9	67,9	27,4	40,5	1.545,4	83,9	-	64,9
<b>Fondi obbligazionari</b>									
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. <sup>(p)</sup>	1.693,8	115,1	1.346,9	99,6	1.247,3	62,9	55,7	-	113,2
<b>Fondi misti</b>									
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. <sup>(p)</sup>	1.539,4	83,6	528,9	50,2	478,8	400,2	346,1	0,9	179,6
<b>Fondi immobiliari</b>									
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. <sup>(p)</sup>	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
<b>Fondi aperti al pubblico</b>							
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. <sup>(p)</sup>	4.591,3	284,5	1.430,0	1.817,2	576,9	160,1	322,7
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
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. <sup>(p)</sup>	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
<b>2° trim. 2007</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						487,7
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-31,9
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	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 <sup>1)</sup>	561,4	285,8	249,5	26,2	0,0	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
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 <sup>1)</sup>	1.883,6	1.580,8	29,8	38,1	234,8	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
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 <sup>1)</sup>	1.867,0	1.382,3	-39,4	34,8	489,2	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
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 <sup>1)</sup>	187,0	161,7	-43,0	20,7	47,7	-8,0
<b>Conto capitale</b>						
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) <sup>1)</sup>	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
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						455,8
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
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) <sup>2)</sup>	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>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
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>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
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>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
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>						
<b>Conto capitale</b>						
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
<b>2° trim. 2007</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
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
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
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
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
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
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
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
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>2° trim. 2007</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
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> <sup>1)</sup>	-1.161,6	11.734,5	-8.406,2	-413,6	62,0	-120,8	-4.017,5	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
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> <sup>1)</sup>	9,6	78,0	-115,3	17,0	12,5	-9,4	26,7	-9,6
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
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> <sup>1)</sup>	-97,9	-38,6	-190,1	53,1	-71,1	1,1	147,6	91,0
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
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> <sup>1)</sup>	-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
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.664,0	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
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	1.890,8	1.989,2	2.049,6	2.093,0	2.122,8	2.162,6	2.199,2	2.235,8
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.281,3	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
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	6.407,5	6.689,6	6.909,3	7.069,6	7.150,7	7.232,9	7.328,8	7.417,7
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
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
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	6.337,6	6.612,0	6.823,3	6.984,9	7.064,2	7.143,8	7.239,8	7.329,3
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
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
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	483,5	536,4	516,4	543,2	563,3	581,9	624,3	665,4
<b>Conto capitale</b>								
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
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	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
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
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) <sup>2)</sup>	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>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
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>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
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>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
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>								
<b>Conto capitale</b>								
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
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
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
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>4.997,0</b>	<b>5.182,7</b>	<b>5.348,7</b>	<b>5.450,2</b>	<b>5.498,6</b>	<b>5.546,7</b>	<b>5.604,5</b>	<b>5.658,2</b>
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
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>735,2</b>	<b>757,5</b>	<b>758,5</b>	<b>761,2</b>	<b>766,9</b>	<b>771,5</b>	<b>791,4</b>	<b>808,8</b>
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 <sup>1)</sup>	247,1	285,3	600,1	481,4	333,3	456,9	366,8	476,5
<b>= Variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup></b>	<b>706,9</b>	<b>758,4</b>	<b>1.064,4</b>	<b>938,3</b>	<b>796,9</b>	<b>924,1</b>	<b>849,2</b>	<b>970,6</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
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 <sup>2)</sup>	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
<b>= Variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup></b>	<b>706,9</b>	<b>758,4</b>	<b>1.064,4</b>	<b>938,3</b>	<b>796,9</b>	<b>924,1</b>	<b>849,2</b>	<b>970,6</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
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 <sup>2)</sup>	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
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>9.407,7</b>	<b>9.954,3</b>	<b>10.812,4</b>	<b>11.040,2</b>	<b>11.210,2</b>	<b>11.503,0</b>	<b>11.734,5</b>	<b>11.773,9</b>

Fonti: BCE e Eurostat.

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

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

**3.4 Società non finanziarie**

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

	2003	2004	2005	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
<b>Reddito e risparmio</b>								
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
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	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
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	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
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	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
= <b>Risparmio netto</b>	94,3	115,1	86,3		59,9	50,3	36,1	37,2
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
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 <sup>1)</sup>	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
Restanti attività nette (+)	171,0	176,6	71,4		113,3	127,1	168,6	172,7
= <b>Risparmio netto</b>	46,4	56,3	60,0		51,3	65,0	79,8	83,6
= <b>Risparmio netto</b>	94,3	115,1	86,3		59,9	50,3	36,1	37,2
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Banconote, monete e depositi di cui depositi inclusi in M3 <sup>1)</sup>	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
Azioni non quotate e altre partecipazioni	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
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi	29,7	50,0	25,6	36,6	48,9	64,8	81,7	72,6
<i>di cui depositi inclusi in M3<sup>1)</sup></i>	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
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	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
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>-17,7</b>	<b>-9,8</b>	<b>-37,5</b>	<b>-35,9</b>	<b>-29,3</b>	<b>-6,5</b>	<b>2,8</b>	<b>-7,4</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
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
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-34,8</b>	<b>164,3</b>	<b>-22,9</b>	<b>-43,9</b>	<b>-21,6</b>	<b>32,6</b>	<b>5,1</b>	<b>22,5</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Banconote, monete e depositi	579,0	630,8	659,3	684,3	704,3	724,3	751,6	760,0
<i>di cui depositi inclusi in M3<sup>1)</sup></i>	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
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	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
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-232,8</b>	<b>-78,2</b>	<b>-138,7</b>	<b>-144,2</b>	<b>-113,7</b>	<b>-112,5</b>	<b>-120,8</b>	<b>-129,0</b>

Fonte: BCE.

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

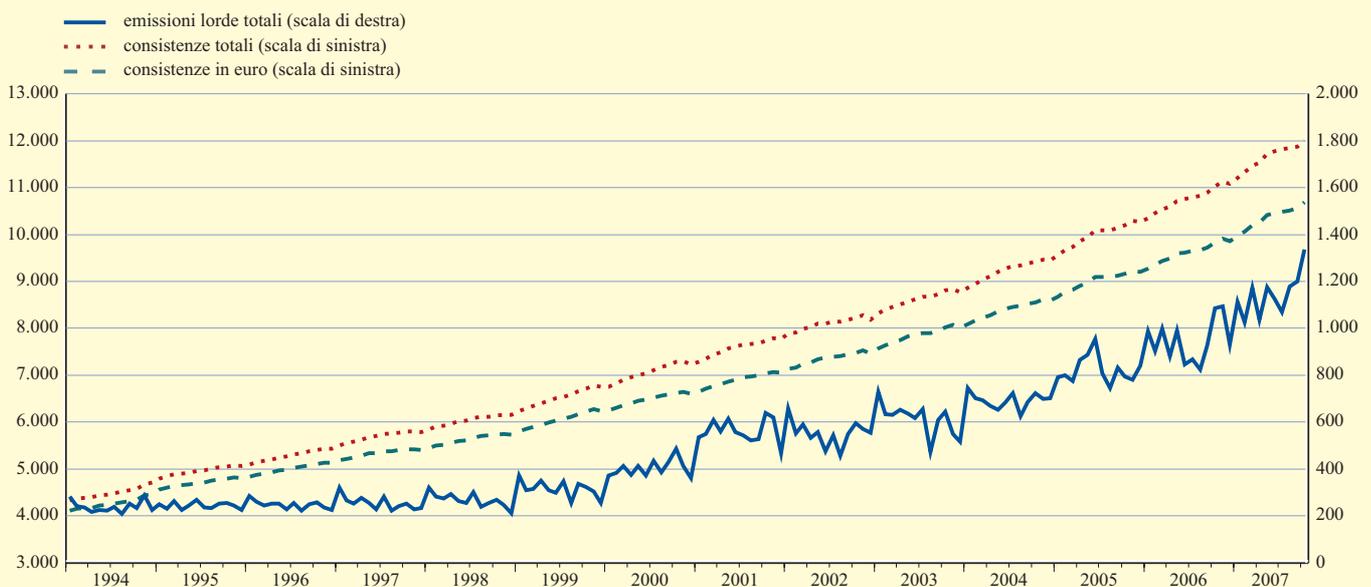
## MERCATI FINANZIARI

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

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute						
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale												
2006 ott.	11.617,3	1.106,3	93,3	9.826,4	1.023,0	101,6	11.031,6	1.086,0	122,2	7,9	112,6	8,0	
nov.	11.755,9	1.134,7	137,7	9.917,8	1.036,6	90,8	11.122,9	1.092,7	107,4	8,2	94,7	8,2	
dic.	11.732,1	977,3	-24,7	9.863,4	885,4	-55,8	11.078,4	930,1	-59,8	7,9	51,7	8,6	
2007 gen.	11.830,7	1.145,7	98,9	9.960,5	1.052,2	97,5	11.205,4	1.111,8	116,1	7,9	74,7	8,9	
feb.	11.940,6	1.044,7	110,0	10.057,0	958,3	96,6	11.321,6	1.024,4	123,5	8,2	94,8	9,3	
mar.	12.172,2	1.258,0	230,4	10.193,8	1.119,0	135,5	11.464,0	1.171,6	141,7	8,5	107,4	10,1	
apr.	12.194,9	1.039,8	22,4	10.249,0	981,4	54,8	11.529,8	1.036,4	72,0	8,5	63,2	9,0	
mag.	12.408,3	1.216,4	214,3	10.410,1	1.113,9	162,0	11.718,5	1.175,4	183,9	9,0	138,0	9,7	
giu.	12.538,6	1.219,7	130,1	10.454,3	1.067,5	44,1	11.776,0	1.123,7	54,7	9,2	48,5	9,6	
lug.	12.543,5	1.074,9	3,9	10.484,3	1.002,8	29,1	11.824,1	1.068,5	50,3	9,2	66,0	9,4	
ago.	12.571,8	1.183,3	28,4	10.510,4	1.130,7	26,4	11.845,8	1.179,1	27,4	9,2	84,5	9,1	
set.	12.665,6	1.243,9	93,1	10.569,9	1.154,6	58,8	11.876,8	1.200,7	48,4	9,1	59,9	8,2	
ott.	.	.	.	10.691,7	1.266,9	120,8	12.014,2	1.334,8	137,9	9,1	122,0	9,2	
	A lungo termine												
2006 ott.	10.573,9	224,8	98,8	8.893,7	173,9	68,4	9.948,3	206,5	86,1	8,1	94,6	8,2	
nov.	10.708,9	226,0	134,2	8.988,2	167,2	93,9	10.041,8	193,4	108,6	8,3	93,8	8,9	
dic.	10.730,4	171,6	18,8	9.007,4	133,1	16,1	10.068,7	153,2	13,4	8,1	59,5	9,0	
2007 gen.	10.806,6	231,3	76,2	9.057,7	176,6	50,5	10.140,0	200,4	61,5	8,1	67,7	9,2	
feb.	10.905,8	237,4	99,4	9.140,6	189,6	83,1	10.236,7	223,2	104,6	8,4	82,4	9,5	
mar.	11.043,1	277,6	137,2	9.236,7	212,6	95,9	10.335,7	233,4	101,0	8,6	77,8	9,9	
apr.	11.084,5	181,7	41,1	9.267,9	155,2	31,0	10.373,0	176,9	44,7	8,5	52,9	8,9	
mag.	11.271,0	266,4	188,2	9.403,1	198,7	136,7	10.528,9	225,0	152,0	9,0	108,3	9,1	
giu.	11.371,2	258,6	98,8	9.468,0	190,2	63,5	10.609,5	216,6	77,0	8,9	46,7	8,8	
lug.	11.398,9	197,8	27,3	9.480,3	161,6	12,0	10.634,0	187,6	26,3	8,8	47,4	8,3	
ago.	11.392,9	102,4	-6,6	9.473,1	86,6	-7,8	10.631,9	103,8	-2,6	8,5	50,4	7,6	
set.	11.419,4	158,1	26,1	9.492,2	133,3	18,7	10.623,4	146,5	16,4	8,0	12,0	6,2	
ott.	.	.	.	9.547,1	189,9	56,2	10.676,3	214,0	62,8	7,7	71,3	6,6	

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

(miliardi di euro)



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

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

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

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

### 1. Consistenze ed emissioni lordi

	Consistenze						Emissioni lordi					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Totale</b>											
2005	10.269	4.119	933	607	4.327	283	9.874	6.988	325	1.031	1.435	95
2006	11.078	4.563	1.167	636	4.408	305	11.334	8.377	419	1.113	1.339	85
2006 4° trim.	11.078	4.563	1.167	636	4.408	305	3.109	2.364	147	334	241	23
2007 1° trim.	11.464	4.758	1.260	648	4.489	309	3.308	2.446	140	285	415	23
2° trim.	11.776	4.865	1.318	684	4.601	308	3.335	2.359	117	453	389	18
3° trim.	11.877	4.952	1.351	677	4.586	310	3.448	2.603	89	392	345	19
2007 lug.	11.824	4.902	1.344	693	4.577	307	1.068	749	46	152	115	6
ago.	11.846	4.930	1.354	683	4.571	308	1.179	920	22	135	97	5
set.	11.877	4.952	1.351	677	4.586	310	1.201	934	21	105	132	8
ott.	12.014	5.050	1.388	686	4.575	315	1.335	1.001	60	125	140	10
	<b>A breve termine</b>											
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	60	1.023	686	31
2006 4° trim.	1.010	570	12	94	329	4	2.556	2.086	14	305	144	7
2007 1° trim.	1.128	621	12	106	385	4	2.651	2.132	16	271	222	8
2° trim.	1.166	623	11	120	407	5	2.717	2.072	12	413	210	9
3° trim.	1.253	712	9	117	409	7	3.010	2.404	10	378	207	11
2007 lug.	1.190	642	10	128	406	5	881	672	3	142	60	3
ago.	1.214	666	10	119	413	5	1.075	862	4	134	72	3
set.	1.253	712	9	117	409	7	1.054	870	3	102	75	5
ott.	1.338	774	17	126	414	7	1.121	904	11	117	84	4
	<b>A lungo termine<sup>1)</sup></b>											
2005	9.323	3.637	926	516	3.966	278	2.077	942	280	88	706	61
2006	10.069	3.993	1.155	542	4.079	301	2.159	1.002	360	90	653	54
2006 4° trim.	10.069	3.993	1.155	542	4.079	301	553	279	133	29	97	16
2007 1° trim.	10.336	4.137	1.248	542	4.105	304	657	313	123	13	192	14
2° trim.	10.610	4.242	1.307	563	4.194	304	619	287	105	40	179	8
3° trim.	10.623	4.241	1.342	560	4.177	304	438	198	79	14	138	8
2007 lug.	10.634	4.261	1.334	566	4.171	302	188	77	43	10	55	3
ago.	10.632	4.264	1.344	564	4.158	303	104	57	18	1	25	2
set.	10.623	4.241	1.342	560	4.177	304	146	64	19	3	58	3
ott.	10.676	4.277	1.372	559	4.161	308	214	97	48	8	55	5
	<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>											
2005	6.724	2.020	462	408	3.616	217	1.229	414	92	53	622	48
2006	7.047	2.136	543	413	3.719	237	1.289	475	142	56	576	39
2006 4° trim.	7.047	2.136	543	413	3.719	237	280	116	46	18	90	10
2007 1° trim.	7.163	2.211	569	413	3.728	243	402	172	40	9	169	13
2° trim.	7.306	2.256	583	426	3.798	244	339	132	28	24	147	7
3° trim.	7.305	2.254	590	421	3.793	246	261	100	24	7	123	7
2007 lug.	7.297	2.267	588	426	3.771	245	109	41	10	5	50	3
ago.	7.298	2.269	595	425	3.764	245	66	32	12	0	21	2
set.	7.305	2.254	590	421	3.793	246	86	28	2	1	52	3
ott.	7.315	2.280	592	424	3.769	250	126	54	16	5	47	4
	<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>											
2005	2.266	1.350	458	92	306	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.603	1.507	603	115	314	64	716	405	214	31	51	15
2006 4° trim.	2.603	1.507	603	115	314	64	232	124	86	11	5	7
2007 1° trim.	2.725	1.560	669	115	320	61	213	114	82	4	13	1
2° trim.	2.846	1.603	714	126	343	60	227	111	76	16	23	1
3° trim.	2.867	1.605	739	127	338	57	138	71	52	7	8	1
2007 lug.	2.869	1.602	735	128	345	58	64	24	32	5	3	0
ago.	2.864	1.606	737	127	336	58	27	19	5	1	2	1
set.	2.867	1.605	739	127	338	57	47	28	15	1	4	0
ott.	2.901	1.608	767	125	344	58	71	28	32	3	6	1

Fonte: BCE.

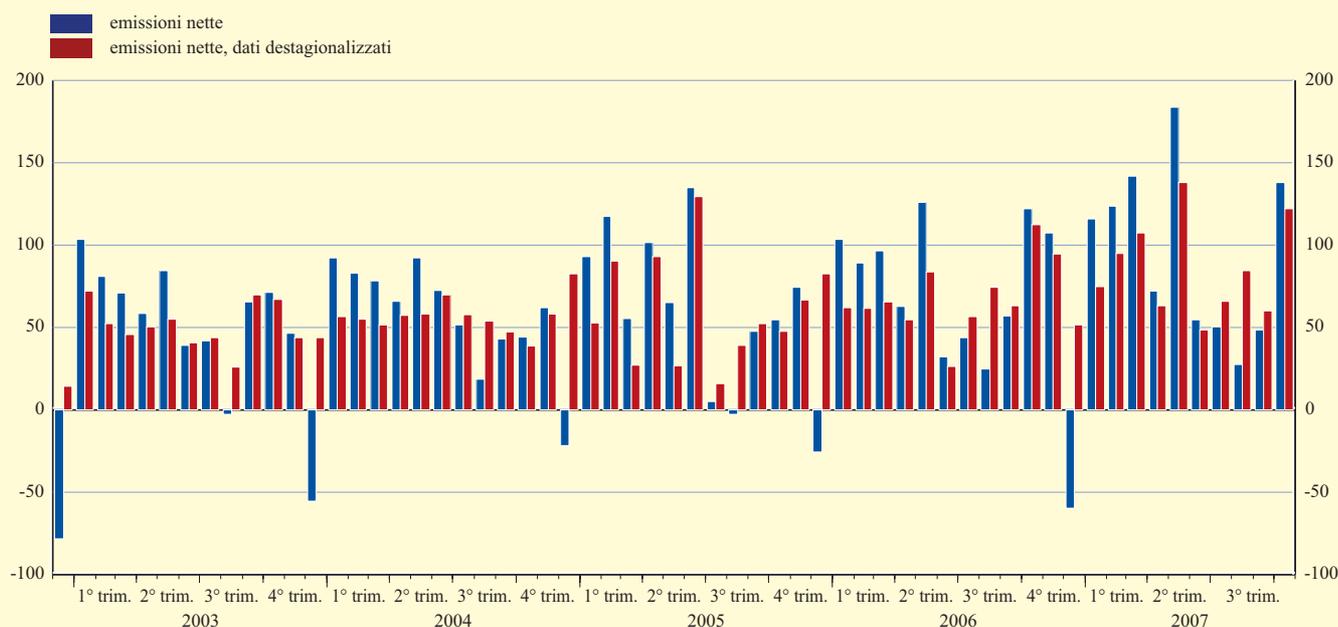
1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

**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	720,5	319,8	175,8	20,9	171,5	32,4	723,3	323,7	172,6	20,8	173,8	32,6
2006	805,2	418,5	241,3	32,6	90,5	22,3	806,9	424,0	237,7	32,8	90,1	22,3
2006 4° trim.	169,8	97,8	99,0	7,6	-41,2	6,7	258,9	133,1	70,8	11,9	38,2	5,0
2007 1° trim.	381,3	187,1	94,6	13,0	82,7	3,9	276,8	122,4	112,0	10,6	29,3	2,6
2° trim.	310,5	102,5	59,5	36,3	112,4	-0,1	249,8	110,7	46,1	28,1	65,6	-0,9
3° trim.	126,1	100,9	39,0	-4,8	-11,1	2,2	210,4	126,5	67,1	2,2	8,4	6,1
2007 lug.	50,3	37,1	27,2	10,1	-23,0	-1,1	66,0	33,0	30,4	8,5	-5,8	0,0
ago.	27,4	33,6	9,8	-10,3	-6,3	0,6	84,5	53,1	29,6	-6,5	6,0	2,4
set.	48,4	30,3	2,0	-4,6	18,1	2,6	59,9	40,5	7,1	0,3	8,3	3,7
ott.	137,9	86,1	47,8	9,4	-9,8	4,5	122,0	61,9	44,9	4,7	6,2	4,2
	A lungo termine											
2005	712,9	296,4	176,2	21,3	186,3	32,7	713,9	298,0	173,0	21,0	189,1	32,8
2006	755,9	346,0	235,9	29,2	121,5	23,3	755,9	347,9	232,4	29,0	123,3	23,3
2006 4° trim.	208,1	96,0	98,3	9,8	-3,2	7,2	247,9	120,9	70,1	7,4	44,0	5,5
2007 1° trim.	267,1	141,1	94,9	1,0	26,7	3,3	227,9	107,2	112,0	7,5	-0,9	2,1
2° trim.	273,7	101,3	60,6	22,3	90,2	-0,6	207,8	97,1	47,1	15,8	49,2	-1,3
3° trim.	40,1	14,5	40,7	-1,4	-14,0	0,3	109,8	28,2	69,2	1,2	7,0	4,1
2007 lug.	26,3	18,8	27,9	2,4	-21,8	-1,2	47,4	17,2	31,5	1,2	-2,6	0,2
ago.	-2,6	2,7	9,7	-1,7	-13,8	0,6	50,4	20,4	29,6	0,8	-2,6	2,3
set.	16,4	-7,0	3,1	-2,2	21,6	0,9	12,0	-9,3	8,1	-0,8	12,3	1,7
ott.	62,8	33,2	40,3	0,1	-14,9	4,1	71,3	30,6	36,4	-1,7	2,2	3,8

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



Fonte: BCE.

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

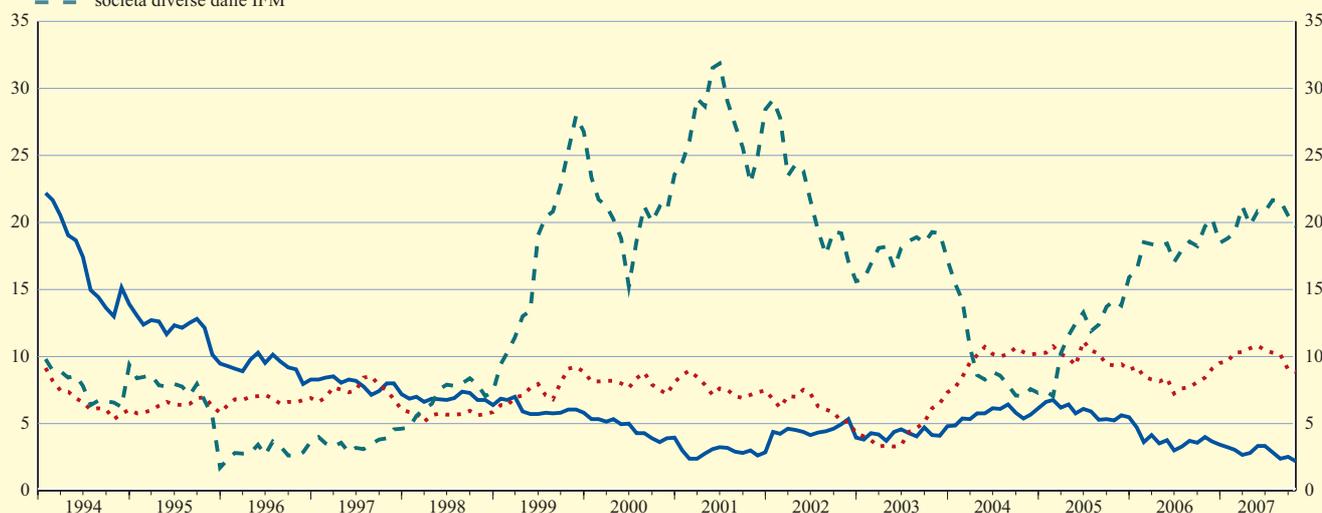
(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2006 ott.	7,9	9,6	29,1	3,5	2,6	9,5	8,0	10,2	27,8	4,1	2,3	8,4
nov.	8,2	10,0	29,5	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	11,0	26,8	4,1	3,2	5,5
2007 gen.	7,9	10,5	26,6	4,5	1,9	7,4	8,9	11,9	27,9	4,9	2,7	4,4
feb.	8,2	10,7	27,3	4,7	2,1	5,8	9,3	12,2	30,6	7,5	2,3	2,1
mar.	8,5	10,4	30,0	5,7	2,4	6,6	10,1	11,7	36,7	7,3	3,1	5,1
apr.	8,5	10,6	27,9	6,0	2,6	7,2	9,0	10,9	28,1	7,7	2,9	6,1
mag.	9,0	10,4	29,7	6,0	3,5	5,1	9,7	11,5	30,1	8,1	3,8	3,3
giu.	9,2	10,6	28,2	8,2	3,8	3,4	9,6	10,3	29,4	12,4	4,3	1,1
lug.	9,2	10,8	28,7	10,1	3,3	2,6	9,4	9,7	29,7	15,5	3,9	0,7
ago.	9,2	11,0	28,6	9,7	3,1	2,6	9,1	9,9	26,9	12,0	3,9	3,0
set.	9,1	10,9	27,3	8,3	3,2	4,2	8,2	10,3	18,8	9,5	3,3	3,5
ott.	9,1	11,1	26,9	8,5	3,0	5,5	9,2	11,2	25,8	9,2	3,1	5,1
A lungo termine												
2006 ott.	8,1	8,4	28,7	4,7	3,6	10,0	8,2	9,3	27,3	3,7	3,2	9,0
nov.	8,3	9,1	29,2	5,1	3,3	9,4	8,9	10,4	28,8	2,5	3,9	7,6
dic.	8,1	9,5	25,6	5,7	3,1	8,4	9,0	10,5	26,7	3,8	4,3	6,2
2007 gen.	8,1	9,6	26,3	5,4	2,9	7,6	9,2	11,3	27,8	6,0	3,6	4,8
feb.	8,4	10,3	27,1	4,8	2,9	5,9	9,5	12,4	30,8	6,2	2,6	2,6
mar.	8,6	10,3	29,7	5,3	2,4	6,9	9,9	12,1	37,0	5,6	2,1	5,2
apr.	8,5	10,6	27,8	4,8	2,5	7,4	8,9	11,9	28,5	5,8	1,7	5,8
mag.	9,0	10,8	29,7	4,2	3,2	5,1	9,1	11,2	30,4	6,0	2,5	2,8
giu.	8,9	10,5	28,4	6,3	3,3	3,4	8,8	10,4	30,0	8,8	2,4	0,6
lug.	8,8	10,3	29,0	7,2	2,9	2,7	8,3	9,3	30,5	8,3	2,1	0,6
ago.	8,5	10,1	29,0	7,0	2,4	2,6	7,6	8,0	27,5	7,9	2,1	2,7
set.	8,0	9,1	27,9	6,0	2,4	3,5	6,2	6,2	19,5	6,3	2,8	1,9
ott.	7,7	8,9	26,7	5,3	2,0	4,6	6,6	5,9	24,9	4,8	2,4	3,6

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

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



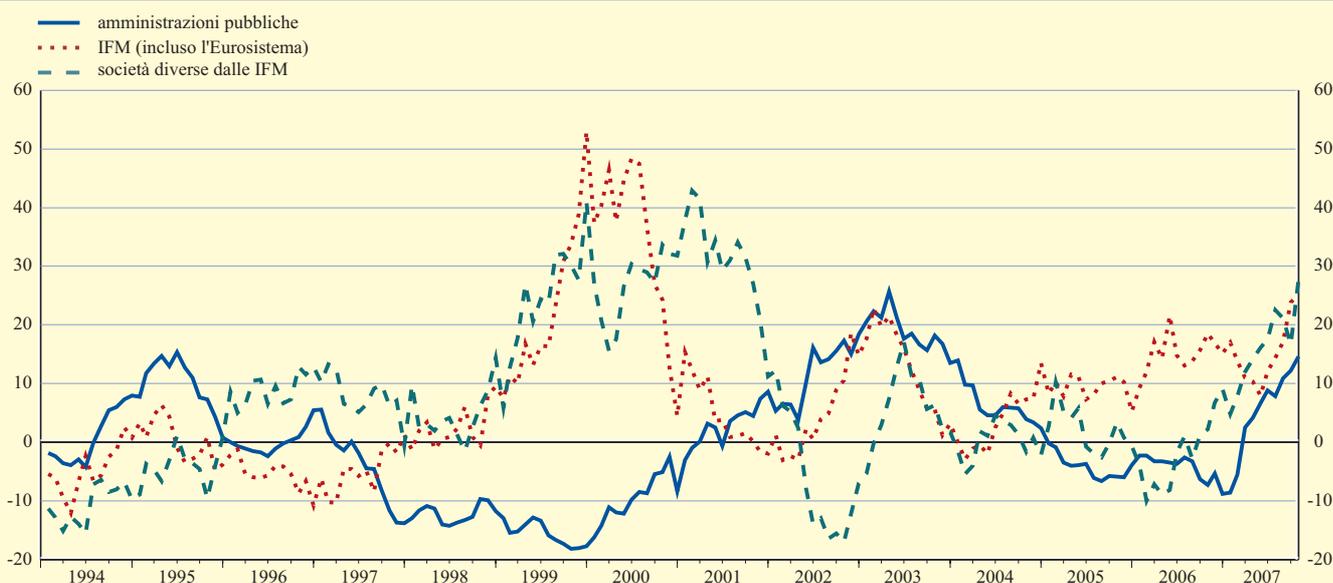
Fonte: BCE.

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2005	4,7	3,1	5,6	0,4	5,5	15,0	19,5	18,6	35,6	22,3	9,9	4,8
2006	4,5	4,7	13,8	0,9	3,1	13,4	16,4	11,8	41,0	28,0	5,2	4,5
2006 4° trim.	5,0	5,4	19,9	1,1	3,1	11,0	15,5	11,0	36,1	27,4	5,5	5,0
2007 1° trim.	5,3	6,3	20,5	2,7	2,9	7,7	15,2	12,1	33,1	21,9	1,5	4,6
2° trim.	5,5	7,5	19,8	2,7	2,6	7,5	16,5	12,1	37,5	18,9	5,7	-0,3
3° trim.	5,3	8,0	17,5	4,6	2,3	5,0	16,2	11,1	39,1	19,5	4,7	-4,8
2007 mag.	5,7	7,3	20,9	2,1	3,0	7,3	16,5	12,1	38,1	16,9	6,0	-2,8
giu.	5,7	8,0	17,0	3,9	3,0	5,1	16,9	11,8	39,2	19,7	7,0	-3,1
lug.	5,4	8,3	17,5	4,9	2,2	4,8	16,5	11,0	39,8	20,2	6,5	-5,5
ago.	5,3	8,2	18,2	5,1	1,9	4,7	16,0	11,1	38,8	19,1	3,3	-5,2
set.	5,0	6,8	16,6	3,9	2,5	5,6	15,3	10,6	38,0	18,7	1,5	-4,5
ott.	4,6	6,9	14,7	4,5	1,7	6,8	15,3	10,0	37,6	12,9	5,2	-3,7
	Euro											
2005	4,3	0,9	8,9	-0,1	5,4	15,3	18,9	17,3	35,0	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	3,7
2006 4° trim.	4,3	4,1	14,9	-0,3	3,3	11,0	14,5	9,5	33,3	30,3	5,6	4,0
2007 1° trim.	4,7	5,4	16,0	1,1	3,2	7,7	14,0	10,9	29,7	23,3	1,5	4,1
2° trim.	4,8	6,8	16,2	0,8	2,9	7,4	15,8	11,2	35,0	19,7	5,8	-0,8
3° trim.	4,7	7,2	14,5	3,3	2,5	5,2	15,6	10,3	37,3	18,6	4,8	-5,7
2007 mag.	5,0	6,6	17,2	0,2	3,3	7,0	15,8	11,1	35,8	17,6	6,1	-3,4
giu.	5,0	7,2	14,0	2,3	3,2	5,2	16,4	10,9	37,5	19,5	7,1	-3,7
lug.	4,7	7,4	14,7	3,7	2,4	4,9	15,9	9,9	37,9	19,4	6,6	-6,4
ago.	4,6	7,4	15,1	3,8	2,1	5,0	15,5	10,5	37,0	18,0	3,4	-6,1
set.	4,5	5,9	13,5	2,4	2,9	5,9	14,7	9,8	36,3	17,7	1,7	-5,4
ott.	4,1	6,3	12,9	3,1	1,9	7,1	14,9	9,6	35,6	11,7	5,3	-4,4

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



Fonte: BCE.

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

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

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

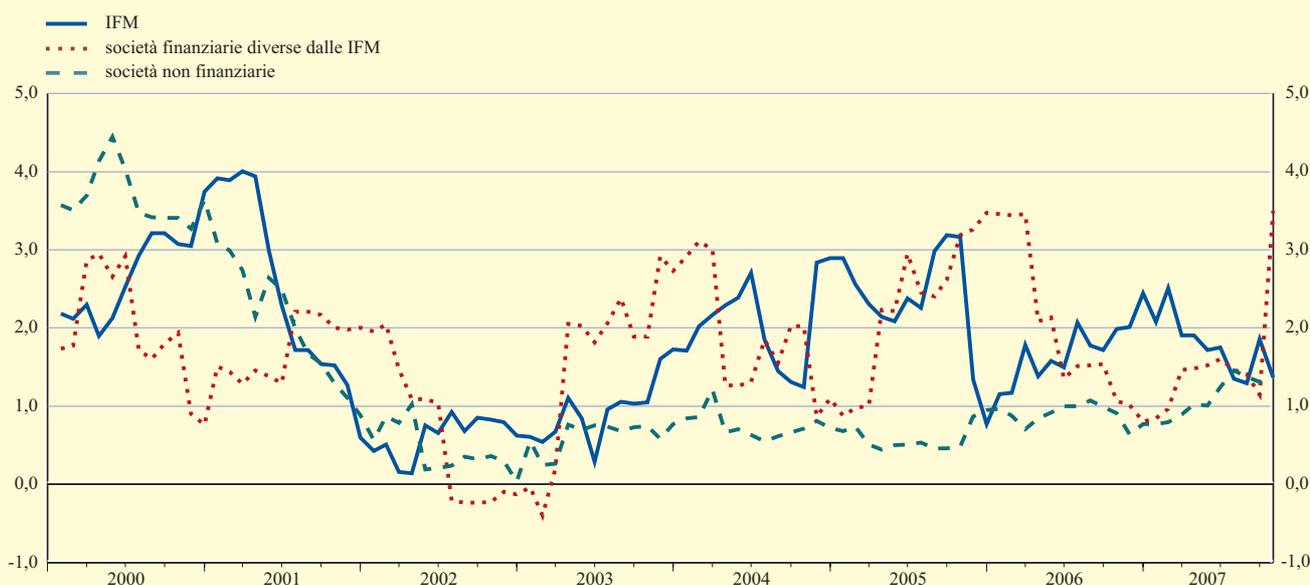
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	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 ott.	4.666,6	103,1	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
nov.	4.889,2	103,4	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
dic.	5.063,5	103,5	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 gen.	5.304,1	103,6	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.882,4	1,0
feb.	5.443,8	103,6	1,2	938,8	1,2	562,8	3,4	3.942,2	0,9
mar.	5.645,4	103,6	1,2	962,3	1,8	580,1	3,5	4.102,9	0,7
apr.	5.670,2	103,7	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.147,5	0,8
mag.	5.379,5	103,8	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.948,3	0,9
giu.	5.391,0	104,0	1,1	905,0	1,5	530,7	1,3	3.955,3	1,0
lug.	5.387,8	104,1	1,2	918,4	2,1	544,5	1,5	3.924,9	1,0
ago.	5.569,1	104,1	1,2	958,6	1,8	595,8	1,5	4.014,8	1,1
set.	5.710,2	104,2	1,2	986,1	1,7	607,8	1,5	4.116,3	1,0
ott.	5.897,5	104,3	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.267,3	0,9
nov.	5.951,6	104,4	0,9	1.024,3	2,0	603,9	1,0	4.323,5	0,6
dic.	6.169,3	104,6	1,1	1.056,3	2,4	623,3	0,8	4.489,7	0,8
2007 gen.	6.343,8	104,6	1,0	1.111,3	2,1	641,9	0,8	4.590,6	0,8
feb.	6.259,2	104,7	1,1	1.081,2	2,5	633,5	1,0	4.544,5	0,8
mar.	6.476,0	104,8	1,1	1.099,9	1,9	644,8	1,5	4.731,3	0,9
apr.	6.724,1	105,0	1,2	1.156,5	1,9	670,7	1,5	4.896,9	1,0
mag.	7.003,2	105,1	1,2	1.161,3	1,7	684,3	1,5	5.157,6	1,0
giu.	6.924,9	105,4	1,4	1.115,5	1,8	672,3	1,6	5.137,1	1,2
lug.	6.701,5	105,6	1,5	1.081,1	1,4	608,3	1,5	5.012,1	1,5
ago.	6.586,7	105,6	1,4	1.041,6	1,3	583,3	1,4	4.961,8	1,4
set.	6.652,0	105,6	1,4	1.030,5	1,9	596,8	1,1	5.024,7	1,3
ott.	6.903,4	105,9	1,6	1.052,3	1,4	628,7	3,5	5.222,4	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 <sup>1)</sup>

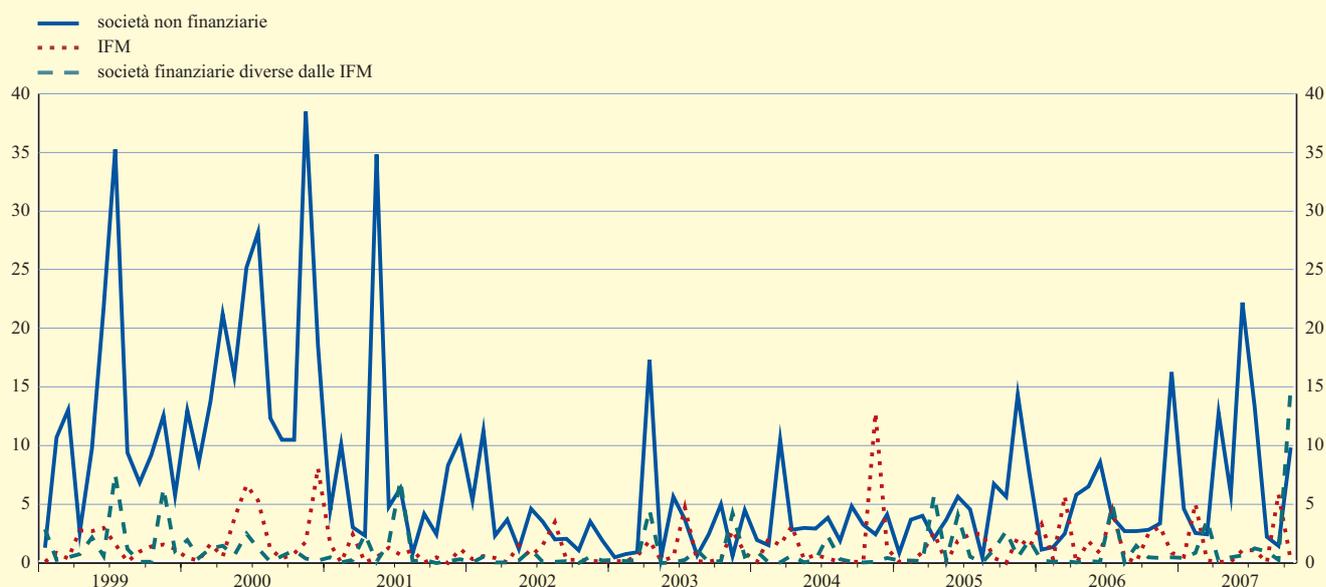
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005 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.	4,6	0,8	3,9	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,1	0,7	0,4
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.	8,3	5,4	2,9	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	2,5	5,4	-3,0
apr.	5,8	0,5	5,3	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
mag.	8,5	2,2	6,3	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	6,5	2,2	4,3
giu.	9,4	2,7	6,7	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	16,2	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	0,4	0,0	0,4	5,8	1,8	4,0
giu.	23,8	1,6	22,3	1,0	0,0	1,0	0,6	0,0	0,6	22,2	1,6	20,6
lug.	15,7	1,8	13,8	1,1	0,0	1,1	1,2	0,3	0,9	13,3	1,5	11,8
ago.	3,2	6,6	-3,4	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	2,2	5,1	-2,8
set.	7,5	2,5	5,1	5,9	0,0	5,9	0,2	0,3	-0,1	1,4	2,1	-0,7
ott.	25,0	7,4	17,6	0,3	2,6	-2,4	14,9	0,5	14,4	9,9	4,3	5,6

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

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



Fonte: BCE.

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

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

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

### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2)3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006 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.	1,16	4,07	3,98	2,92	2,58	3,50	1,91	4,14	4,34	4,41	3,97
ott.	1,17	4,11	4,16	3,32	2,54	3,57	1,96	4,07	4,37	4,64	3,92

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 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	7,55	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.	10,53	8,48	6,83	8,39	8,54	5,23	5,02	5,09	5,02	5,31	5,46	5,87	5,51
ott.	10,64	8,08	6,86	8,28	8,38	5,28	5,03	5,07	5,09	5,42	5,63	6,04	5,56

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6
2006 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	5,90	5,23	5,20	5,60	5,41
ott.	6,53	5,95	5,98	5,22	5,11	5,08	5,31

Fonte: BCE.

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

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

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

#### 4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

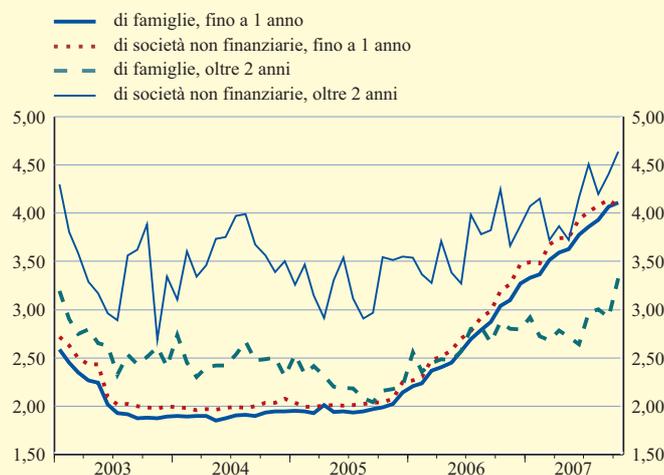
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni	
2006 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.	1,16	3,68	3,06	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93
ott.	1,17	3,78	3,09	2,54	3,57	1,96	4,17	4,12	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 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.	5,39	4,64	4,94	8,99	7,00	6,13	5,91	5,34	5,14	
ott.	5,44	4,67	4,98	9,02	7,09	6,18	5,96	5,44	5,21	

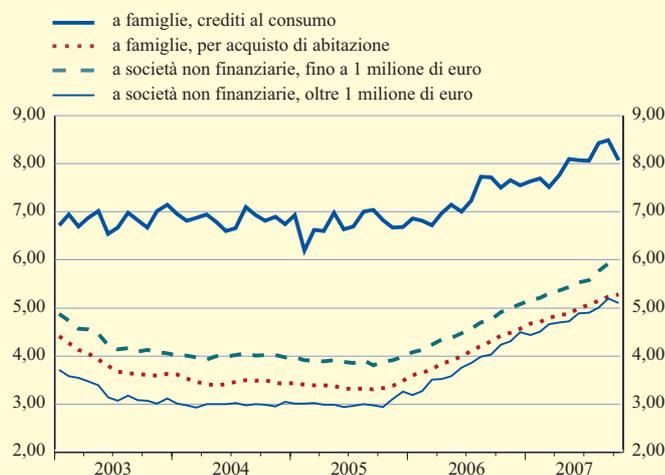
#### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



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

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



Fonte: BCE.

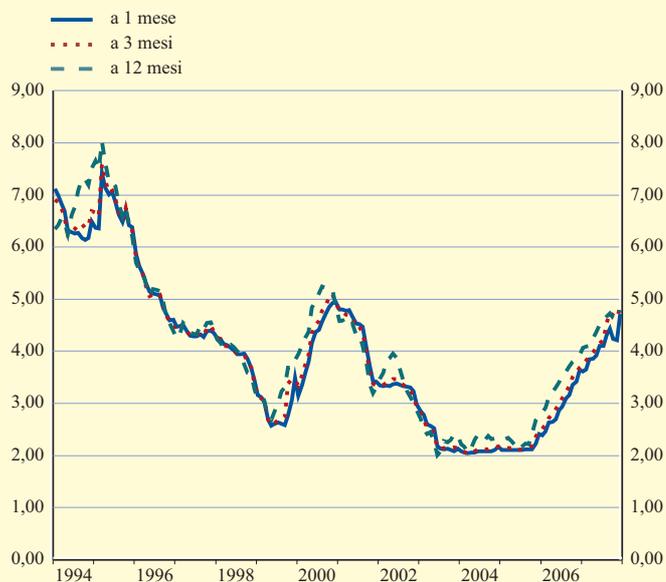
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
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
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2006 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
4° trim.	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,02	0,96
2006 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
nov.	4,02	4,22	4,64	4,63	4,61	4,96	0,91
dic.	3,88	4,71	4,85	4,82	4,79	4,97	0,99

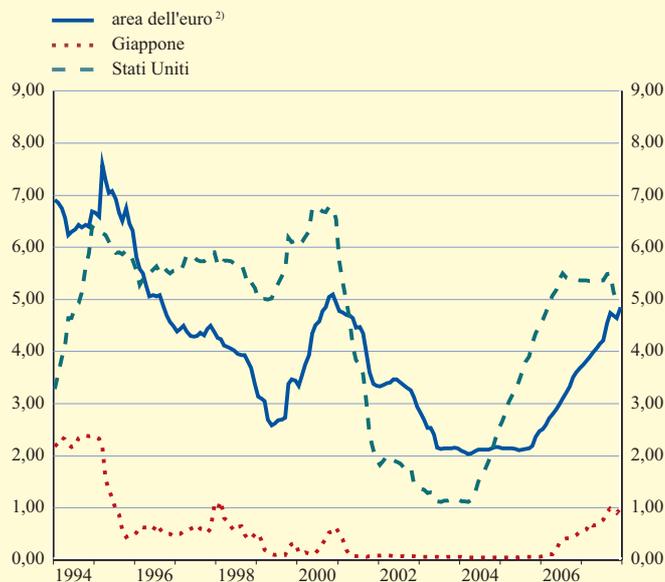
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

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



#### F24 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

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

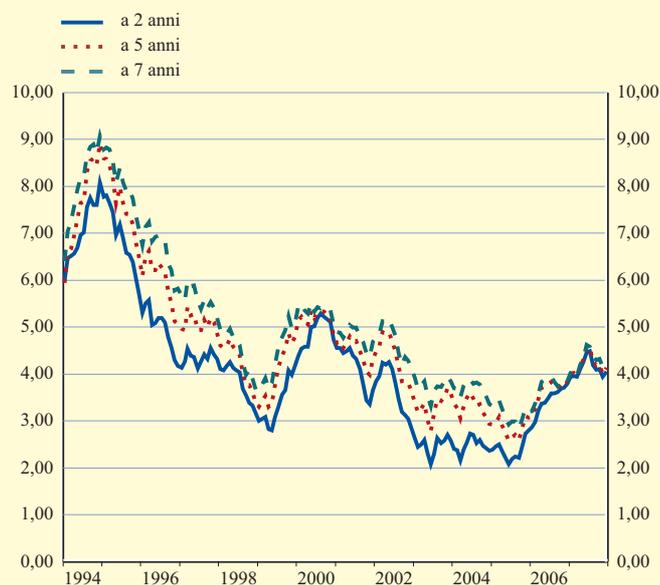
#### 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro <sup>1)2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
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
2007	4,13	4,15	4,20	4,27	4,33	4,63	1,68
2006 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
4° trim.	4,03	4,06	4,12	4,25	4,34	4,27	1,57
2006 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
nov.	3,94	3,96	4,00	4,15	4,25	4,16	1,51
dic.	4,05	4,06	4,14	4,29	4,38	4,10	1,53

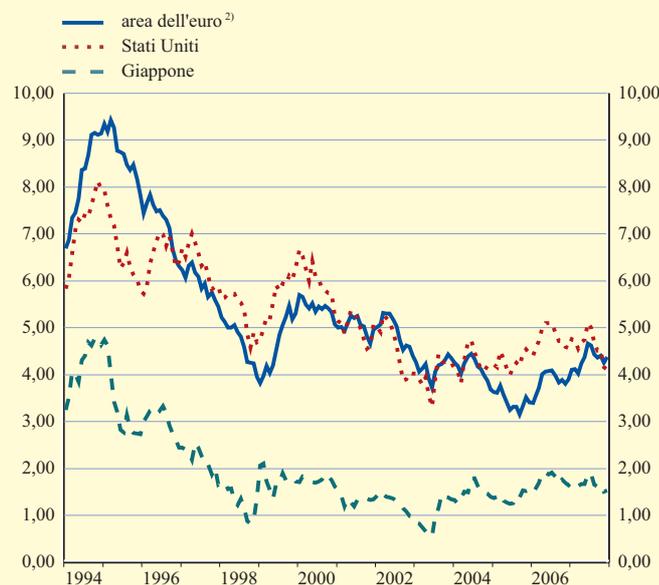
#### F25 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro<sup>2)</sup>

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



#### F26 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



Fonte: BCE.

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

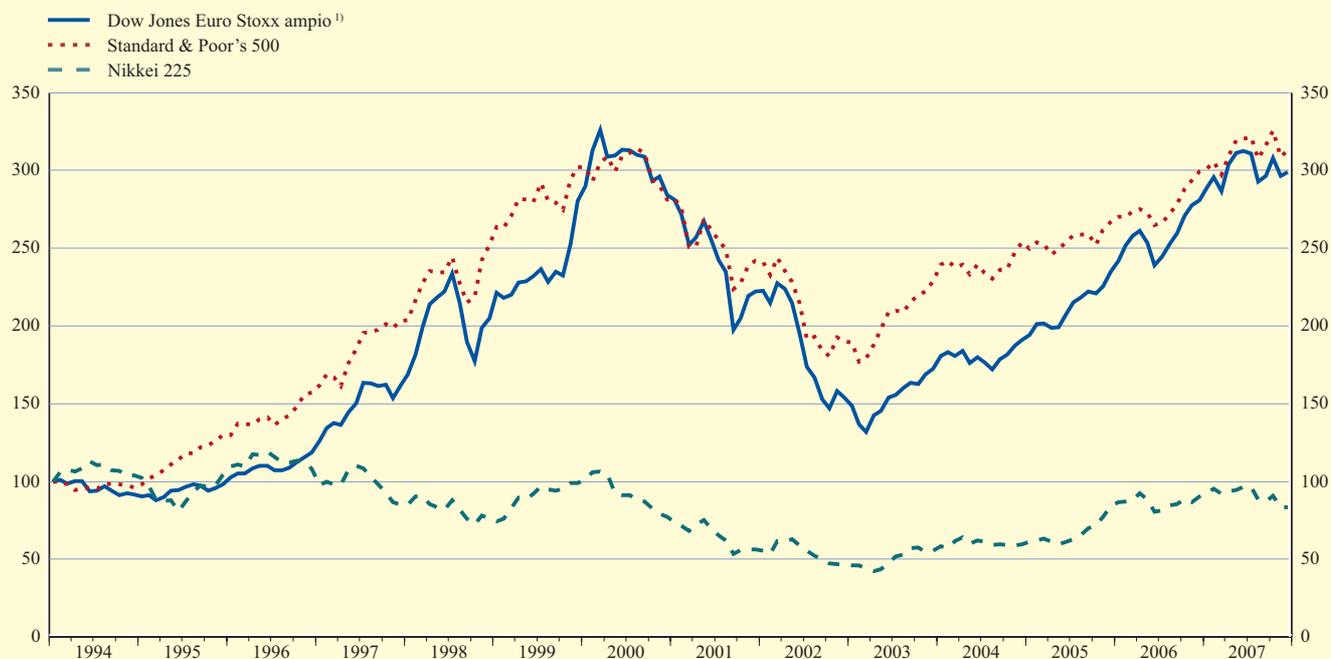
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2006 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
4° trim.	417,8	4.377,9	567,3	228,3	383,8	455,7	381,2	484,1	406,3	620,0	544,8	509,2	1.494,6	16.002,5
2006 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
nov.	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
dic.	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

# PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,2	13,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2	
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,2	
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,8	
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	3,0	
2006 3° trim.	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,6	0,5	1,9	0,2	0,6	0,6	2,0	3,1	
4° trim.	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,7	0,6	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	0,3	0,1	0,3	1,0	0,7	1,7	2,8	
2° trim.	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,5	0,9	0,2	3,3	0,7	1,8	2,4	
3° trim.	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,6	1,1	0,9	0,2	0,7	0,6	1,8	2,1	
2007 lug.	104,3	1,8	1,9	1,2	2,6	0,2	0,2	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	0,3	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	0,3	0,1	0,6	0,1	2,1	2,1	
ott.	105,2	2,6	2,1	2,6	2,5	0,4	1,1	0,6	0,1	0,6	0,2	2,6	2,2	
nov.	105,8	3,1	2,3	3,4	2,5	0,6	0,8	0,3	0,1	3,4	0,2	3,2	2,2	
dic. <sup>4)</sup>		3,1												

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale <sup>3)</sup>	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2006 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 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
ott.	3,5	3,8	3,1	2,1	1,1	5,5	2,7	2,0	2,5	-2,1	2,9	3,2
nov.	4,0	4,6	3,0	3,2	1,1	9,7	2,7	2,0	2,6	-1,9	3,0	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 <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Prezzi internazionali delle materie prime <sup>3)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>4)</sup> (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia							Beni energetici					
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
						Totale	Durevoli	Non durevoli			Totale al netto dell'energia				
in perc. del totale <sup>5)</sup>	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			13	14	
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,4	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	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	13,3	4,1	6,5	19,7	24,8	52,9
2007													3,9	9,2	52,8
2006 4° trim.	116,6	4,1	2,8	3,5	6,2	1,8	1,6	1,7	1,6	6,0	4,6	6,0 <sup>6)</sup>	3,9	23,0	47,3
2007 1° trim.	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,2	4,4	-	-5,5	15,7	44,8
2° trim.	118,5	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,6	-0,4	4,4	-	-3,1	13,8	51,0
3° trim.	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,5	-	2,0	6,7	54,2
4° trim.													23,5	1,6	61,0
2007 lug.	119,1	1,8	2,3	2,9	4,5	1,7	1,9	1,7	1,9	-1,8	-	-	-1,7	7,8	55,2
ago.	119,2	1,8	2,3	3,0	4,2	1,7	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	1,7	-	-	12,1	6,9	55,2
ott.	120,4	3,3	3,9	3,2	3,9	1,5	3,3	1,8	3,6	4,2	-	-	19,5	3,5	57,7
nov.	121,4	4,1	4,8	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	7,8	-	-	26,9	-0,1	62,8
dic.											-	-	24,1	1,4	62,8

### 3. Costo orario del lavoro<sup>7)</sup>

	Totale (indice dest.) 2000 = 100	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>8)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	110,9	3,2	2,9	4,2	3,2	3,8	3,1	2,4
2004	113,7	2,5	2,3	3,0	2,9	2,6	2,2	2,1
2005	116,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,8	2,1
2006	119,7	2,6	2,7	2,3	3,4	2,1	2,2	2,3
2006 3° trim.	120,1	2,6	2,7	2,5	3,7	1,9	2,0	2,1
4° trim.	120,8	2,3	2,4	2,0	2,7	2,2	2,2	2,5
2007 1° trim.	121,5	2,3	2,4	1,9	2,4	2,0	2,3	2,0
2° trim.	122,2	2,4	2,5	1,8	2,6	3,0	2,2	2,3
3° trim.	123,0	2,5	2,5	2,2	2,5	3,0	2,4	2,2

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		
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>									
2003	106,7	1,9	6,5	0,4	3,3	2,0	1,8	3,2	
2004	107,9	1,2	-9,5	-0,2	3,6	0,4	2,6	2,2	
2005	109,1	1,0	7,0	-0,7	3,5	0,6	1,7	1,8	
2006	110,0	0,9	1,3	-1,0	1,5	0,2	2,1	2,5	
2006 3° trim.	110,0	1,1	3,2	-0,7	1,6	-0,2	2,6	2,7	
4° trim.	110,0	0,2	-0,4	-1,4	2,2	-0,4	2,0	0,9	
2007 1° trim.	110,8	0,9	0,2	-1,2	1,6	-0,4	3,5	2,0	
2° trim.	111,5	1,2	1,3	0,1	5,6	0,2	3,3	0,7	
3° trim.	111,4	1,2	1,2	-1,0	5,6	0,6	2,6	1,7	
<b>Redditi per occupato</b>									
2003	107,7	2,3	2,5	2,3	3,1	1,9	2,5	2,5	
2004	110,0	2,1	1,3	2,8	2,9	1,4	1,9	2,3	
2005	112,0	1,8	1,5	1,5	2,5	1,7	2,0	1,9	
2006	114,5	2,2	1,2	3,3	3,4	1,7	1,6	2,0	
2006 3° trim.	114,7	2,4	2,4	3,6	3,4	1,3	1,8	2,6	
4° trim.	115,1	1,8	2,8	3,1	3,4	1,8	1,6	0,5	
2007 1° trim.	116,2	2,2	3,3	2,6	3,4	1,3	2,5	2,2	
2° trim.	116,6	1,9	4,8	3,4	3,0	1,3	1,7	0,9	
3° trim.	116,9	2,0	4,5	2,9	3,1	1,2	1,7	1,7	
<b>Produttività del lavoro<sup>2)</sup></b>									
2003	101,0	0,4	-3,8	1,8	-0,2	-0,2	0,7	-0,7	
2004	101,9	1,0	12,0	3,1	-0,6	0,9	-0,7	0,1	
2005	102,7	0,7	-5,2	2,3	-1,1	1,0	0,3	0,0	
2006	104,1	1,3	-0,1	4,3	1,8	1,5	-0,5	-0,4	
2006 3° trim.	104,2	1,3	-0,8	4,3	1,7	1,5	-0,8	-0,1	
4° trim.	104,7	1,6	3,2	4,5	1,2	2,2	-0,4	-0,4	
2007 1° trim.	104,9	1,3	3,0	3,8	1,8	1,7	-0,9	0,2	
2° trim.	104,6	0,7	3,4	3,3	-2,4	1,1	-1,5	0,2	
3° trim.	105,0	0,7	3,3	3,9	-2,3	0,5	-0,9	0,0	

**5. Deflatori del PIL**

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	107,4	2,1	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	1,1	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	2,7	2,7	4,0
2006 3° trim.	114,0	2,0	2,3	2,1	2,2	2,8	2,7	3,6
4° trim.	114,5	1,8	1,8	1,8	0,6	2,7	2,0	2,1
2007 1° trim.	115,3	2,2	1,9	1,7	1,5	3,2	1,6	0,8
2° trim.	116,1	2,3	2,0	1,8	0,7	3,2	2,0	1,0
3° trim.	116,5	2,2	2,1	1,7	1,5	2,9	1,6	1,1

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

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

2) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

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

## 5.2 Produzione e domanda

### 1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2003	7.489,3	7.332,9	4.295,6	1.531,4	1.505,3	0,6	156,4	2.639,8	2.483,4
2004	7.773,9	7.613,4	4.449,5	1.587,0	1.572,5	4,4	160,5	2.844,3	2.683,8
2005	8.051,1	7.932,4	4.612,8	1.651,2	1.656,2	12,2	118,7	3.057,6	2.938,9
2006	8.438,4	8.336,7	4.801,0	1.719,2	1.790,2	26,4	101,7	3.390,6	3.288,9
2006 3° trim.	2.121,9	2.101,7	1.206,8	431,1	452,0	11,8	20,2	851,8	831,6
4° trim.	2.148,7	2.110,1	1.215,2	433,0	462,4	-0,5	38,6	879,0	840,5
2007 1° trim.	2.180,8	2.146,4	1.220,7	439,9	475,9	9,9	34,4	889,8	855,4
2° trim.	2.202,1	2.161,6	1.235,6	441,8	479,1	5,1	40,6	904,8	864,2
3° trim.	2.228,1	2.190,7	1.248,0	446,7	486,8	9,3	37,4	927,3	889,9
<i>in percentuale del PIL</i>									
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,3	1,2	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati <sup>3)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2006 3° trim.	0,6	0,8	0,5	0,5	0,8	-	-	1,1	1,7
4° trim.	0,8	0,2	0,5	0,4	1,6	-	-	3,0	1,7
2007 1° trim.	0,8	1,0	0,0	0,9	1,9	-	-	0,8	1,2
2° trim.	0,3	0,1	0,6	0,1	-0,1	-	-	0,9	0,3
3° trim.	0,8	0,9	0,5	0,6	1,2	-	-	2,2	2,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,3	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,8	1,6	1,3	2,2	-	-	7,0	6,7
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,7	-	-	4,5	5,2
2006	2,8	2,6	1,8	1,9	4,9	-	-	7,8	7,6
2006 3° trim.	2,9	3,0	1,7	1,8	5,0	-	-	6,6	7,1
4° trim.	3,2	2,5	2,1	2,2	5,8	-	-	8,8	6,9
2007 1° trim.	3,2	2,9	1,4	2,0	7,1	-	-	6,6	5,9
2° trim.	2,5	2,1	1,6	2,0	4,3	-	-	5,9	4,9
3° trim.	2,7	2,2	1,6	2,1	4,7	-	-	7,1	5,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2006 3° trim.	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	0,3	-0,2	-	-
4° trim.	0,8	0,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,6	-	-
2007 1° trim.	0,8	0,9	0,0	0,2	0,4	0,3	-0,1	-	-
2° trim.	0,3	0,1	0,3	0,0	0,0	-0,3	0,2	-	-
3° trim.	0,8	0,9	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-	-
<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	0,4	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,9	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,0	0,1	0,2	-	-
2006 3° trim.	2,9	3,0	1,0	0,4	1,0	0,6	-0,1	-	-
4° trim.	3,2	2,4	1,2	0,4	1,2	-0,4	0,8	-	-
2007 1° trim.	3,2	2,8	0,8	0,4	1,5	0,1	0,3	-	-
2° trim.	2,5	2,1	0,9	0,4	0,9	-0,1	0,4	-	-
3° trim.	2,7	2,1	0,9	0,4	1,0	-0,2	0,6	-	-

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) Includi 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	6.728,3	150,8	1.394,3	390,8	1.427,4	1.831,6	1.533,4	761,0
2004	6.978,0	153,7	1.430,1	412,5	1.478,8	1.908,8	1.594,1	795,9
2005	7.212,5	142,0	1.457,6	438,6	1.518,2	1.999,5	1.656,6	838,6
2006	7.535,2	138,2	1.520,7	481,1	1.571,4	2.105,2	1.718,4	903,2
2006 3° trim.	1.897,4	34,7	382,7	122,2	396,2	529,9	431,6	224,6
4° trim.	1.916,4	35,3	387,3	124,8	400,1	535,5	433,3	232,3
2007 1° trim.	1.942,6	35,7	394,9	128,7	403,1	541,9	438,3	238,2
2° trim.	1.963,6	36,1	399,6	129,1	407,2	550,0	441,6	238,6
3° trim.	1.991,2	38,0	405,3	131,2	411,6	558,8	446,2	236,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2006	100,0	1,8	20,2	6,4	20,9	27,9	22,8	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati<sup>1)</sup>)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2006 3° trim.	0,6	-0,4	0,8	0,9	0,8	0,5	0,3	0,4
4° trim.	0,7	0,8	0,9	1,3	0,7	0,8	0,2	1,7
2007 1° trim.	0,9	1,6	1,3	2,1	0,6	0,8	0,5	0,0
2° trim.	0,4	-0,9	0,5	-1,3	0,7	0,7	0,3	-0,6
3° trim.	0,8	-0,5	1,4	0,2	0,9	0,8	0,3	0,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2003	0,7	-6,1	0,3	0,1	0,7	1,6	0,9	1,6
2004	2,1	10,5	2,4	0,8	2,5	1,6	1,4	1,6
2005	1,5	-6,2	0,7	1,4	1,6	2,7	1,4	1,6
2006	2,7	-1,6	3,8	4,4	2,8	3,0	1,2	3,4
2006 3° trim.	2,9	-2,5	4,1	4,8	3,1	3,1	1,3	2,5
4° trim.	3,2	0,6	4,4	5,4	3,7	3,4	1,2	3,5
2007 1° trim.	3,2	2,1	4,0	7,5	3,4	3,3	1,3	2,7
2° trim.	2,6	1,0	3,5	3,0	2,9	2,9	1,3	1,5
3° trim.	2,8	1,0	4,1	2,3	3,0	3,2	1,3	1,8
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2006 3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	-
4° trim.	0,7	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2007 1° trim.	0,9	0,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2° trim.	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	-
3° trim.	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,2	0,5	0,0	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,5	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	-
2006	2,7	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
2006 3° trim.	2,9	-0,1	0,8	0,3	0,7	0,8	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	0,9	0,3	-
2° trim.	2,6	0,0	0,7	0,2	0,6	0,8	0,3	-
3° trim.	2,8	0,0	0,8	0,1	0,6	0,9	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 3. Produzione industriale

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

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti					Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	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	105,4	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,8	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	119,2	9,2	118,9	7,3	3,5	109,0	2,1	0,7	2,7	2,9	4,9	972	3,2
2006 4° trim.	122,8	7,3	121,9	7,6	3,4	110,0	2,3	-0,2	3,6	3,1	7,0	993	6,3
2007 1° trim.	124,9	7,9	124,5	7,6	2,7	109,7	1,6	0,3	2,5	4,3	4,2	950	-1,8
2° trim.	128,9	10,4	126,0	6,4	2,1	109,8	0,9	-0,2	1,8	3,0	2,3	952	-1,9
3° trim.	129,0	6,6	127,5	6,3	2,4	110,4	1,2	-0,7	2,4	5,3	2,2	960	0,7
2007 giu.	133,1	13,5	127,8	5,2	2,4	110,0	1,2	-0,6	2,8	4,1	3,5	971	0,7
lug.	128,8	12,0	127,5	10,3	2,5	110,4	1,4	-1,8	3,6	5,6	4,0	950	0,9
ago.	129,9	5,4	128,4	6,4	2,1	110,4	0,8	0,2	1,3	0,9	1,9	959	0,7
set.	128,2	2,6	126,6	2,6	2,7	110,5	1,4	-0,4	2,3	9,3	0,5	971	0,4
ott.	131,7	11,0	127,4	9,3	2,5	109,7	0,4	0,1	0,7	1,7	-0,3	960	-0,3
nov.	.	.	.	.	1,5	109,1	-1,4	-1,1	-1,7	.	.	953	-3,8
variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2007 giu.	-	4,3	-	1,1	0,8	-	0,7	-0,1	1,2	3,0	1,3	-	0,4
lug.	-	-3,2	-	-0,2	0,5	-	0,4	0,1	0,4	1,0	0,4	-	-2,1
ago.	-	0,8	-	0,6	0,1	-	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	0,5	-	1,0
set.	-	-1,3	-	-1,4	0,4	-	0,1	0,2	0,0	2,1	-1,3	-	1,2
ott.	-	2,7	-	0,7	-0,3	-	-0,7	-0,5	-0,8	-2,9	-0,4	-	-1,1
nov.	-	.	-	.	0,0	-	-0,5	-0,4	-0,6	.	.	-	-0,7

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**

 (saldi percentuali <sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese**

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>4)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie <sup>3)</sup>				
		Clima di fiducia					Totale <sup>5)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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
2007	109,0	4	5	5	13	.	-5	-2	-4	4	-8
2006 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
4° trim.	105,2	2	1	7	11	.	-8	-4	-10	6	-10
2007 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.	106,0	2	1	7	11	84,2	-6	-3	-6	5	-10
nov.	104,8	3	2	7	12	.	-8	-4	-11	7	-11
dic.	104,7	2	1	6	11	.	-9	-5	-12	7	-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 <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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
2007	-1	-8	7	0	4	15	12	19	16	19	23
2006 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
4° trim.	-3	-11	4	0	4	16	13	15	11	14	20
2007 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	17	8	18	15	17	22
nov.	-4	-11	5	2	6	16	15	13	10	12	18
dic.	-5	-12	1	1	4	16	15	14	9	13	19

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

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

## 5.3 Mercato del lavoro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,8	15,2	4,2	17,5	7,6	25,2	15,5	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,298	0,4	0,4	0,8	-2,3	-1,5	0,3	0,8	0,9	1,6
2004	137,398	0,8	0,7	1,2	-1,4	-1,3	1,3	1,3	2,2	1,3
2005	138,596	0,9	1,0	0,1	-1,0	-1,3	2,5	0,7	2,4	1,4
2006	140,681	1,5	1,6	0,8	-1,2	-0,3	2,7	1,5	3,6	1,7
2006 3° trim.	140,890	1,5	1,7	0,6	-1,7	-0,1	3,0	1,6	3,9	1,4
4° trim.	141,440	1,5	1,7	0,8	-2,6	-0,4	4,2	1,3	3,8	1,6
2007 1° trim.	142,334	1,8	2,1	0,1	-0,9	0,3	5,9	1,4	4,2	1,1
2° trim.	143,161	1,8	2,1	0,0	-2,1	0,4	5,6	1,5	4,4	1,1
3° trim.	143,630	1,9	2,0	1,3	-2,3	0,2	4,7	2,4	4,0	1,3
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2006 3° trim.	0,288	0,2	0,3	-0,5	-1,3	0,0	0,9	0,0	1,0	0,1
4° trim.	0,550	0,4	0,4	0,1	-0,8	0,0	1,5	0,2	1,0	0,4
2007 1° trim.	0,894	0,6	0,7	0,4	0,8	0,1	1,8	0,7	1,4	0,2
2° trim.	0,827	0,6	0,6	0,5	-1,0	0,1	1,2	0,9	1,0	0,5
3° trim.	0,469	0,3	0,3	0,3	-1,3	0,1	0,1	0,7	0,7	0,3

### 2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		78,2		21,8		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,655	8,6	9,861	7,6	2,794	16,3	6,316	7,7	6,339	9,8
2004	13,063	8,8	10,132	7,7	2,931	17,0	6,534	7,9	6,529	10,0
2005	13,285	8,9	10,342	7,8	2,943	17,2	6,696	8,0	6,590	9,9
2006	12,487	8,2	9,761	7,3	2,726	16,1	6,199	7,4	6,288	9,3
2006 3° trim.	12,266	8,1	9,620	7,1	2,645	15,8	6,057	7,2	6,208	9,2
4° trim.	11,969	7,9	9,313	6,9	2,656	15,8	5,911	7,0	6,058	8,9
2007 1° trim.	11,590	7,6	9,082	6,7	2,508	15,0	5,660	6,7	5,930	8,7
2° trim.	11,390	7,5	8,943	6,6	2,447	14,7	5,584	6,6	5,806	8,5
3° trim.	11,223	7,3	8,794	6,4	2,429	14,6	5,567	6,6	5,655	8,3
2007 giu.	11,345	7,4	8,901	6,5	2,444	14,7	5,575	6,6	5,770	8,4
lug.	11,277	7,4	8,835	6,5	2,442	14,6	5,582	6,6	5,695	8,3
ago.	11,239	7,3	8,805	6,5	2,434	14,6	5,575	6,6	5,664	8,3
set.	11,152	7,3	8,741	6,4	2,411	14,5	5,546	6,5	5,607	8,2
ott.	11,071	7,2	8,686	6,4	2,386	14,3	5,527	6,5	5,544	8,1
nov.	10,993	7,2	8,627	6,3	2,366	14,2	5,499	6,5	5,494	8,0

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 <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

#### 1. Area dell'euro: entrate

	Entrate correnti														Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
	Totale	Imposte dirette					Imposte indirette		Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali			Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
		Famiglie	Imprese				Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
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

	Spese correnti														Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>
	Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE							
												10	11	12	13			
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 <sup>4)</sup>						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	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)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 (+)<sup>5)</sup>

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	0,0	-4,0	0,4	-5,6	-0,2	-4,1	-3,5	-6,5	0,5	-9,8	-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	-4,1	-1,2	-4,9	-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	-2,4	-0,1	-3,1	-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	-1,2	0,7	-2,5	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 (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

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

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

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori <sup>3)</sup>
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>				
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	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 <sup>4)</sup>				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 <sup>3)</sup>	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	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	98,6	63,8	31,1	97,9	48,7	62,9	104,3	68,9	6,3	69,3	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	70,2	6,4	72,7	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	69,1	6,2	70,8	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	65,2	6,6	64,7	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 <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-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 (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>9)</sup>											Altro <sup>10)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>11)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	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 [ $\text{debito}(t) - \text{debito}(t-1) \div \text{PIL}(t)$ ].
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 2001.
- 6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 10) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

## 6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 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 finanziario<sup>1)</sup>

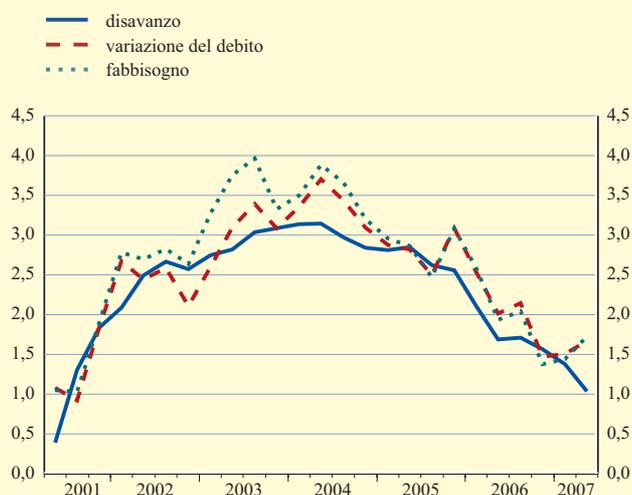
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2004 3° trim.	71,0	2,3	12,1	5,5	51,2
4° trim.	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5
2005 1° trim.	70,9	2,2	11,9	5,2	51,5
2° trim.	71,6	2,3	11,7	5,2	52,4
3° trim.	71,1	2,4	11,8	5,2	51,8
4°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

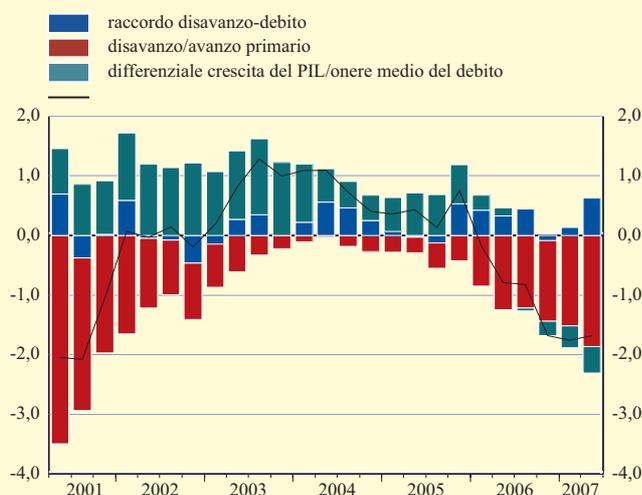
### F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



### F29 Debito (definizione di Maastricht)

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



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.



## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

### 7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni nette)

#### 1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	62,0	102,9	28,7	-9,7	-59,9	16,4	78,4	-16,8	-66,8	72,1	-8,3	-26,2	12,5	-61,7
2005	8,5	47,9	31,6	1,9	-72,9	11,3	19,9	24,2	-208,8	141,3	-16,4	90,1	18,0	-44,1
2006	-12,9	23,0	35,1	6,1	-77,1	9,1	-3,7	118,0	-136,4	276,4	2,5	-23,2	-1,3	-114,3
2006 3° trim.	-6,1	6,7	10,2	1,3	-24,3	2,2	-3,9	41,3	-41,5	21,1	12,6	52,2	-3,2	-37,5
4° trim.	16,4	16,9	7,6	7,3	-15,4	4,6	21,0	-42,2	-52,5	116,9	-2,7	-101,4	-2,4	21,2
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
3° trim.	12,0	20,2	13,5	1,7	-23,4	1,1	13,1	105,2	-29,9	97,3	-33,0	75,0	-4,2	-118,3
2006 ott.	0,5	5,2	2,4	1,1	-8,2	0,5	1,0	1,3	-14,2	34,9	5,7	-25,2	0,1	-2,3
nov.	1,4	6,9	1,6	0,3	-7,4	0,7	2,2	-10,6	-13,7	57,6	-2,9	-51,0	-0,6	8,4
dic.	14,5	4,8	3,5	5,9	0,2	3,3	17,8	-32,9	-24,6	24,3	-5,5	-25,3	-1,9	15,1
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.	1,5	4,5	3,5	1,3	-7,8	0,2	1,7	63,8	-7,2	21,9	-11,9	59,6	1,3	-65,5
set.	5,7	6,3	5,4	2,1	-8,2	0,1	5,7	-5,8	-22,8	45,2	-10,3	-15,4	-2,3	0,0
ott.	2,0	7,7	2,5	1,7	-10,0	1,1	3,1	-81,9	21,3	-53,8	-10,9	-38,0	-0,5	78,8
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2007 ott.	28,3	68,5	43,4	-5,2	-78,4	13,9	42,2	7,7	-130,6	324,7	-82,8	-90,7	-12,9	-49,9

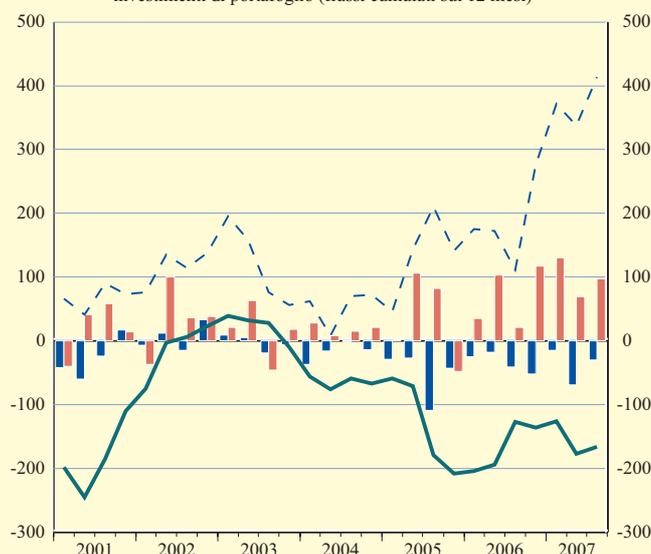
#### F30 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)

■ 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

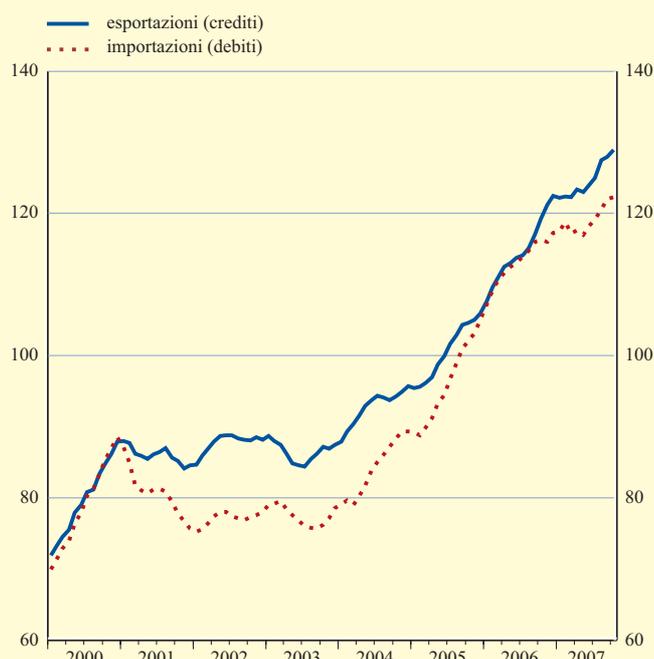
(miliardi di euro; transazioni)

### 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	1.864,7	1.802,7	62,0	1.127,6	1.024,7	363,9	335,2	291,3	301,0	81,9	141,7	24,4	8,0
2005	2.071,2	2.062,6	8,5	1.222,2	1.174,2	399,7	368,2	364,2	362,3	85,1	158,0	24,1	12,8
2006	2.368,9	2.381,7	-12,9	1.392,0	1.369,0	426,1	391,0	463,9	457,8	86,9	164,0	23,7	14,5
2006 3° trim.	586,2	592,3	-6,1	343,3	336,6	114,0	103,8	113,1	111,8	15,8	40,1	4,5	2,3
4° trim.	639,7	623,3	16,4	374,8	357,9	109,3	101,6	127,6	120,3	28,1	43,5	8,8	4,2
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
3° trim.	646,5	634,5	12,0	375,5	355,3	125,2	111,7	129,3	127,6	16,5	39,9	3,7	2,6
2007 ago.	210,5	209,0	1,5	120,0	115,5	42,2	38,7	42,2	40,9	6,2	14,0	1,1	0,9
set.	215,7	210,0	5,7	125,9	119,6	40,3	34,8	44,7	42,6	4,9	13,0	0,9	0,8
ott.	229,7	227,7	2,0	140,6	132,8	41,2	38,7	43,7	42,0	4,2	14,2	1,9	0,8
	Dati destagionalizzati												
2006 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	.	.
3° trim.	659,2	649,0	10,2	383,8	366,0	116,7	105,2	136,6	136,5	22,1	41,3	.	.
2007 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.	221,3	216,7	4,5	129,4	121,6	39,4	35,3	45,0	45,4	7,5	14,4	.	.
set.	220,4	218,5	1,9	128,0	123,6	39,3	35,3	46,2	46,4	6,8	13,2	.	.
ott.	220,5	219,2	1,3	129,3	121,6	39,0	36,8	46,5	44,9	5,7	15,8	.	.

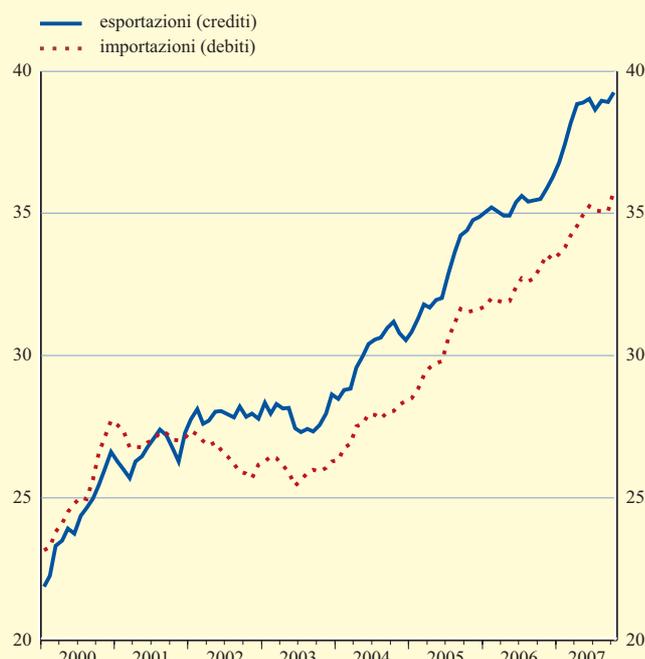
### F32 Conto dei beni

(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	15,3	7,6	275,9	293,4	99,6	78,4	12,8	12,6	23,8	54,2	72,6	75,6	67,2	72,6
2005	15,4	9,2	348,8	353,1	127,0	89,1	14,2	13,6	31,7	69,6	82,1	80,4	93,9	100,4
2006	16,0	9,9	447,8	447,9	151,4	94,2	18,5	16,7	39,0	99,0	101,5	87,2	137,4	150,9
2006 2° trim.	4,0	2,5	114,1	128,1	38,5	21,6	4,5	4,0	13,7	42,6	24,4	23,1	33,0	36,7
3° trim.	4,0	3,0	109,2	108,8	34,9	23,4	4,6	4,2	8,7	21,5	26,3	21,2	34,8	38,6
4° trim.	4,2	2,6	123,4	117,8	42,5	26,2	5,2	5,0	8,2	19,1	27,9	23,4	39,6	44,1
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	-163,1	-171,1	-21,4	-149,7	8,0	0,1	7,9	96,3	97,1	0,7	96,5	-0,9	0,6	-1,5
2005	-355,4	-296,6	-12,1	-284,5	-58,8	-0,2	-58,6	146,7	116,8	1,0	115,9	29,9	-0,3	30,2
2006	-334,3	-265,2	-35,4	-229,8	-69,1	0,0	-69,0	197,9	172,3	4,9	167,5	25,6	0,1	25,5
2006 3° trim.	-77,2	-67,9	-10,7	-57,2	-9,3	0,9	-10,2	35,8	31,0	1,7	29,2	4,8	-0,7	5,5
4° trim.	-74,0	-50,9	-15,9	-35,1	-23,1	-0,6	-22,5	21,5	16,6	0,9	15,8	4,9	-0,1	4,9
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
3° trim.	-79,1	-49,5	-14,7	-34,8	-29,6	0,0	-29,6	49,2	26,3	0,2	26,1	22,9	0,7	22,3
2006 ott.	-23,3	-14,5	-5,9	-8,6	-8,8	0,2	-9,0	9,1	3,7	1,1	2,6	5,4	1,5	3,8
nov.	-13,3	-16,4	-2,0	-14,4	3,1	-0,2	3,3	-0,4	0,0	-0,2	0,2	-0,4	-1,7	1,3
dic.	-37,4	-20,0	-8,0	-12,0	-17,4	-0,6	-16,8	12,8	12,9	-0,1	13,0	-0,1	0,0	-0,1
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.	-26,1	-19,3	-3,2	-16,1	-6,8	0,7	-7,6	18,9	6,6	-0,1	6,7	12,4	-0,2	12,6
set.	-40,2	-21,7	-10,8	-10,8	-18,5	-0,8	-17,7	17,4	15,4	0,3	15,1	1,9	1,1	0,8
ott.	-24,6	-24,1	12,1	-36,2	-0,6	0,6	-1,1	45,9	30,3	0,2	30,1	15,6	-0,2	15,8

Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

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

	Azioni e altre partecipazioni				Passività	Titoli di debito									
	Attività			Passività		Obbligazioni e notes				Passività	Strumenti di mercato monetario				
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema		IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2004	0,0	-22,4	-84,1	-3,7	129,7	0,4	-81,9	-98,8	-2,1	270,8	0,0	-43,1	-14,8	0,1	16,2
2005	-0,1	-14,2	-119,9	-3,5	263,0	-0,7	-116,5	-143,2	-0,8	237,1	0,1	-14,5	-2,9	0,1	53,3
2006	0,0	-18,1	-138,2	-6,2	309,2	-2,6	-169,1	-137,8	-1,1	500,1	-8,0	-48,6	-12,6	0,1	2,1
2006 3° trim.	0,0	0,8	-32,6	-0,9	60,1	-0,4	-52,3	-19,5	-0,2	87,1	-0,1	-24,9	-0,8	3,1	3,9
4° trim.	0,0	-14,6	-17,8	-1,8	83,9	-2,9	-39,6	-46,7	-0,8	186,1	-1,4	-18,5	-4,1	4,0	-7,5
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
3° trim.	0,0	4,0	5,6	-	45,7	-0,5	-24,5	-26,3	-	43,0	0,0	22,6	14,7	-	13,0
2006 ott.	0,0	-5,7	-5,3	-	24,3	-1,8	-15,2	-21,1	-	58,0	-0,3	-5,8	-6,2	-	14,2
nov.	0,0	-0,7	-10,2	-	27,9	-0,5	-25,6	-11,4	-	69,6	-0,4	-9,6	4,3	-	14,0
dic.	0,0	-8,2	-2,2	-	31,7	-0,6	1,1	-14,2	-	58,4	-0,8	-3,1	-2,2	-	-35,7
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	-	-21,0	0,0	-0,6	-10,3	-	21,5	0,1	10,2	13,0	-	2,0
set.	0,0	-3,8	8,4	-	16,9	0,1	-0,6	-4,5	-	6,9	-0,1	14,3	-2,4	-	10,1
ott.	0,0	-9,3	-0,1	-	3,5	-0,3	-12,4	-19,4	-	20,7	0,0	-27,5	1,3	-	-10,3

### 6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
															Banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2004	-310,7	284,5	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	34,8
2005	-566,8	656,9	-0,9	6,7	4,6	-2,4	-2,2	-395,2	483,3	-97,0	55,1	-298,2	428,1	-175,3	-3,9	169,2
2006	-721,5	698,3	-2,9	18,5	1,8	-3,1	1,4	-524,1	495,7	-134,2	82,6	-389,9	413,1	-196,2	-26,4	182,6
2006 3° trim.	-139,9	192,1	0,5	4,9	12,0	8,5	6,3	-119,8	160,7	-32,8	21,3	-87,0	139,4	-32,6	6,8	20,2
4° trim.	-268,6	167,2	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-210,8	98,9	-73,0	26,6	-137,7	72,2	-51,3	5,9	66,8
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
3° trim.	-228,9	303,9	-1,6	-1,3	18,2	14,1	3,2	-81,7	134,1	-61,7	10,5	-20,0	123,6	-163,8	-21,7	167,9
2006 ott.	-105,3	80,1	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,4	63,8	-41,9	5,0	-36,5	58,8	-24,0	-3,0	19,5
nov.	-142,8	91,8	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-106,5	71,6	-10,6	27,3	-95,9	44,2	-33,0	-8,3	15,5
dic.	-20,5	-4,7	-1,1	2,6	0,7	5,2	-2,6	-25,9	-36,5	-20,6	-5,7	-5,3	-30,8	5,7	17,2	31,8
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.	-26,1	85,7	-2,6	4,3	0,6	0,9	4,0	-10,9	56,9	-23,3	0,5	12,3	56,3	-13,2	-5,0	20,6
set.	-196,6	181,2	0,5	1,2	-0,4	-0,8	1,1	-32,8	28,8	-24,7	-2,2	-8,1	31,0	-163,9	-22,2	150,0
ott.	-136,8	98,8	-1,3	3,8	4,4	4,3	1,7	-101,5	89,9	-24,7	3,8	-76,8	86,2	-38,4	-10,2	3,3

Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

### 7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	0,6	-0,3	7,8	0,0	0,0	-0,4	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,7	-0,2
2005	-0,9	0,0	6,7	0,0	0,0	5,8	8,2	-2,4	-1,2	0,0	-1,9	-0,3
2006	-2,9	0,0	18,5	0,0	0,0	2,6	5,7	-3,1	-0,8	0,0	1,5	-0,1
2006 2° trim.	0,9	0,0	2,1	0,0	0,0	-11,4	0,8	-12,2	-0,3	0,0	0,3	0,1
3° trim.	0,5	0,0	4,9	0,0	0,0	11,9	3,5	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	-3,2	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			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2004	-256,2	-4,0	242,8	2,9	-6,2	-39,0	-30,0	-9,1	-4,1	9,5	23,8	1,6
2005	-392,1	-3,1	481,7	1,6	-9,0	-149,4	-145,4	-3,9	-17,0	13,5	149,2	6,5
2006	-520,0	-4,1	492,5	3,2	-5,4	-178,6	-152,1	-26,4	-12,3	11,9	159,7	11,0
2006 2° trim.	-58,0	0,5	14,1	-5,6	-3,3	-32,6	-25,6	-7,0	2,6	2,9	54,2	-4,3
3° trim.	-118,8	-1,0	158,5	2,3	2,9	-30,9	-37,6	6,8	-4,7	2,9	12,7	4,6
4° trim.	-211,1	0,4	98,2	0,6	-2,0	-48,9	-54,8	5,9	-0,4	3,2	60,9	2,8
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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,8	-2,9	3,3	0,5	18,3	-12,2	-0,1	0,0
2005	18,0	3,9	-0,2	8,6	5,7	0,2	7,2	0,0	-4,8	3,2	0,0	0,0
2006	-1,3	4,2	-0,5	5,2	-10,2	6,1	-2,7	0,0	-19,4	5,7	0,0	0,0
2006 2° trim.	-1,6	1,4	0,0	-0,5	-2,5	0,9	3,0	0,0	-7,2	0,7	0,0	0,0
3° trim.	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,5	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.

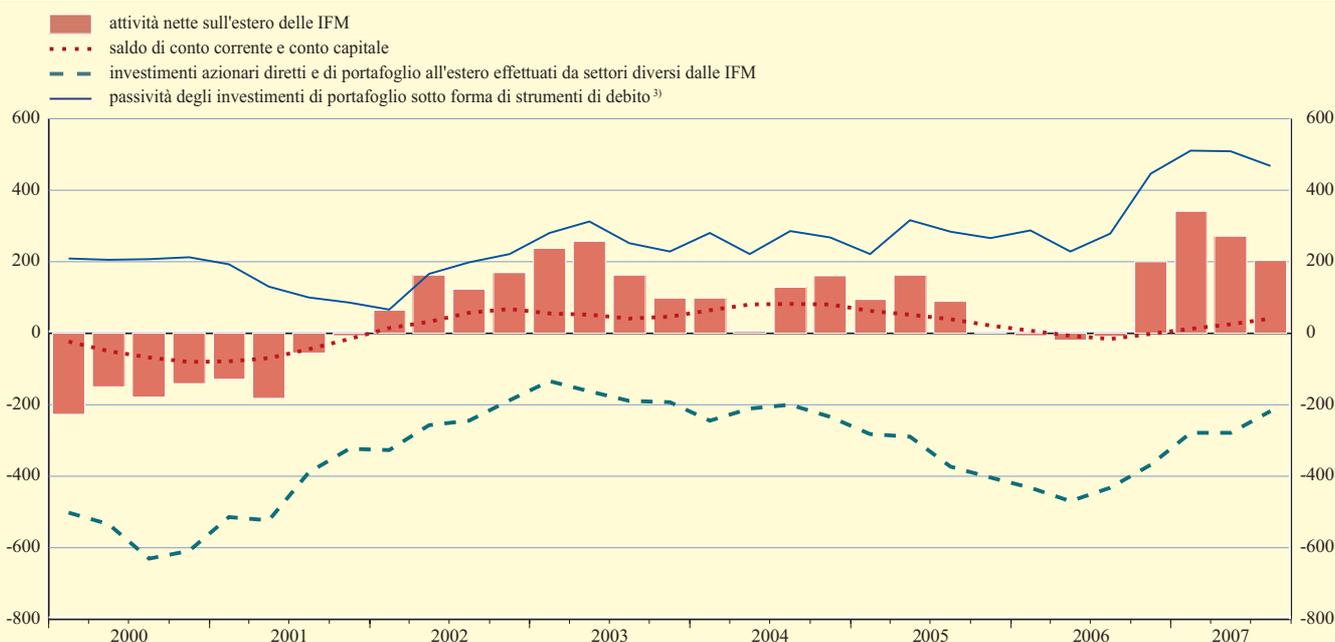
## 7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>2)</sup>	Strumenti di debito <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	80,3	-141,8	95,5	-197,3	119,9	267,5	-51,0	30,6	-8,3	-61,2	134,1	161,2
2005	21,5	-343,2	147,1	-265,6	220,0	266,7	-170,7	167,0	-16,4	-43,9	-17,7	0,0
2006	-1,6	-298,8	197,8	-288,1	248,3	446,4	-194,2	183,7	2,5	-115,0	181,1	200,1
2006 3° trim.	-3,2	-67,4	36,3	-52,9	26,8	81,4	-20,5	26,4	12,6	-37,4	2,1	2,1
4° trim.	21,6	-57,4	21,6	-68,4	67,8	159,2	-56,8	63,5	-2,7	21,2	169,6	176,0
2007 1° trim.	4,8	-89,5	78,3	-54,6	94,8	150,8	-77,4	8,4	-16,4	-9,5	89,7	101,9
2° trim.	1,2	-101,8	39,6	-65,4	60,7	117,5	-55,8	42,5	-14,1	-24,4	-0,1	-8,2
3° trim.	13,1	-63,2	47,5	-5,8	35,4	39,3	-145,6	171,1	-33,0	-118,3	-60,7	-67,0
2006 ott.	1,1	-17,5	7,5	-32,7	13,8	55,8	-26,4	17,3	5,7	-2,8	21,9	25,8
nov.	2,3	-11,0	1,3	-17,2	32,5	78,6	-36,8	17,0	-2,9	8,3	72,0	69,2
dic.	18,1	-28,9	12,8	-18,5	21,6	24,9	6,4	29,2	-5,5	15,7	75,7	81,0
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	40,5
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	-40,1
mag.	-9,7	-38,0	16,7	-20,2	10,9	40,3	-22,4	1,8	-0,8	7,8	-13,5	-15,1
giu.	13,9	-40,5	5,4	-24,1	64,1	43,6	-23,4	16,1	-9,7	5,6	51,1	47,0
lug.	5,7	-12,2	13,2	-7,7	35,2	11,4	31,3	-4,6	-10,8	-52,8	8,6	5,8
ago.	1,7	-23,7	19,1	0,3	-11,1	26,5	-12,6	24,6	-11,9	-65,5	-52,6	-51,3
set.	5,7	-28,6	16,2	1,4	11,7	0,2	-164,3	151,1	-10,3	0,0	-16,8	-21,5
ott.	3,1	-37,3	46,1	-18,3	-18,7	-8,8	-34,0	5,0	-10,9	78,8	5,0	11,3
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2007 ott.	42,6	-332,9	226,6	-180,0	226,5	400,9	-343,3	273,2	-82,8	-49,4	181,5	188,1

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

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

#### 1. Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
dal 3° trim. 2006 al 2° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Crediti</b>												
<b>Conto corrente</b>	2.488,7	947,2	52,1	80,2	486,9	267,2	60,7	33,1	56,0	159,2	398,3	894,9
Beni	1.452,6	528,3	33,0	53,2	229,7	212,2	0,1	17,9	34,8	82,8	197,9	591,0
Servizi	445,2	160,3	9,1	12,0	106,3	27,1	5,8	6,6	10,5	43,0	79,6	145,2
Redditi	501,7	193,7	9,5	14,4	138,2	25,3	6,4	8,0	10,5	27,6	112,9	149,1
di cui: redditi da capitale	485,6	188,3	9,4	14,3	136,5	25,1	3,1	7,9	10,4	21,1	111,4	146,4
Trasferimenti correnti	89,1	64,9	0,5	0,6	12,7	2,6	48,5	0,6	0,3	5,8	7,9	9,5
<b>Conto capitale</b>	26,1	20,6	0,0	0,0	0,9	0,1	19,5	0,0	0,4	0,4	0,9	3,7
<b>Debiti</b>												
<b>Conto corrente</b>	2.480,0	818,6	41,3	75,9	395,1	209,0	97,3	26,1	91,1	154,9	360,2	1.029,1
Beni	1.400,2	413,5	28,0	49,0	170,7	165,8	0,0	12,0	54,7	71,9	134,2	713,8
Servizi	405,2	131,2	7,5	9,8	84,6	29,1	0,1	5,9	7,6	31,8	86,2	142,5
Redditi	508,0	169,9	5,4	16,1	130,1	10,3	8,0	6,3	28,4	45,7	132,8	124,8
di cui: redditi da capitale	498,0	164,1	5,3	16,1	128,8	6,0	8,0	6,2	28,3	45,2	131,9	122,3
Trasferimenti correnti	166,6	104,0	0,4	0,8	9,7	3,8	89,2	1,8	0,4	5,4	7,0	47,9
<b>Conto capitale</b>	11,7	1,5	0,0	0,1	0,8	0,3	0,2	0,1	0,1	0,5	1,6	7,9
<b>Saldo</b>												
<b>Conto corrente</b>	8,7	128,5	10,8	4,4	91,8	58,2	-36,6	7,0	-35,1	4,3	38,1	-134,2
Beni	52,4	114,7	5,0	4,2	59,0	46,5	0,1	5,9	-19,9	10,9	63,7	-122,8
Servizi	40,0	29,1	1,6	2,2	21,7	-2,0	5,7	0,7	2,9	11,2	-6,6	2,7
Redditi	-6,2	23,8	4,1	-1,8	8,1	15,0	-1,6	1,7	-17,9	-18,1	-20,0	24,3
di cui: redditi da capitale	-12,4	24,2	4,1	-1,8	7,7	19,1	-4,9	1,7	-17,8	-24,1	-20,5	24,2
Trasferimenti correnti	-77,5	-39,1	0,1	-0,2	3,0	-1,2	-40,8	-1,2	-0,2	0,4	0,9	-38,4
<b>Conto capitale</b>	14,3	19,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	19,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,7	-4,2

#### 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
<b>Investimenti diretti</b>	-177,6	-34,8	4,4	0,0	-11,2	-28,1	0,1	-18,3	1,5	-25,5	7,4	-23,9	-84,1
All'estero	-352,6	-108,5	-1,1	-6,8	-68,1	-32,6	0,0	-25,3	-5,7	-31,5	-66,7	-34,4	-80,5
Azioni e altre partecipazioni/utili reinvestiti	-261,9	-82,9	-1,6	-3,6	-44,8	-32,8	0,0	-17,8	-4,5	-19,2	-54,3	-21,3	-61,9
Debito	-90,7	-25,7	0,5	-3,1	-23,2	0,2	0,0	-7,5	-1,2	-12,3	-12,3	-13,2	-18,6
Nell'area dell'euro	175,0	73,7	5,5	6,8	56,8	4,5	0,1	7,0	7,2	6,0	74,1	10,5	-3,6
Azioni e altre partecipazioni/utili reinvestiti	138,4	58,4	7,0	4,5	44,9	1,9	0,1	-0,1	2,9	4,6	64,1	2,9	5,4
Debito	36,6	15,3	-1,5	2,3	11,9	2,6	0,0	7,0	4,3	1,4	10,0	7,6	-9,0

Fonte: BCE.

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

**3. Bilancia dei pagamenti: investimenti di portafoglio, attività distinte per strumento**

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 3° trim. 2006 al 2° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-572,7	-168,9	-15,1	-17,3	-122,7	-8,8	-5,0	-5,3	7,1	-11,0	-229,9	-98,1	-66,5
Azioni e altre partecipazioni	-92,1	-10,2	-3,2	-2,4	-3,2	-1,1	-0,1	2,7	-2,4	-8,2	-38,6	-38,0	2,6
Strumenti di debito	-480,6	-158,7	-11,9	-14,9	-119,5	-7,6	-4,8	-8,0	9,5	-2,8	-191,4	-60,1	-69,1
Obbligazioni e notes	-372,1	-122,7	-11,8	-15,4	-86,8	-4,5	-4,2	-6,9	-4,5	-1,6	-146,0	-33,8	-56,6
Strumenti di mercato monetario	-108,5	-36,0	-0,1	0,5	-32,7	-3,1	-0,6	-1,1	14,0	-1,2	-45,4	-26,3	-12,6

**4. Bilancia dei pagamenti: altri investimenti distinti per settore**

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
dal 3° trim. 2006 al 2° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Altri investimenti</b>	-100,7	-194,8	-16,0	5,4	-183,1	-15,4	14,3	-0,4	45,0	16,8	50,3	-0,2	8,2	-25,5
Attività	-972,6	-653,2	-17,5	-3,0	-589,0	-40,8	-2,8	-1,0	16,6	-52,9	-141,4	-50,0	-8,0	-82,9
Amministrazioni pubbliche	-3,7	-9,9	-1,5	0,8	-9,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,1	0,1	-1,0	7,5
IFM	-762,1	-500,5	-13,7	-5,4	-442,2	-39,0	-0,2	2,6	9,1	-50,9	-109,5	-37,8	-7,1	-68,0
Altri settori	-206,9	-142,7	-2,3	1,6	-137,6	-2,0	-2,4	-3,6	7,9	-2,0	-32,0	-12,2	0,1	-22,4
Passività	872,0	458,4	1,5	8,4	405,8	25,5	17,1	0,6	28,4	69,6	191,7	49,7	16,2	57,4
Amministrazioni pubbliche	4,5	4,5	-0,1	0,0	-1,1	0,0	5,7	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,1	2,7	-2,2
IFM	730,9	376,4	1,4	5,7	341,9	22,4	5,1	-1,6	26,9	53,8	138,8	45,6	13,4	77,5
Altri settori	136,6	77,4	0,3	2,7	65,1	3,1	6,2	2,2	1,8	16,2	52,8	4,0	0,0	-17,9

**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							
2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Investimenti diretti</b>	417,1	-47,3	-7,2	-21,0	-218,6	199,8	-0,3	37,3	-6,2	78,1	-24,5	-5,6	-0,2	385,4
All'estero	3.075,9	1.147,6	35,1	83,4	803,8	225,2	0,0	90,2	68,2	300,0	608,0	329,1	0,0	532,8
Azioni e altre partecipazioni/utigli reinvestiti	2.510,5	934,2	32,0	58,1	644,5	199,5	0,0	71,0	63,5	250,1	453,1	306,8	0,0	431,7
Debito	565,4	213,4	3,1	25,3	159,3	25,7	0,0	19,2	4,7	49,9	154,9	22,2	0,0	101,1
Nell'area dell'euro	2.658,8	1.194,9	42,3	104,4	1.022,5	25,4	0,3	52,8	74,4	221,8	632,5	334,7	0,3	147,4
Azioni e altre partecipazioni/utigli reinvestiti	2.039,8	958,9	36,8	86,2	825,4	10,2	0,2	47,0	60,7	163,9	477,0	208,9	0,0	123,4
Debito	619,0	236,0	5,5	18,2	197,1	15,2	0,1	5,8	13,7	57,9	155,5	125,8	0,3	24,0
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	4.441,3	1.375,2	65,5	140,8	1.002,5	97,9	68,6	84,5	262,7	141,1	1.452,6	527,7	32,1	565,3
Azioni e altre partecipazioni	2.012,0	487,1	12,3	58,0	393,0	23,6	0,1	22,6	181,0	128,6	670,9	216,5	1,4	303,9
Strumenti di debito	2.429,3	888,1	53,2	82,8	609,5	74,2	68,4	61,9	81,7	12,5	781,7	311,2	30,7	261,4
Obbligazioni e notes	2.051,5	730,9	48,4	70,9	471,2	72,3	68,2	59,7	62,2	8,4	657,6	271,9	29,7	231,1
Strumenti di mercato monetario	377,8	157,2	4,8	11,9	138,3	2,0	0,2	2,2	19,6	4,0	124,1	39,4	1,0	30,3
<b>Altri investimenti</b>	-200,0	103,9	86,3	13,3	121,7	31,3	-148,7	-1,4	-37,5	-49,3	-5,4	-212,8	-20,0	22,6
Attività	4.392,0	2.306,6	111,2	69,0	1.986,6	130,4	9,4	19,4	73,6	263,1	585,9	438,3	45,7	659,4
Amministrazioni pubbliche	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	48,6
IFM	2.947,1	1.730,6	95,5	47,7	1.489,5	97,2	0,6	11,0	38,8	162,3	344,0	274,4	6,6	379,5
Altri settori	1.327,9	550,9	13,6	21,2	482,9	31,7	1,4	8,4	34,7	100,7	238,8	162,5	0,6	231,4
Passività	4.592,0	2.202,8	25,0	55,7	1.864,9	99,1	158,1	20,8	111,2	312,4	591,4	651,1	65,6	636,8
Amministrazioni pubbliche	47,8	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	13,8
IFM	3.567,5	1.662,0	19,4	35,0	1.433,5	77,1	97,0	13,9	60,2	252,4	416,2	580,4	60,4	522,0
Altri settori	976,8	516,7	5,5	20,4	429,0	22,0	39,8	6,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	101,0

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	-790,7	-10,6	85,1	-930,5	-19,8	-232,3	306,7
2004	-888,7	-11,4	78,2	-1.044,7	-37,3	-165,8	281,0
2005	-837,7	-10,4	361,8	-1.233,9	-46,1	-239,6	320,1
2006	-1.024,4	-12,1	417,1	-1.523,9	-43,5	-200,0	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	7.989,5	106,7	2.169,3	2.655,4	152,1	2.706,1	306,7
2004	8.799,2	113,0	2.321,2	3.036,5	157,9	3.002,7	281,0
2005	10.998,0	136,5	2.809,4	3.876,6	222,9	3.769,1	320,1
2006	12.518,5	148,4	3.075,9	4.441,3	283,4	4.392,0	325,8
2007 1° trim.	13.115,6	153,4	3.142,4	4.597,6	328,2	4.715,8	331,5
2° trim.	13.654,9	157,9	3.254,7	4.817,5	384,3	4.873,1	325,3
Passività							
2003	8.780,2	117,3	2.084,2	3.585,9	171,9	2.938,3	-
2004	9.687,9	124,4	2.243,0	4.081,3	195,1	3.168,5	-
2005	11.835,7	146,9	2.447,6	5.110,5	269,0	4.008,6	-
2006	13.542,9	160,5	2.658,8	5.965,2	326,9	4.592,0	-
2007 1° trim.	14.149,0	165,5	2.734,8	6.163,7	352,1	4.898,4	-
2° trim.	14.828,6	171,4	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	124,6	1.602,2	442,5	2,1	440,4	1.510,1	46,2	1.463,9	574,1	3,2	570,9
2004	1.893,0	149,1	1.743,8	428,2	4,3	423,9	1.669,7	51,9	1.617,7	573,3	8,4	564,9
2005	2.290,8	178,0	2.112,8	518,6	4,2	514,4	1.841,2	55,2	1.786,0	606,5	8,4	598,0
2006	2.510,5	211,2	2.299,3	565,4	3,6	561,7	2.039,8	59,8	1.980,1	619,0	7,8	611,1
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)	Istituzioni diverse dalle IFM		Passività	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Passività
			Amministrazioni pubbliche	Altri settori				Amministrazioni pubbliche	Altri settori				Amministrazioni pubbliche	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2003	1,7	53,5	11,5	1.023,9	1.571,4	9,3	460,2	8,0	845,9	1.774,4	1,1	191,5	0,6	48,2	240,0
2004	2,1	73,8	16,3	1.157,5	1.766,2	8,1	541,8	9,7	940,3	2.089,1	0,9	231,4	0,4	54,3	226,0
2005	3,0	99,5	27,2	1.595,3	2.434,4	8,6	692,5	11,6	1.122,9	2.371,1	0,8	262,1	0,4	52,8	304,9
2006	2,8	119,4	37,0	1.852,8	2.932,5	10,8	818,7	13,4	1.208,6	2.738,8	8,7	301,8	0,3	67,0	293,9
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	24,0	61,1	55,3	5,8	42,4	0,0	42,3	3,8
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	23,5	64,4	56,2	8,3	42,6	0,0	42,3	3,5
2005	5,4	0,4	82,1	0,2	19,7	60,8	49,0	11,8	47,1	0,0	40,5	3,8
2006	8,4	0,4	99,9	0,2	14,1	57,8	42,4	15,4	45,1	0,0	43,9	3,8
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	31,3	164,9	550,0	221,7	328,3	84,8	110,8	396,3	45,7
2004	1.950,8	45,4	2.423,3	42,1	170,1	607,0	277,1	329,9	93,8	115,3	417,5	49,8
2005	2.458,5	56,2	3.045,8	52,3	189,5	800,8	455,2	345,6	130,7	133,1	580,8	70,1
2006	2.879,1	59,2	3.413,5	53,8	187,7	988,7	613,5	375,2	151,5	144,5	744,5	87,7
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 nette predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di once			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	56,6	37,6	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	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	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 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
ott.	346,6	194,4	355,749	4,6	3,7	143,9	6,7	26,6	110,1	-	-	-	0,5	0,0	26,0	-26,4
nov.	339,2	188,8	355,733	4,6	3,5	142,2	8,5	22,8	110,4	-	-	-	0,5	0,0	26,8	-25,5
	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	7,8	13,2	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	10,4	13,2	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006	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 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
ott.	39,9	10,6	19,442	0,5	0,0	28,8	0,9	2,4	25,5	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-0,8
nov.	39,4	10,3	19,442	0,5	0,0	28,7	1,1	1,5	26,1	-	-	-	0,0	0,0	3,2	0,1

Fonte: BCE.

## 7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	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	1.059,5	500,9	221,7	299,8	916,9	986,8	553,1	165,0	240,5	708,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,1	544,8	247,1	314,9	996,0	1.073,4	603,7	184,3	256,3	767,8	128,9
2005	7,8	13,5	1.241,0	590,9	270,1	335,0	1.070,0	1.225,6	704,9	208,1	276,5	842,9	186,2
2006	12,1	14,5	1.392,8	675,1	295,1	372,4	1.194,1	1.404,1	835,9	219,7	307,4	952,8	224,4
2006 2° trim.	10,2	16,1	342,5	165,1	72,9	91,7	292,3	349,3	207,4	55,9	76,2	236,0	57,3
3° trim.	8,8	11,3	350,1	171,0	72,5	92,8	299,5	355,6	214,0	53,9	76,9	239,8	59,9
4° trim.	12,8	8,6	364,0	177,6	76,4	96,7	315,0	358,3	213,1	54,4	79,1	248,6	52,2
2007 1° trim.	8,8	4,8	369,8	177,9	78,1	97,5	318,1	360,5	213,7	53,6	79,6	254,4	47,3
2° trim.	8,9	2,9	371,7	178,7	78,4	98,5	316,4	359,9	217,2	50,6	79,3	248,2	52,7
3° trim.	9,3	5,2	381,8	183,0	79,6	100,7	326,7	372,7	221,1	52,3	82,4	257,7	56,8
2007 apr.	11,1	5,6	122,4	59,0	26,2	32,3	104,5	119,6	71,9	16,7	26,4	81,8	17,2
mag.	6,3	0,6	123,1	59,0	26,0	32,7	104,2	119,1	72,3	16,8	26,1	82,0	17,6
giu.	9,2	2,8	126,3	60,7	26,2	33,5	107,8	121,2	73,0	17,1	26,8	84,3	17,9
lug.	13,6	9,0	125,6	60,5	25,6	33,4	107,3	124,3	74,5	17,6	27,1	85,8	19,2
ago.	11,6	4,4	128,9	62,1	27,0	33,7	110,6	124,8	74,0	17,5	27,7	86,8	18,9
set.	3,2	2,1	127,3	60,4	27,0	33,6	108,8	123,6	72,6	17,2	27,6	85,1	18,6
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	1,0	3,6	108,6	106,3	106,9	113,2	108,4	102,1	100,3	97,3	109,8	100,2	103,0
2004	9,0	6,5	117,6	115,4	120,1	118,5	118,1	108,1	104,1	109,4	117,7	108,4	104,9
2005	4,9	5,1	123,9	120,3	129,6	123,6	124,3	114,3	107,6	124,2	123,7	116,4	109,6
2006	8,3	6,8	134,3	131,9	138,8	133,3	135,1	122,1	115,3	131,0	133,0	127,3	109,4
2006 2° trim.	5,9	5,3	132,6	130,0	137,8	130,9	133,1	121,0	113,6	133,0	132,9	126,9	107,2
3° trim.	5,8	5,5	135,0	133,2	137,3	133,0	135,7	122,9	117,1	129,4	132,7	127,5	117,0
4° trim.	10,1	6,9	139,5	137,3	143,0	138,4	141,3	126,0	119,1	131,5	136,9	132,2	108,9
2007 1° trim.	7,1	5,9	140,7	135,8	146,0	138,4	141,7	126,4	118,6	130,4	137,4	134,5	101,8
2° trim.	5,9	2,8	140,1	135,0	145,5	139,3	140,0	124,5	118,3	124,7	136,0	131,1	106,3
3° trim.	6,5	4,1	143,6	137,7	147,4	142,2	144,4	127,7	118,7	128,5	140,2	135,9	111,9
2007 apr.	8,4	6,1	138,8	134,2	146,1	138,1	139,1	124,7	118,3	123,4	135,4	129,7	105,7
mag.	3,3	1,6	139,1	133,6	144,8	138,2	138,2	124,3	118,9	124,5	134,8	130,2	107,3
giu.	6,2	0,8	142,4	137,0	145,6	141,5	142,8	124,5	117,6	126,3	137,9	133,4	105,9
lug.	10,3	7,6	141,5	136,4	142,0	140,4	142,0	127,7	119,6	130,2	138,4	135,7	112,4
ago.	9,2	5,1	146,0	140,3	150,2	143,6	147,0	129,0	120,0	130,2	141,9	138,1	113,1
set.	0,7	-0,2	143,3	136,3	149,9	142,6	144,3	126,4	116,3	125,0	140,2	133,9	110,1
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	-3,2	-3,0	97,6	96,2	96,3	101,1	97,4	94,8	93,6	92,3	99,5	96,0	86,4
2004	-0,1	2,6	97,5	96,4	95,7	101,4	97,1	97,3	98,4	91,7	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	7,4	103,8	104,4	98,8	106,6	101,8	112,8	123,1	91,3	105,0	101,8	166,8
2006 2° trim.	4,0	10,2	103,3	103,7	98,4	106,9	101,2	113,2	124,0	91,6	104,3	101,1	173,9
3° trim.	2,8	5,6	103,8	104,8	98,2	106,5	101,7	113,5	124,2	90,6	105,3	102,2	166,4
4° trim.	2,5	1,6	104,4	105,6	99,4	106,7	102,7	111,5	121,6	90,0	105,0	102,2	156,0
2007 1° trim.	1,6	-1,0	105,2	107,0	99,4	107,6	103,4	111,9	122,4	89,6	105,3	102,9	151,2
2° trim.	2,8	0,1	106,2	108,1	100,2	107,9	104,1	113,4	124,7	88,4	105,9	102,9	161,1
3° trim.	2,6	1,0	106,4	108,5	100,4	108,1	104,3	114,5	126,6	88,7	106,8	103,1	165,0
2007 apr.	2,5	-0,5	105,8	107,7	100,1	107,1	103,8	112,9	123,8	88,5	106,3	102,9	158,7
mag.	2,9	-1,0	106,2	108,1	100,1	108,5	104,2	112,7	123,9	88,0	105,5	102,7	159,7
giu.	2,9	2,0	106,5	108,5	100,2	108,3	104,3	114,5	126,4	88,6	105,8	103,1	164,8
lug.	3,0	1,3	106,6	108,5	100,7	108,8	104,4	114,6	127,0	88,2	106,6	103,2	166,7
ago.	2,2	-0,7	106,0	108,4	100,2	107,4	104,0	113,8	125,7	88,0	106,4	102,5	163,2
set.	2,5	2,4	106,6	108,7	100,4	108,0	104,3	115,1	127,2	89,8	107,3	103,6	165,1

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
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>															
2003	1.059,5	24,8	38,6	194,6	125,2	29,2	62,9	24,8	167,0	35,1	31,3	134,7	59,4	37,8	94,1
2004	1.146,1	25,8	42,2	204,3	138,7	35,9	66,6	31,9	172,6	40,4	33,3	151,6	64,5	40,6	97,6
2005	1.241,0	29,0	45,2	202,9	158,4	43,7	70,8	34,7	185,1	43,3	34,0	166,4	73,3	46,9	107,3
2006	1.392,8	31,7	49,8	216,6	195,5	55,2	77,7	38,9	201,0	53,9	34,5	184,9	77,9	54,8	120,3
2006 2° trim.	342,5	7,9	12,2	53,9	48,0	12,9	18,6	9,9	49,6	12,7	8,4	45,0	19,2	13,5	30,6
3° trim.	350,1	7,9	12,7	54,6	49,7	14,2	19,6	9,7	49,9	13,7	8,7	46,1	19,3	13,7	30,3
4° trim.	364,0	8,1	13,1	54,8	52,3	15,6	21,0	9,7	51,1	14,7	8,6	49,0	20,1	14,3	31,6
2007 1° trim.	369,8	8,3	13,5	56,6	54,1	15,7	20,5	10,3	49,9	14,4	8,8	49,1	21,4	14,9	32,2
2° trim.	371,7	8,4	13,9	55,9	55,3	16,7	20,0	9,9	48,6	14,9	8,9	49,0	21,6	15,4	33,2
3° trim.	381,8	8,5	14,1	58,5	57,9	17,1	20,5	10,3	49,2	15,3	8,4	51,0	22,1	15,6	33,2
2007 mag.	123,1	2,8	4,7	18,3	18,4	5,6	6,7	3,3	15,5	5,1	2,9	16,2	7,1	5,0	11,5
giu.	126,3	2,7	4,8	19,2	18,8	5,7	6,7	3,3	16,6	5,0	3,1	16,7	7,3	5,1	11,5
lug.	125,6	2,9	4,8	19,4	19,1	5,7	6,7	3,3	16,3	5,0	2,8	17,0	7,3	5,2	10,1
ago.	128,9	2,9	4,8	20,1	19,6	5,8	6,9	3,5	16,5	5,1	2,9	17,1	7,4	5,4	11,0
set.	127,3	2,7	4,6	19,1	19,3	5,6	6,9	3,5	16,4	5,2	2,6	16,9	7,3	5,1	12,0
ott.	130,1	.	.	.	.	5,9	6,9	3,5	16,3	5,2	2,8	17,2	7,4	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	13,3	5,6	3,9	8,6
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>															
2003	986,8	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	162,3	72,8	45,1	74,0
2005	1.225,6	26,3	42,2	152,4	129,4	76,2	58,0	25,5	120,0	117,9	53,0	191,3	95,9	53,7	83,7
2006	1.404,1	28,4	47,7	166,6	154,5	95,6	62,4	29,5	131,0	144,4	56,9	217,6	110,6	66,2	92,8
2006 2° trim.	349,3	7,0	11,6	42,8	37,7	25,5	15,4	7,5	32,2	35,4	14,1	54,9	27,3	16,3	21,6
3° trim.	355,6	7,2	12,1	41,3	39,5	24,1	16,1	7,5	32,7	35,8	14,4	54,8	28,2	16,8	25,1
4° trim.	358,3	7,1	12,6	41,0	41,6	22,2	15,9	7,6	33,6	39,7	14,3	54,0	27,8	17,4	23,5
2007 1° trim.	360,5	7,0	12,9	40,8	42,3	22,6	16,9	7,9	33,7	42,1	14,9	53,8	26,5	17,9	21,2
2° trim.	359,9	7,0	12,7	41,2	43,3	23,7	16,5	7,9	32,1	39,8	14,2	53,2	27,0	18,3	22,9
3° trim.	372,7	7,3	12,8	42,1	45,3	23,6	17,2	8,1	32,7	44,4	14,5	53,9	27,8	18,9	24,2
2007 mag.	119,1	2,2	4,3	13,4	14,3	7,8	5,1	2,6	10,9	13,1	4,8	17,8	8,9	6,1	7,8
giu.	121,2	2,4	4,2	14,0	15,0	8,0	5,7	2,7	10,6	13,7	4,8	17,9	9,6	6,2	6,5
lug.	124,3	2,5	4,2	14,2	14,7	8,2	5,7	2,7	10,9	14,8	4,7	18,4	9,4	6,2	7,8
ago.	124,8	2,4	4,3	14,3	15,2	7,8	5,8	2,7	10,8	14,9	5,1	18,1	9,1	6,3	7,9
set.	123,6	2,4	4,3	13,5	15,3	7,6	5,7	2,7	11,1	14,7	4,7	17,4	9,3	6,4	8,5
ott.	126,1	.	.	.	.	9,0	5,8	2,7	10,4	14,5	4,9	17,4	9,2	6,5	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	11,0	6,8	4,4	2,1	9,3	10,3	4,1	15,5	7,9	4,7	6,6
<i>Saldo</i>															
2003	72,7	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	21,2
2004	72,8	0,4	2,4	60,0	21,9	-20,7	13,3	8,6	59,3	-51,9	-20,7	-10,7	-8,3	-4,5	23,6
2005	15,4	2,7	3,0	50,5	29,1	-32,5	12,8	9,2	65,1	-74,6	-19,0	-24,9	-22,7	-6,8	23,6
2006	-11,3	3,3	2,1	50,0	41,0	-40,4	15,3	9,4	70,1	-90,4	-22,3	-32,7	-32,7	-11,5	27,5
2006 2° trim.	-6,8	0,9	0,6	11,1	10,4	-12,6	3,2	2,5	17,4	-22,7	-5,7	-9,9	-8,2	-2,8	9,0
3° trim.	-5,5	0,7	0,6	13,3	10,2	-9,8	3,5	2,2	17,2	-22,1	-5,7	-8,8	-8,9	-3,2	5,2
4° trim.	5,7	1,1	0,5	13,8	10,7	-6,6	5,0	2,1	17,5	-25,0	-5,6	-5,0	-7,8	-3,2	8,1
2007 1° trim.	9,3	1,3	0,6	15,8	11,8	-6,9	3,6	2,4	16,3	-27,8	-6,1	-4,7	-5,1	-3,0	10,9
2° trim.	11,8	1,4	1,2	14,7	12,0	-7,1	3,5	2,0	16,5	-24,9	-5,4	-4,1	-5,4	-3,0	10,3
3° trim.	9,1	1,2	1,3	16,5	12,7	-6,5	3,4	2,2	16,5	-29,1	-6,1	-3,0	-5,7	-3,2	9,0
2007 mag.	4,0	0,6	0,4	4,9	4,1	-2,2	1,6	0,7	4,6	-8,0	-1,9	-1,6	-1,8	-1,1	3,6
giu.	5,1	0,3	0,6	5,2	3,8	-2,3	1,0	0,6	6,0	-8,7	-1,7	-1,3	-2,3	-1,1	5,0
lug.	1,3	0,4	0,5	5,1	4,4	-2,5	1,1	0,6	5,5	-9,8	-1,9	-1,4	-2,0	-1,0	2,3
ago.	4,1	0,5	0,5	5,8	4,3	-2,1	1,1	0,8	5,7	-9,8	-2,2	-1,1	-1,7	-0,9	3,1
set.	3,6	0,3	0,4	5,6	4,0	-2,0	1,2	0,8	5,3	-9,5	-2,1	-0,5	-2,0	-1,4	3,5
ott.	4,0	.	.	.	.	-3,1	1,2	0,7	5,8	-9,3	-2,1	-0,2	-1,9	-1,1	.

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



## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

	TCE-24						TCE-44		
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2005	103,3	104,2	102,4	102,4	99,3	102,1	109,7	103,7	
2006	103,6	104,5	102,9	102,4	99,6	101,6	110,0	103,4	
2007	107,7	108,3	105,4	.	.	.	114,1	106,5	
2006 4° trim.	104,6	105,3	104,1	103,2	99,5	101,0	111,3	104,3	
2007 1° trim.	105,5	106,1	104,6	104,0	99,6	102,3	112,0	104,8	
2° trim.	107,1	107,7	104,7	105,5	102,1	104,1	113,5	106,0	
3° trim.	107,6	108,2	105,1	105,9	102,7	104,7	114,1	106,4	
4° trim.	110,5	111,1	107,0	.	.	.	116,9	108,9	
2006 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	104,6	-	-	-	111,9	104,6	
mar.	106,1	106,7	104,7	-	-	-	112,7	105,4	
apr.	107,1	107,9	105,1	-	-	-	113,7	106,3	
mag.	107,3	107,9	104,7	-	-	-	113,6	106,1	
giu.	106,9	107,4	104,3	-	-	-	113,1	105,6	
lug.	107,6	108,1	104,8	-	-	-	113,9	106,3	
ago.	107,1	107,7	104,8	-	-	-	113,7	106,0	
set.	108,2	108,8	105,6	-	-	-	114,7	106,9	
ott.	109,4	110,0	106,5	-	-	-	115,7	107,8	
nov.	111,0	111,6	107,3	-	-	-	117,6	109,5	
dic.	111,2	111,8	107,3	-	-	-	117,6	109,5	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2007 dic.	0,2	0,2	0,0	-	-	-	0,0	0,0	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2007 dic.	5,4	5,4	2,3	-	-	-	4,7	4,3	

### F35 Tassi di cambio effettivi

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

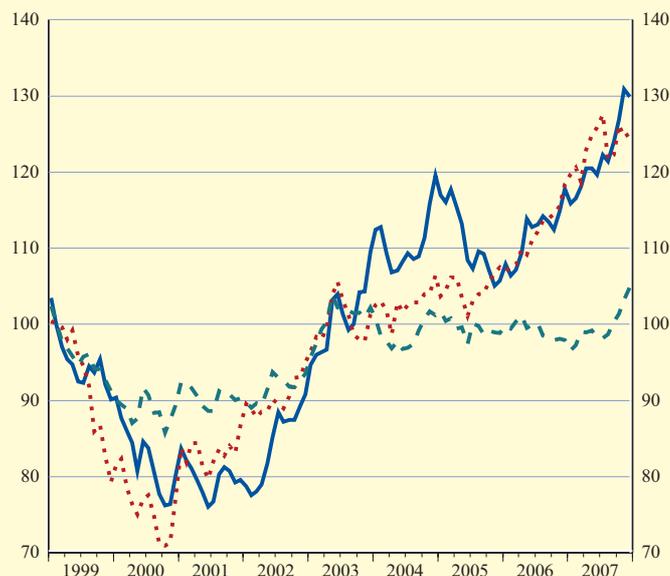
— TCE-24 nominale  
 - - - TCE-24 reale IPC



### 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
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	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1,272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2007 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
4° trim.	7,4557	9,2899	0,70782	1,4486	163,83	1,6596	1,334,12	11,2639	2,1061	1,4201	7,8778	1,6279
2007 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
nov.	7,4543	9,2889	0,70896	1,4684	162,89	1,6485	1,348,46	11,4211	2,1242	1,4163	7,9519	1,6373
dic.	7,4599	9,4319	0,72064	1,4570	163,55	1,6592	1,356,79	11,3619	2,1108	1,4620	8,0117	1,6703
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 dic.	0,1	1,5	1,6	-0,8	0,4	0,6	0,6	-0,5	-0,6	3,2	0,8	2,0
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 dic.	0,1	4,4	7,1	10,3	5,6	3,9	11,0	10,6	3,7	-3,9	-1,8	-0,7
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno <sup>1)</sup>	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
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	27,766	15,6466	0,58263	0,7001	3,4528	251,35	0,4293	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	
2007 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	
4° trim.	26,826	15,6466	0,58447	0,7005	3,4528	252,86	0,4293	3,6584	33,424	1,9558	3,4489	
2007 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	
nov.	26,733	15,6466	0,58420	0,7005	3,4528	254,50	0,4293	3,6575	33,232	1,9558	3,4739	
dic.	26,317	15,6466	0,58511	0,6975	3,4528	253,18	0,4293	3,6015	33,404	1,9558	3,5351	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 dic.	-1,6	0,0	0,2	-0,4	0,0	-0,5	0,0	-1,5	0,5	0,0	1,8	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 dic.	-5,3	0,0	1,2	0,0	0,0	-0,3	0,0	-5,5	-4,5	0,0	3,6	
	Yuan renminbi cinese <sup>2)</sup>	Kuna croata <sup>2)</sup>	Corona islandese	Rupia indonesiana <sup>2)</sup>	Ringgit malese <sup>2)</sup>	Dollaro neozelandese	Peso filippino <sup>2)</sup>	Rublo russo <sup>2)</sup>	Rand sud africano	Bath thailandese <sup>2)</sup>	Nuova lira turca <sup>3)</sup>	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
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	10,4178	7,3376	87,63	12.528,33	4,7076	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	1,7865	
2007 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	
4° trim.	10,7699	7,3281	88,69	13.374,03	4,8613	1,8965	62,330	35,6947	9,8088	45,097	1,7261	
2007 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	
nov.	10,8957	7,3365	89,34	13.608,92	4,9279	1,9231	63,271	35,9174	9,8553	46,120	1,7498	
dic.	10,7404	7,3178	90,82	13.620,45	4,8576	1,8930	60,556	35,7927	9,9626	44,153	1,7195	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 dic.	-1,4	-0,3	1,7	0,1	-1,4	-1,6	-4,3	-0,3	1,1	-4,3	-1,7	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 dic.	3,9	-0,5	-0,8	13,5	3,6	-0,9	-7,2	3,1	7,0	-6,5	-9,1	

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	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
IACP												
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	6,6	3,8	4,0	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2007	.	3,0	.	6,7	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 2° trim.	4,7	2,6	1,5	5,8	8,5	5,0	8,5	2,3	3,9	1,7	1,4	2,6
3° trim.	9,0	2,7	1,0	6,7	10,4	5,9	7,3	2,4	5,1	1,4	1,4	1,8
4° trim.	.	4,9	.	9,2	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 ago.	9,3	2,6	0,9	6,1	10,2	5,6	7,1	2,1	5,0	1,2	1,2	1,8
set.	11,0	2,8	1,2	7,5	11,5	7,1	6,4	2,7	6,1	1,7	1,6	1,8
ott.	10,6	4,0	1,8	8,7	13,2	7,6	6,9	3,1	6,9	2,4	1,9	2,1
nov.	11,4	5,1	2,5	9,3	13,7	7,9	7,2	3,7	6,8	2,3	2,4	2,1
dic.	.	5,5	.	9,7	.	.	.	.	.	.	.	.
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL												
2004	2,3	-3,0	1,9	1,8	-1,0	-1,5	-6,5	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,4
2005	2,0	-3,5	4,6	1,9	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,4	-2,8	2,4	-3,3
2006	3,2	-2,9	4,6	3,6	-0,3	-0,6	-9,2	-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	14,5	19,4	59,4	45,7	18,8	41,4	52,4	40,4
2005	29,2	30,2	36,3	4,4	12,5	18,6	61,6	47,1	15,8	34,2	52,2	42,1
2006	22,8	30,1	30,3	4,0	10,6	18,2	65,6	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 giu.	4,57	4,53	4,65	-	5,62	4,57	6,71	5,52	7,05	4,66	4,44	5,49
lug.	4,79	4,59	4,58	-	5,28	4,89	6,58	5,60	6,86	4,70	4,45	5,46
ago.	4,79	4,48	4,39	-	5,32	4,80	6,80	5,68	6,93	4,65	4,25	5,19
set.	4,44	4,54	4,36	-	5,21	4,72	6,67	5,69	6,93	4,61	4,22	5,05
ott.	4,59	4,50	4,39	-	5,06	4,72	6,61	5,64	6,93	4,64	4,31	5,00
nov.	4,94	4,54	4,21	-	5,12	4,57	6,74	5,70	6,93	4,59	4,22	4,74
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo												
2007 giu.	4,53	2,93	4,37	4,74	8,09	4,91	8,02	4,52	7,26	4,27	3,67	5,88
lug.	4,69	3,07	4,42	4,73	6,66	4,97	7,87	4,78	6,92	4,34	3,78	6,02
ago.	4,80	3,28	4,66	4,94	7,99	5,25	7,83	4,91	6,69	4,33	3,96	6,42
set.	5,25	3,46	4,85	5,21	11,06	5,59	7,72	5,09	6,82	4,32	4,22	6,65
ott.	5,59	3,55	4,84	5,22	12,75	5,93	7,60	5,13	7,25	4,33	4,37	6,27
nov.	6,32	3,73	4,82	5,36	11,69	6,50	7,51	5,36	7,71	4,35	4,61	6,41
PIL a prezzi costanti												
2005	6,2	6,4	3,1	10,2	10,6	7,9	4,1	3,6	4,2	6,6	3,3	1,8
2006	6,1	6,4	3,5	11,2	11,9	7,7	3,9	6,2	7,7	8,5	4,1	2,9
2007 1° trim.	6,2	6,3	2,9	10,1	11,2	7,6	2,6	6,7	6,0	8,3	3,2	3,1
2° trim.	6,6	6,2	0,5	7,6	11,0	7,6	1,6	6,6	5,6	9,3	2,9	3,2
3° trim.	4,5	6,1	1,7	6,4	10,9	11,6	1,1	5,8	5,7	9,4	2,6	3,3
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL												
2005	-11,0	-1,5	4,5	-9,3	-11,2	-5,9	-6,0	-1,3	-7,9	-8,5	6,9	-2,4
2006	-15,0	-2,8	2,6	-13,2	-21,1	-9,6	-5,9	-2,6	-10,5	-7,1	6,3	-3,8
2007 1° trim.	-27,3	2,3	-2,0	-21,1	-24,4	-12,2	-4,6	-2,4	-16,9	1,0	9,4	-5,4
2° trim.	-18,9	-4,7	2,8	-11,7	-22,7	-14,6	-5,9	-4,2	-16,0	-6,9	4,8	-4,2
3° trim.	-11,3	-4,9	2,9	-13,4	-23,8	-10,2	-3,2	-1,9	-11,0	-6,6	5,5	-6,2
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2005	2,4	-0,6	0,9	2,6	15,2	5,9	3,1	0,3	.	4,3	0,0	3,9
2006	4,5	1,7	2,2	8,0	14,0	8,5	.	.	.	1,7	0,4	2,6
2007 1° trim.	14,6	3,4	4,4	16,0	-	4,6	-	-	-	2,5	4,1	0,3
2° trim.	13,2	2,4	6,3	20,1	-	7,7	-	-	-	-0,4	3,7	2,4
3° trim.	.	3,0	3,9	20,7	-	10,8	-	-	-	0,3	2,8	2,3
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)												
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	8,9	8,2	7,2	17,7	7,1	16,3	7,4	4,8
2006	9,0	7,1	3,9	5,9	6,9	5,6	7,4	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2007 1° trim.	7,7	5,8	4,0	4,8	6,4	4,7	7,3	10,9	6,4	11,4	6,5	5,5
2° trim.	7,1	5,5	3,9	5,0	5,9	4,3	7,2	10,0	6,7	11,3	6,1	5,3
3° trim.	6,7	5,2	3,8	4,8	5,8	4,1	7,2	9,2	6,5	11,3	5,8	5,3
2007 lug.	6,9	5,3	3,9	4,7	6,0	4,2	7,2	9,5	6,5	11,4	5,7	5,3
ago.	6,6	5,2	3,9	4,7	5,8	4,0	7,3	9,2	6,5	11,3	5,8	5,3
set.	6,5	5,1	3,8	4,8	5,7	4,0	7,2	8,9	6,5	11,3	5,9	5,2
ott.	6,1	5,0	3,3	5,0	5,5	4,0	7,3	8,7	7,3	11,3	5,9	.
nov.	5,8	4,8	3,2	5,2	5,4	4,0	7,3	8,5	7,2	11,0	6,0	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

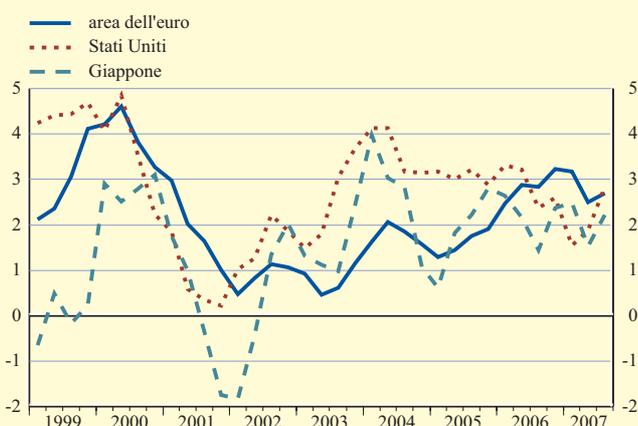
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Stati Uniti</b>											
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
2007	.	.	.	.	4,6	.	5,30	4,63	1,3705	.	.
2006 4° trim.	1,9	0,4	2,6	3,6	4,4	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	2,4	1,9	2,0	4,5	6,2	5,36	4,84	1,3481	-2,6	48,7
3° trim.	2,4	2,8	2,8	1,8	4,7	6,4	5,45	4,74	1,3738	.	.
4° trim.	.	.	.	.	4,8	.	5,02	4,27	1,4486	.	.
2007 ago.	2,0	.	.	1,4	4,7	6,6	5,48	4,68	1,3622	.	.
set.	2,8	.	.	1,6	4,7	6,7	5,49	4,51	1,3896	.	.
ott.	3,5	.	.	1,8	4,8	6,3	5,15	4,52	1,4227	.	.
nov.	4,3	.	.	2,5	4,7	6,2	4,96	4,16	1,4684	.	.
dic.	.	.	.	.	5,0	.	4,97	4,10	1,4570	.	.
<b>Giappone</b>											
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	2,4	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2007	.	.	.	.	.	.	0,79	1,68	161,25	.	.
2006 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	2,8	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
2° trim.	-0,1	.	1,6	2,4	3,8	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
3° trim.	-0,1	.	2,0	2,7	3,8	1,9	0,89	1,72	161,90	.	.
4° trim.	.	.	.	.	.	.	0,96	1,57	163,83	.	.
2007 ago.	-0,2	.	.	4,4	3,8	1,8	0,92	1,65	159,05	.	.
set.	-0,2	.	.	0,8	4,0	1,8	0,99	1,61	159,82	.	.
ott.	0,3	.	.	4,8	4,0	1,9	0,97	1,66	164,95	.	.
nov.	0,6	.	.	2,9	3,8	2,0	0,91	1,51	162,89	.	.
dic.	.	.	.	.	.	.	0,99	1,53	163,55	.	.

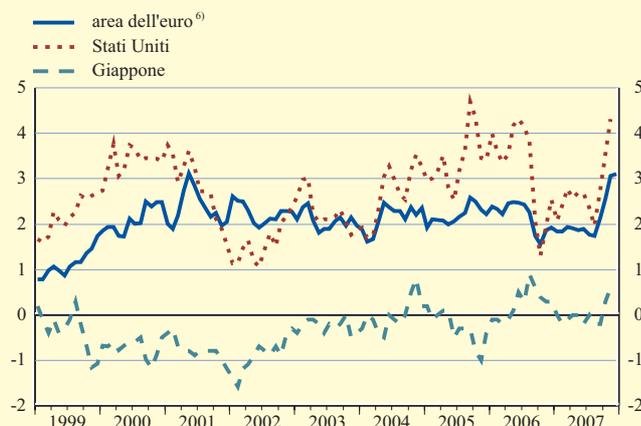
### F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.

2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.

5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

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

## LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	<b>S12</b>
F2	Contropartite	<b>S12</b>
F3	Componenti degli aggregati monetari	<b>S13</b>
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	<b>S13</b>
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	<b>S14</b>
F6	Prestiti alle famiglie	<b>S15</b>
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F8	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F10	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	<b>S19</b>
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	<b>S20</b>
F14	Attività totali dei fondi di investimento	<b>S24</b>
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	<b>S35</b>
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	<b>S37</b>
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S38</b>
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S39</b>
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>S40</b>
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	<b>S41</b>
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	<b>S43</b>
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	<b>S43</b>
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	<b>S44</b>
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	<b>S44</b>
F25	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F26	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	<b>S45</b>
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	<b>S46</b>
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	<b>S59</b>
F29	Debito (definizione di Maastricht)	<b>S59</b>
F30	Saldi di conto corrente	<b>S60</b>
F31	Investimenti diretti e di portafoglio	<b>S60</b>
F32	Conto dei beni	<b>S61</b>
F33	Conto dei servizi	<b>S61</b>
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	<b>S65</b>
F35	Tassi di cambio effettivi	<b>S72</b>
F36	Tassi di cambio bilaterali	<b>S72</b>
F37	PIL a prezzi costanti	<b>S75</b>
F38	Indici dei prezzi al consumo	<b>S75</b>



## NOTE TECNICHE

### RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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

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

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(h) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$ , cioè  $a_t$ , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA <sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette <sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

#### CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.
- 2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

## RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industria-

<sup>4)</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

li non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

**RELATIVE ALLA TAVOLA 2  
DELLA SEZIONE 7.1**

**DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO  
CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI**

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli

effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. I dati sui crediti del conto dei beni sono preliminarmente sottoposti anche alla correzione per tener conto degli effetti della Pasqua. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.





## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 9 gennaio 2008.

Tutti i dati relativi al 2008 si riferiscono agli Euro 15 (ovvero all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta) 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, 2007 e 2008, calcolate rispettivamente su basi nel 2000, 2006 e 2007, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dovuto all'ingresso, nell'ordine, della Grecia, della Slovenia e di Cipro e Malta nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso di Cipro e Malta 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. I dati del 2007 si riferiscono agli Euro 13, ovvero gli Euro 12 più la Slovenia, mentre i dati a partire dal 2008 si riferiscono agli Euro 15, ovvero gli Euro 13 più Cipro e Malta.

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 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – 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, Lettonia, Lituania, Ungheria, 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) e 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 (BCN) 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 (ORP) (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 BCN 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 deposti-

ti *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

## MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci 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 aggre-

gati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

#### CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il

saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1) a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere pre i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

## MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, gli Euro 12 più la Slovenia) per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle

quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ch  di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che   stato depurato dagli effetti della stagionalit . Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE   inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passivit  nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti

nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 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 dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999, la colonna 1 riporta l'indice medio *overnight* dell'euro (Eonia). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i rendimenti dei titoli di Stato per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Fino al dicembre 1998 i rendimenti a due, tre, cinque e sette anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a dieci anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi,

tutti i dati sono medie nel periodo indicato. Fino al dicembre 1998 i rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali, ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza. Per gli Stati Uniti e il Giappone, i rendimenti a dieci anni sono medie nel periodo indicato.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

## I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC stagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del

Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>3)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001<sup>4)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrika* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro<sup>5)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>6)</sup>. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione

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.

5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-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), al netto delle riparazioni. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

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

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

## FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si

basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000<sup>7)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali

7) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

non finanziari delle Amministrazioni pubbliche<sup>8)</sup>. 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 BCN.

## 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 (5ª edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>9)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>10)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE. La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con

un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 5 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Al momento non è possibile, invece, ottenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area. Nelle tavole 6 e 7 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p.: le transazioni di b.d.p. che riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati dalle statistiche bancarie e monetarie (colonna 12); per questi ultimi dati un segno positivo indica un incremento di attività

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.

o un decremento di passività. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e 6), le transazioni di b.d.p. includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta una scomposizione geografica della b.d.p. (tavole da 1 a 4) e della posizione patrimoniale verso l'estero (Tavola 5) dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione fra Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro e aree o paesi esterni all'Unione Europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le tavole da 1 a 4 contengono le transazioni cumulate di b.d.p. negli ultimi quattro trimestri; la tavola 5 presenta una scomposizione geografica della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine dell'anno scorso. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.4 sono redatte sulla base delle posizioni nei confronti dei non residenti nell'area, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti,

con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio. La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella sezione 7.5, insieme ai corrispondenti dati per la BCE. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic cate-

gories – 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 ap-

partenenti 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 quelli del TCE-24 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Islanda, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

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

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

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



## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>



### 12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

### 2 MARZO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni 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 rifinanziamen-

to 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 ope-

1) La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2005 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto Annuale della BCE.

razioni 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, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007 E 10 GENNAIO 2008**

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 2007

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2007. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra ottobre e dicembre 2007. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

### RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 2006*, aprile 2007.

### RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

*Rapporto sulla convergenza maggio 2007*.

### ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

- 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.



*Andamento della produttività e politica monetaria*, gennaio 2008.

*Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro*, gennaio 2008.

*L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso*, gennaio 2008.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

#### **LEGAL WORKING PAPER SERIES**

- 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**

- 55 *Globalisation and euro area trade – Interactions and challenger*, di U. Baumann e F. Di Mauro, marzo 2007.
- 56 *Assessing fiscal soundness: theory and practice*, di N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother e J. P. Vidal, marzo 2007.
- 57 *Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe*, di S. Herrmann e E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 *Long-term growth prospects for the Russian economy*, di R. Beck, A. Kamps e E. Mileva, marzo 2007.
- 59 *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience*, di C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler e T. Rautanen, aprile 2007.
- 60 *Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa*, di U. Böwer, A. Geis e A. Winkler, aprile 2007.
- 61 *Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach*, di O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini e T. Zumer, aprile 2007.
- 62 *Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective*, di J. A. Garcia e A. van Rixtel, giugno 2007.
- 63 *Corporate finance in the euro area – including background material*, a cura della Task Force del Monetary Policy Committee del SEBC, giugno 2007.
- 64 *The use of portfolio credit risk models in central banks*, prodotto dalla Task force del Comitato per le operazioni di mercato del SEBC, luglio 2007.
- 65 *The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations*, di F. Coppens, F. González e G. Winkler, luglio 2007.
- 66 *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature*, di N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert e G. Vitale, luglio 2007.
- 67 *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*, di J. M. Israël e C. Sánchez Muñoz, luglio 2007.
- 68 *The securities custody industry*, di D. Chan, F. Fontan, S. Rosati e D. Russo, agosto 2007.
- 69 *Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy*, di M. Sturm e F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 *The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF*, di M. Skala, C. Thimann e R. Wölfinger, agosto 2007.

- 71 *The economic impact of the Single Euro Payments Area*, di H. Schmiedel, agosto 2007.
- 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.
- 76 *Prudential and oversight requirements for securities settlement*, di D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou e S. Rosati, novembre 2007.
- 77 *Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing*, di E. Mileva e N. Siegfried, novembre 2007.

#### RESEARCH BULLETIN

*Research Bulletin n. 6*, giugno 2007.

#### WORKING PAPER SERIES

- 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.
- 827 *How is real convergence driving nominal convergence in the new EU Member States?*, di S. M. Lein-Rupprecht, M. A. León-Ledesma e C. Nerlich, novembre 2007.
- 828 *Potential output growth in several industrialised countries: a comparison*, di C. Cahn e A. Saint-Guilhem, novembre 2007.
- 829 *Modelling inflation in China: a regional perspective*, di A. Mehrotra, T. Peltonen e A. Santos Rivera, novembre 2007.
- 830 *The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality*, di J. Ejsing, J. A. García and T. Werner, novembre 2007.
- 831 *Hierarchical Markov normal mixture models with applications to financial asset returns*, di J. Geweke e G. Amisano, novembre 2007.

- 832 *The yield curve and macroeconomic dynamics*, di P. Hördahl, O. Tristani e D. Vestin, novembre 2007.
- 833 *Explaining and forecasting euro area exports: which competitiveness indicator performs best?*, di M. Ca' Zorzi e B. Schnatz, novembre 2007.
- 834 *International frictions and optimal monetary policy cooperation: analytical solutions*, di M. Darracq Pariès, novembre 2007.
- 835 *US shocks and global exchange rate configurations*, di M. Fratzscher, novembre 2007.
- 836 *Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters*, di J. A. García e A. Manzanares, dicembre 2007.
- 837 *Monetary policy and core inflation*, di M. Lenza, dicembre 2007.
- 838 *Securitisation and the bank lending channel*, di Y. Altunbas, L. Gambacorta e D. Marqués, dicembre 2007.
- 839 *Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries*, di M. M. Habib e M. Manolova Kalamova, dicembre 2007.
- 840 *Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFP procedure*, di P. Du Caju, C. Fuss e L. Wintp, dicembre 2007.
- 841 *Should we take inside money seriously?*, di L. Stracca, dicembre 2007.
- 842 *Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies*, di G. Ferrucci e C. Miralles, dicembre 2007.
- 843 *Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges*, di T. Leal, J. J. Pérez, M. Tujula e J.-P. Vidal, dicembre 2007.
- 844 *Business cycle synchronisation and insurance mechanisms in the EU*, di A. Afonso e D. Furceri, dicembre 2007.
- 845 *Run-prone banking and asset markets*, di M. Hoerova, dicembre 2007.
- 846 *Information combination and forecast (st)ability: evidence from vintages of time-series data*, di C. Altavilla e M. Ciccarelli, dicembre 2007.
- 847 *Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union*, di G. Ottaviano, D. Taglioni e F. di Mauro, dicembre 2007.

#### ALTRE PUBBLICAZIONI

- 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).  
*Euro money market survey*, novembre 2007 (disponibile solo online).  
*Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution*, novembre 2007 (disponibile solo online).  
*Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparts*, dicembre 2007.  
*Financial Stability Review*, dicembre 2007.

## OPUSCOLI INFORMATIVI

*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](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [other investment]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [general government]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [euro area]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

**Asta a tasso fisso [fixed rate tender]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso variabile [variable rate tender]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [equities]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.):** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [write-off]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conto capitale [capital account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [current account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conto finanziario [financial account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva fra residenti e non residenti.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [yield curve]:** rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]:** i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei più ampi conti finanziari annuali.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]:** il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

**Deflazione [deflation]:** calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]:** categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]:** l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]:** misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]:** tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

**Eurosistema [*Eurosystem*]:** il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

**Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]:** assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

**Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]:** fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

**Forze di lavoro [*labour force*]:** il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]:** istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

**Impieghi disponibili [*job vacancies*]:** termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

**Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]:** indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

**Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]:** indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

**Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]:** indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi BCE.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

**Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

**Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]:** misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

**Inflazione [*inflation*]:** aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]:** transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro (“investimenti diretti all'estero”) e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (“investimenti diretti nell'area dell'euro”).

**M1:** aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2:** aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

**M3:** aggregato monetario ampio che ci compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (*exchange rate mechanism II*)]:** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM BCE.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

**Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere da una BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight a fronte di attività idonee.

**Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (p.p.p.)*]:** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [gross domestic product (GDP)]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [labour productivity]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [industrial production]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit-debt adjustment (general government)]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche BCE.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt-to-GDP ratio (general government)]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit ratio (general government)]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato [compensation per employee]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati.

**Riserva obbligatoria [reserve requirement]:** ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

**Riserve ufficiali [international reserves]:** attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Stabilità dei prezzi [price stability]:** il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore

al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF):** indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione [write-down]:** correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)]:** medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-22 (comprendente i 12 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e i 10 principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-42 (composto dal TCE-22 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.