



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2008

**02 | 2008**

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008

**BOLLETTINO MENSILE  
FEBBRAIO**

ECB EZB EKT EKP





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE FEBBRAIO 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 6 febbraio 2008.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di febbraio 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	<b>9</b>	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	<b>I</b>
Gli andamenti monetari e finanziari	<b>15</b>	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2007	<b>III</b>
Prezzi e costi	<b>44</b>	Glossario	<b>IX</b>
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	<b>56</b>		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	<b>62</b>		
<b>Riquadri:</b>			
1 Fatti stilizzati sul settore delle IFM di Cipro e di Malta e relativo impatto sui dati monetari dell'area dell'euro	<b>16</b>		
2 Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro	<b>22</b>		
3 Le variazioni delle correlazioni tra mercati azionari di diversi paesi durante le recenti turbolenze finanziarie	<b>41</b>		
4 Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro	<b>48</b>		
5 I risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE per il primo trimestre del 2008	<b>51</b>		
<b>ARTICOLI</b>			
L'analisi del mercato monetario in euro in una prospettiva di politica monetaria	<b>69</b>		
La cartolarizzazione nell'area dell'euro	<b>87</b>		
Le nuove curve dei rendimenti dell'area dell'euro	<b>103</b>		

## SIGLARIO

### PAESI

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

### ALTRE

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

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



## EDITORIALE

Nella riunione del 7 febbraio 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. Tale decisione riflette la valutazione dell'esistenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine, in un contesto caratterizzato da un'espansione molto vigorosa di moneta e credito. Le pressioni al rialzo sull'inflazione che si registrano attualmente nel breve periodo non si devono propagare al medio termine. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione su un orizzonte medio-lungo riveste la massima priorità per il Consiglio direttivo, alla luce del suo mandato. Il Consiglio direttivo ribadisce pertanto il suo impegno a prevenire effetti di secondo impatto e il concretizzarsi di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Mentre continua la rivalutazione del rischio nei mercati finanziari, permangono livelli di incertezza insolitamente elevati riguardo all'impatto complessivo sull'economia reale. Se da un lato le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro risultano solide, dall'altro i dati più recenti confermano che le prospettive per l'attività economica sono soggette a rischi al ribasso. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti delle prossime settimane.

Guardando innanzitutto all'analisi economica, le ultime informazioni in merito all'attività sul finire dell'anno indicano che nell'area dell'euro la crescita sul trimestre precedente è proceduta a ritmi più moderati rispetto al tasso dello 0,8 per cento osservato nel terzo trimestre del 2007. Tale valutazione è in linea con gli indicatori del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori; seppure in calo negli ultimi mesi, nel complesso i loro livelli restano coerenti con il perdurare della crescita.

In prospettiva, pur essendo probabile che nel 2008 il rallentamento dell'economia di alcuni fra i maggiori partner commerciali dell'area dell'euro si ripercuota sulla crescita del PIL dell'area, la domanda sia interna che esterna dovrebbe sostenere il proseguimento dell'espansione. Tale valutazione è sostanzialmente in

linea con le previsioni disponibili, provenienti da fonti del settore sia pubblico che privato. Le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro restano solide. L'economia dell'area non presenta squilibri di rilievo. La redditività delle imprese è stata consistente e i tassi di disoccupazione sono scesi su livelli che non si osservavano da un quarto di secolo. Per effetto del miglioramento delle condizioni economiche e della moderazione salariale, il numero di occupati e la partecipazione alle forze di lavoro hanno registrato un incremento significativo. 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.

Ciò detto, l'incertezza riguardo alle prospettive di crescita è insolitamente elevata e i rischi per l'attività economica sono stati confermati al ribasso. Questi ultimi sono connessi principalmente alla possibilità che gli andamenti dei mercati finanziari abbiano ricadute più estese del previsto sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia, esercitando effetti negativi sulla crescita a livello mondiale e dell'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 gennaio 2008 un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 3,2 per cento sui dodici mesi, rispetto al 3,1 di dicembre 2007. Ciò conferma il perdurare di forti pressioni al rialzo sull'inflazione nel breve periodo, riconducibili principalmente ai forti rincari delle materie prime, in particolare del petrolio e dei beni alimentari, registrati negli ultimi mesi.

In prospettiva, il tasso di inflazione misurato sullo IAPC si manterrà con ogni probabilità su livelli significativamente superiori al 2 per cento nei prossimi mesi, per poi registrare una graduale moderazione nel corso del 2008. Ciò conferma l'aspettativa del Consiglio direttivo

secondo cui si protrarrebbe la fase di inflazione temporaneamente elevata. Va altresì rilevato che la moderazione dell'inflazione, insita nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2007 elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, si basa sull'ipotesi di una parziale inversione di tendenza dei prezzi delle materie prime rispetto ai recenti rincari, in linea con i prezzi dei contratti *future*. Un aspetto ancor più sostanziale è che le proiezioni si basano sull'ipotesi secondo cui 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.

Trova conferma l'esistenza di rischi al rialzo per queste prospettive di medio periodo sull'andamento dei prezzi. I rischi sono connessi alla possibilità di una crescita salariale più vigorosa del previsto, tenuto conto dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e delle condizioni tese del mercato del lavoro. Inoltre, il potere delle imprese nel determinare i prezzi, segnatamente in segmenti di mercato a bassa concorrenza, potrebbe risultare superiore alle attese. Allo stadio attuale è dunque 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 di importanza fondamentale 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. Il Consiglio direttivo segue con particolare attenzione le trattative salariali all'interno dell'area. Occorre evitare l'indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi al consumo. Infine, rischi verso l'alto per le prospettive di inflazione derivano da ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli in prosecuzione della forte tendenza al rialzo osservata negli ultimi mesi, nonché da 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 me-

dio-lungo periodo. Pur avendo registrato un certo calo in dicembre, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è mantenuto su un livello molto elevato, pari all'11,5 per cento, mentre prosegue il rallentamento di M1, riconducibile all'effetto di contenimento esercitato dall'aumento dei tassi di interesse. La dinamica dell'aggregato monetario ampio negli ultimi trimestri ha probabilmente risentito di una serie di fattori di carattere temporaneo, in particolare dell'appiattimento della curva dei rendimenti, che possono aver incoraggiato alcune sostituzioni nel portafoglio delle attività monetarie. Nel complesso, tenendo conto dei fattori straordinari, una valutazione di ampio respiro degli ultimi dati conferma che il ritmo di espansione di fondo della moneta resta vigoroso.

Tale conclusione è avvalorata dalla crescita sostenuta del credito al settore privato interno, che in dicembre è stata pari all'11,1 per cento sui dodici mesi. Sebbene l'indebitamento delle famiglie sia rallentato ulteriormente negli ultimi trimestri, riflettendo l'impatto dell'innalzamento dei tassi d'interesse di riferimento della BCE dal dicembre 2005 e la moderazione dell'attività nei mercati degli immobili residenziali in diverse regioni dell'area dell'euro, la crescita dei prestiti alle società non finanziarie è proseguita a ritmi molto sostenuti. Il ricorso al credito bancario da parte delle società non finanziarie dell'area dell'euro è risultato superiore del 14,4 per cento alla fine di dicembre rispetto all'anno precedente.

Per il momento vi sono scarse indicazioni del fatto che le turbolenze dei mercati finanziari, in atto dagli inizi di agosto 2007, abbiano fortemente influenzato le dinamiche dell'aggregato monetario ampio e di quello creditizio. In particolare, stando ai dati disponibili, la maggiore volatilità dei mercati finanziari non ha determinato considerevoli riallocazioni di portafoglio a favore degli strumenti monetari, come è accaduto fra il 2001 e il 2003. Malgrado l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito emerso dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, il protratto vigore della crescita dei prestiti fa ritenere che l'offerta di credito bancario

all'interno dell'area finora non sia stata pregiudicata in misura significativa dalle turbolenze finanziarie. 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 avvalorata la valutazione secondo cui prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine, in un contesto caratterizzato da una crescita assai vigorosa della moneta e del credito e dalla solidità delle variabili economiche fondamentali nell'area dell'euro. L'impatto sull'economia reale esercitato dalla rivalutazione del rischio in atto nei mercati finanziari è ancora circondato da un grado insolitamente elevato di incertezza. I nuovi dati confermano che le prospettive per l'attività economica sono soggette a rischi al ribasso. Di conseguenza, il Consiglio direttivo seguirà tutti gli sviluppi con molta attenzione. Il Consiglio direttivo ribadisce il suo impegno a prevenire effetti di secondo impatto e il concretizzarsi di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. È della massima importanza che le aspettative di inflazione a medio e a lungo termine restino 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 riguarda i conti pubblici, occorre evitare un allentamento discrezionale della politica di bilancio nei paesi dell'UE. Vi sono ampie evidenze del fatto che un uso attivo delle politi-

che di bilancio non sia stato efficace nello stabilizzare le economie europee ma abbia piuttosto comportato continui incrementi nel rapporto spesa pubblica/PIL e debito/PIL. Consentendo agli stabilizzatori automatici di operare liberamente in paesi con solide situazioni di bilancio e salvaguardando la sostenibilità a lungo termine dei conti pubblici, le politiche fiscali possono fornire il miglior contributo alla stabilità macroeconomica. I paesi che presentano squilibri bilancio sono sollecitati a compiere ulteriori progressi sulla via del risanamento, in linea con i dettami del Patto di stabilità e crescita. Si profila chiaramente il rischio che alcuni paesi non riescano a soddisfare le disposizioni del meccanismo preventivo del Patto, compromettendo in tal modo la sua credibilità.

Le riforme strutturali aiutano le economie ad assorbire gli shock avversi, a stimolare la crescita della produttività e a promuovere l'occupazione e la concorrenza, contribuendo in tal modo anche a ridurre le spinte inflazionistiche. In particolare, incrementando la concorrenza nel settore dei servizi e in quello delle industrie di rete, nonché attuando misure idonee nel mercato agricolo dell'UE, si creerebbero presupposti favorevoli per la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

Questo numero del Bollettino mensile contiene tre articoli. Il primo esamina l'importanza del mercato monetario in euro per la trasmissione degli impulsi di politica monetaria e presenta alcuni degli strumenti adottati dalla BCE per monitorare tale mercato; il secondo ripercorre gli sviluppi nel settore delle cartolarizzazioni dell'area dell'euro; il terzo riguarda le curve dei rendimenti dell'area dell'euro pubblicate dalla BCE.





# ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

Sebbene l'attività economica globale continui tuttora a trarre vantaggio da solide condizioni economiche nei mercati emergenti, gli indicatori recenti segnalano un'ulteriore moderazione della crescita mondiale, riconducibile principalmente al rallentamento economico statunitense. Nel contempo, in dicembre l'inflazione generale dei prezzi al consumo è rimasta elevata nei paesi industrializzati. Al netto della componente alimentare ed energetica, tuttavia, l'indice dei prezzi al consumo si è mantenuto su livelli più moderati. Per le prospettive di crescita prevalgono nel complesso rischi di indebolimento.

### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Sebbene l'attività economica globale continui tuttora a trarre vantaggio da solide condizioni economiche nei mercati emergenti, gli indicatori recenti segnalano un'ulteriore moderazione della crescita mondiale, riconducibile principalmente al rallentamento economico statunitense. Inoltre, le rinnovate tensioni sui mercati finanziari e la complessiva rivalutazione dei rischi eserciteranno probabilmente impatti negativi sull'economia mondiale.

In un contesto di rincari delle materie prime e di sfavorevoli effetti base, in dicembre l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi è rimasta elevata nelle economie industrializzate (cfr. figura 1).

Per i paesi dell'OCSE il tasso di crescita sui dodici mesi dell'IPC è stato pari al 3,3 per cento in dicembre (dopo il 3,4 per cento di novembre), mentre il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasto su livelli più moderati, con un lieve aumento al 2,1 per cento. I risultati di indagini più recenti sui prezzi degli input a livello mondiale mostrano un ulteriore incremento dei costi medi in gennaio.

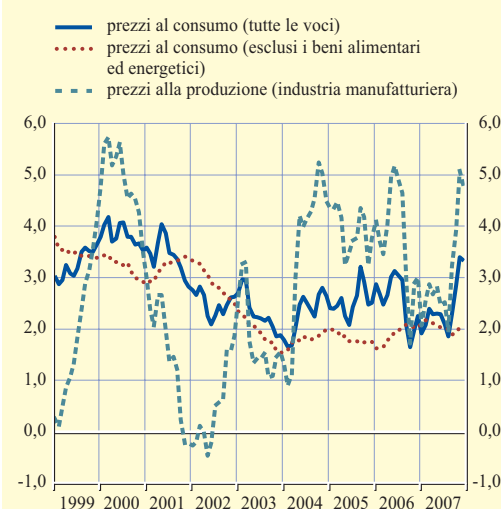
#### STATI UNITI

Negli Stati Uniti il ritmo dell'attività economica è rallentato nettamente nel quarto trimestre del 2007, dopo il tasso di espansione eccezionalmente elevato del 4,9 per cento del terzo trimestre. In base alle stime preliminari, nell'ultimo trimestre dell'anno il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,6 per cento sul trimestre precedente in ragione d'anno. Oltre al crollo degli investimenti residenziali (contrattisi di quasi il 24 per cento rispetto al trimestre precedente in ragione d'anno), la significativa moderazione della crescita del PIL in termini reali è anche riconducibile a un aggiustamento delle scorte, che ha sottratto quasi 1,3 punti percentuali alla progressione del PIL in termini reali dopo averne aggiunti 0,9 nel terzo trimestre. Inoltre, la crescita economica è stata frenata anche dalla più debole spesa per consumi e dal minore incremento delle vendite estere.

Nel contempo, gli indicatori dei prezzi mostrano un aumento dell'inflazione rispetto al terzo trimestre. Gli ultimi dati di contabilità nazionale indicano infatti che nel quarto trimestre il deflatore

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

della spesa per consumi privati al netto dei prodotti alimentari ed energetici è salito del 2,1 per cento in ragione d'anno, dopo una progressione dell'1,9 per cento nel terzo trimestre.

Il 22 gennaio, nel corso di una riunione straordinaria, il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di abbassare di 75 punti base, al 3,5 per cento, il tasso obiettivo sui *federal funds*. In occasione della successiva riunione regolare del 30 gennaio il tasso obiettivo è stato ridotto di ulteriori 50 punti base, al 3 per cento. Il FOMC ha motivato tali interventi facendo riferimento alle nuove informazioni, indicative di un intensificarsi della contrazione del mercato delle abitazioni nonché di un lieve indebolimento delle condizioni sul mercato del lavoro.

### GIAPPONE

In Giappone l'attività economica è andata moderandosi negli ultimi mesi, a seguito della revisione della legislazione relativa all'industria edilizia (*Building Standard Law*) nel giugno dello scorso anno che ha determinato un significativo calo dei nuovi avviamenti di cantieri residenziali e commerciali nella seconda metà del 2007. Tuttavia, l'attività economica ha continuato a far registrare un'espansione e il prodotto è stato sorretto dalla tenuta delle condizioni di mercato e dalla vigorosa crescita delle esportazioni, sotto l'impulso in particolare della forte domanda estera proveniente dalle economie emergenti dell'Asia.

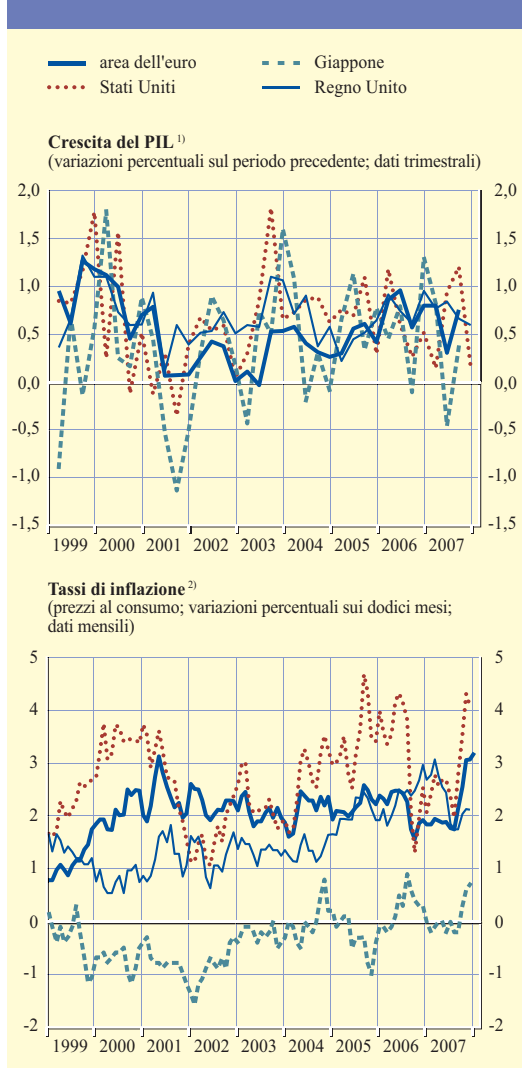
L'inflazione al consumo è rimasta contenuta (cfr. figura 2) per effetto delle persistenti pressioni al ribasso, soprattutto sui salari. Negli ultimi mesi tuttavia, a causa del rincaro delle materie prime importate l'IPC complessivo è tornato in territorio positivo. In dicembre il tasso di variazione dell'IPC sui dodici mesi si è collocato allo 0,7 per cento, dopo lo 0,6 di novembre, mentre al netto degli alimentari freschi è stato pari allo 0,8 per cento, contro lo 0,4 del mese precedente. Al netto di alimentari ed energia, la variazione sui dodici mesi dell'IPC è stata uguale a novembre (-0,1 per cento).

Nella riunione del 22 gennaio la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,50 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

### REGNO UNITO

Nel Regno Unito, secondo le stime preliminari, nel quarto trimestre il tasso di crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali si è

**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.

collocato allo 0,6 per cento, pari a un calo di 0,1 punti percentuali dal terzo trimestre. I dati delle vendite al dettaglio indicano una moderazione dei consumi delle famiglie nell'ultimo trimestre del 2007. Gli indicatori dell'attività e dei prezzi nel mercato degli immobili residenziali sono in generale calati negli ultimi mesi. In dicembre l'inflazione misurata sullo IAPC è risultata invariata rispetto ai due mesi precedenti, al 2,1 per cento. Il minore contributo delle tariffe dei servizi di pubblica utilità ha continuato a controbilanciare i rincari dei carburanti e dei generi alimentari.

Il 7 febbraio il *Monetary Policy Committee* della Bank of England ha abbassato il tasso ufficiale di 25 punti base, al 5,25 per cento.

### ALTRI PAESI EUROPEI

Gli indicatori congiunturali del quarto trimestre indicano che negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la dinamica della crescita è rimasta sostanzialmente sostenuta. In tali paesi l'inflazione è in generale aumentata ulteriormente in dicembre.

La crescita del PIL sul trimestre precedente è stimata essere rimasta sostanzialmente stabile in Svezia nel quarto trimestre ed essersi moderata significativamente in Danimarca da un livello molto elevato nel terzo trimestre. In entrambi i paesi gli indicatori della fiducia dei consumatori sono calati negli ultimi mesi, sebbene siano comunque restati al di sopra della media di lungo periodo. In Svezia la crescita delle vendite al dettaglio nei tre mesi sino a dicembre è stata prossima a zero, nettamente inferiore al livello del terzo trimestre. L'inflazione misurata sullo IAPC è cambiata solo marginalmente in dicembre rispetto a novembre: in Svezia è salita al 2,5 per cento e in Danimarca è scesa al 2,4 per cento.

Nelle quattro maggiori economie dell'Europa centrale e orientale, nell'ultimo trimestre del 2007 la dinamica della crescita si sarebbe attenuata nella Repubblica Ceca, rafforzata in Ungheria e sarebbe rimasta sostanzialmente invariata in Polonia e Romania. In dicembre l'inflazione misurata sullo IAPC è ulteriormente aumentata sulla scia dei rincari dei beni alimentari ed energetici: nella Repubblica Ceca al 5,5 per cento, in Ungheria al 7,4 per cento e in Polonia al 4,2 per cento. In Romania l'inflazione è diminuita leggermente al 6,7 per cento, grazie al contributo dei beni alimentari e dell'energia divenuto lievemente negativo. Il 30 gennaio la Narodowy Bank Polski ha innalzato il proprio tasso di riferimento di 25 punti base al 5,25%, rispecchiando rischi di rialzo dell'inflazione e di superamento del tasso obiettivo nel medio termine. Il 7 febbraio la Česká národní banka, prospettandosi il rischio di non raggiungere l'obiettivo di inflazione, ha aumentato il tasso di riferimento di politica monetaria di 25 punti base al 3,75 per cento.

### PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto negli ultimi mesi dell'anno, sospinta sempre più dalla domanda interna. Nel contempo, la crescita delle esportazioni ha iniziato ad attenuarsi in diversi paesi, in particolare nelle piccole economie aperte, per via di una più debole domanda estera. Le spinte inflazionistiche sono rimaste forti in gran parte della regione, prevalentemente a causa degli elevati prezzi dei beni alimentari e delle materie prime.

In Cina il PIL è cresciuto dell'11,2 per cento sul periodo corrispondente nel quarto trimestre, con una lieve moderazione dall'11,5 per cento del trimestre precedente. L'espansione delle esportazioni ha perso slancio nella seconda metà del 2007, pur rimanendo sostenuta (al 21,6 per cento in termini nominali sui dodici mesi in dicembre). A fine 2007 l'avanzo commerciale ha raggiunto un livello cumulato di 262,2 miliardi di dollari, con un rialzo del 48 per cento rispetto all'anno precedente. Le statistiche sulle vendite al dettaglio indicano una vigorosa domanda di consumi negli ultimi mesi dell'anno. Nel contesto di una moderazione dei prezzi dei generi alimentari, l'inflazione dei prezzi



al consumo è diminuita al 6,5 per cento in dicembre, dal massimo su undici anni del 6,9 per cento di novembre. In gennaio la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha innalzato l'aliquota della riserva obbligatoria di altri 50 punti base, al 15 per cento.

### AMERICA LATINA

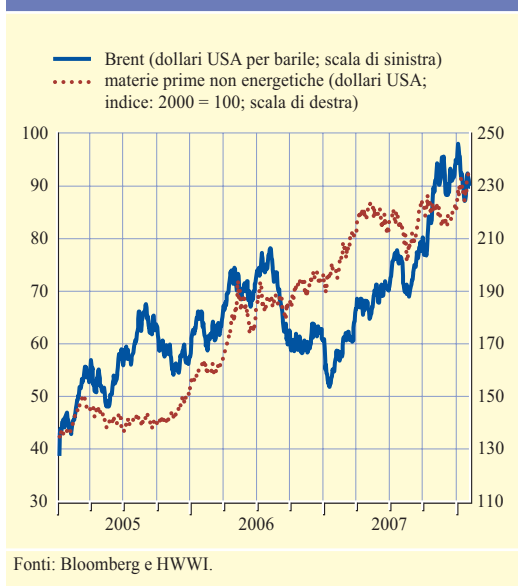
In gran parte dell'America latina l'attività economica è rimasta sostenuta, sotto la perdurante spinta soprattutto della domanda interna. In Brasile la produzione industriale è aumentata del 7,3 per cento in novembre, con una flessione rispetto alla progressione del 9,8 per cento di ottobre, e l'inflazione sui dodici mesi è risalita al 4,5 per cento in dicembre. In Argentina la produzione industriale ha mantenuto una dinamica vigorosa, crescendo a un ritmo del 9,9 per cento in dicembre, mentre l'inflazione dei prezzi al consumo sui dodici mesi è rimasta elevata all'8,5 per cento. In Messico, dopo una ripresa nel terzo trimestre, l'attività economica ha dato segni di moderazione, con un calo della crescita sui dodici mesi della produzione industriale allo 0,8 per cento in novembre dal 3,2 per cento di ottobre. L'inflazione dei prezzi al consumo si è collocata al 3,8 per cento in dicembre.

## 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Verso la fine del 2007 i corsi petroliferi sono entrati in una fase di considerevole volatilità. Dopo aver toccato un massimo storico in prossimità di 100 dollari statunitensi all'inizio di gennaio, le quotazioni petrolifere sono scese notevolmente e il prezzo del Brent si è portato a 89,2 dollari il 6 febbraio (cfr. figura 3).

L'effetto combinato di temperature invernali più miti con una lenta ricostituzione delle scorte e di accresciute preoccupazioni in merito a un calo della domanda mondiale di petrolio connesso alla debolezza dell'economia statunitense ha esercitato pressioni al ribasso sui corsi petroliferi in gennaio. All'inizio dell'anno le scorte molto basse negli Stati Uniti e in altri paesi dell'OCSE e le tensioni geopolitiche hanno suscitato timori di carenze dal lato dell'offerta nel breve periodo, ma, a fronte di temperature invernali relativamente miti nelle principali regioni facenti uso di riscaldamento invernale e di un graduale accumulo delle scorte, le condizioni tese prevalse temporaneamente sui mercati petroliferi si sono allentate. Le preoccupazioni del mercato su un rallentamento economico negli Stati Uniti con ripercussioni sulla domanda di petrolio mondiale, unitamente a una liquidazione di posizioni speculative durante la turbolenza sui mercati azionari, hanno esercitato ulteriori pressioni al ribasso sui prezzi del petrolio. In gennaio l'Agenzia internazionale per l'energia ha mantenuto le prospettive a medio termine per la domanda di petrolio nel 2008 su livelli relativamente sostenuti, in virtù di una forte crescita della domanda nelle economie non appartenenti all'OCSE, ma ha avvertito che una revisione al ribasso della domanda di petrolio mondiale potrebbe essere considerata nel caso di un rallentamento sostanziale dell'economia statunitense. Inoltre dal lato dell'offerta, le pres-

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



sioni si sono leggermente allentate con il significativo incremento dei livelli di produzione effettivi in dicembre, quando gli Emirati Arabi Uniti sono tornati alla piena capacità produttiva dopo i lavori di manutenzione su impianti e giacimenti. Vista la recente flessione dei corsi petroliferi, l'OPEC non ha aumentato la propria quota di produzione in occasione della sua ultima riunione il 1° febbraio.

In prospettiva, durante questo periodo di elevata volatilità dei prezzi a pronti e malgrado le preoccupazioni di mercato su un rallentamento economico globale, i prezzi dei contratti *future* a medio termine sono rimasti su livelli elevati, con i contratti con scadenza nel dicembre 2009 scambiati a 87 dollari. Ciò rispecchia attese di mercato di un protrarsi di condizioni tese sui mercati petroliferi nel medio periodo attribuibili a una domanda di petrolio relativamente sostenuta nelle economie non appartenenti all'OCSE, nonché a una limitata crescita dell'offerta di greggio e ai ridotti margini di capacità produttiva inutilizzata. Nel breve periodo i corsi petroliferi dovrebbero rimanere molto sensibili a lievi variazioni dell'equilibrio tra offerta e domanda e del contesto geopolitico.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono nuovamente aumentati in gennaio in presenza di una crescente volatilità di breve periodo. I principali fattori trainanti sono stati i prezzi dei metalli non ferrosi e dei beni alimentari. I prezzi degli alimentari sono stati sorretti da una robusta domanda, da dati sulle scorte molto bassi e da preoccupazioni sulle carenze di offerta, ad esempio a causa della siccità. In particolare, i prezzi del frumento e del mais sono aumentati significativamente. In aggiunta, quelli dei metalli non ferrosi si sono ripresi dalle flessioni di dicembre, impennandosi verso la fine di gennaio sulla scia di carenze di produzione causate da una penuria di elettricità in Cina e Sudafrica. Alla fine di gennaio l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 17 per cento al livello di un anno prima.

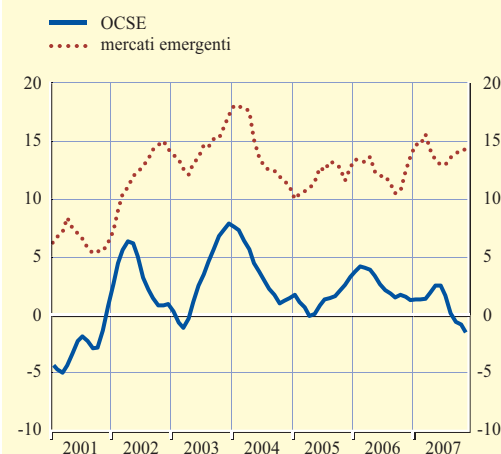
### 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

La moderazione dell'espansione mondiale determinerà probabilmente una lieve flessione della domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro, malgrado la tuttora perdurante vivace attività economica nella maggior parte delle economie emergenti. In novembre 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 a un peggioramento delle prospettive in tutte le principali economie della stessa (cfr. figura 4). Nel contempo, i dati più recenti per le principali economie non appartenenti all'OCSE indicano una stabile prosecuzione della crescita di Cina e Brasile, ma un indebolimento delle prospettive per l'India.

Per le prospettive di crescita prevalgono nel complesso rischi di indebolimento che riflettono principalmente la possibilità che gli andamenti dei mercati finanziari abbiano una ricaduta mag-

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.

giore 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 ribasso provengono dall'eventualità di nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime, dalle preoccupazioni sulle spinte protezionistiche e dalla possibilità di andamenti disordinati dovuti agli squilibri mondiali.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Gli ultimi dati monetari supportano la tesi secondo cui il ritmo dell'espansione monetaria e creditizia di fondo rimane sostenuto, indicando rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine. Ancorché lievemente diminuito in dicembre, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è rimasto vigoroso all'11,5 per cento. Anche il tasso di incremento dei prestiti delle IFM al settore privato si è mantenuto su un livello elevato, all'11,1 per cento. Nel contempo, la crescita di M3 ha continuato a essere favorita da una curva dei rendimenti piatta e, pertanto, sovrastima in parte l'espansione monetaria di fondo. A livello aggregato, la dinamica dell'aggregato monetario ampio e del credito non ha risentito in misura significativa delle recenti turbolenze finanziarie, sebbene nei dati di dicembre sia nuovamente emersa l'evidenza di un impatto su componenti e contropartite specifiche di M3. In genere occorre interpretare con una certa cautela gli andamenti monetari di fine anno e ciò è particolarmente opportuno in questa occasione, dal momento che gli andamenti nel 2007 potrebbero essere stati accentuati dalle tensioni sui mercati finanziari. La crescita di M1 potrebbe averne risentito in modo particolare. Tuttavia, il principale fattore alla base del rallentamento sia di M1 sia dell'indebitamento delle famiglie resta l'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE in atto a partire dal dicembre 2005.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

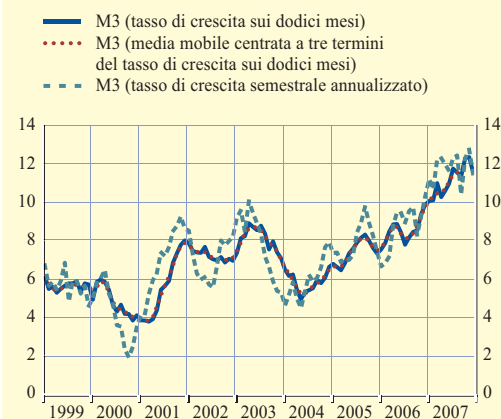
Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito in dicembre all'11,5 per cento, dal 12,3 di novembre (cfr. figura 5). L'andamento riflette il fatto che il tasso di espansione sul mese precedente è sceso allo 0,3 per cento, segnando il valore più basso registrato negli ultimi due anni. L'impatto dell'incremento relativamente modesto registrato in dicembre è visibile anche nella moderazione del tasso di crescita semestrale annualizzato, sebbene sia quest'ultimo tasso sia quello sui dodici mesi siano rimasti su un livello elevato.

Occorre una certa cautela nel valutare gli andamenti monetari alla fine dell'anno, in quanto essi possono risentire di fattori (quali considerazioni di natura contabile) che non sono colti appieno dalla destagionalizzazione applicata ai dati monetari. Ad esempio, a seconda di come cadono le festività a fine dicembre, gli investitori possono utilizzare attività monetarie o non monetarie a maggior rendimento come forme temporanee di investimento per fondi normalmente detenuti in attività monetarie estremamente liquide. Lo scorso dicembre tali effetti di fine anno potrebbero essere stati accentuati dalle turbolenze sui mercati finanziari e dalla preoccupazione degli investitori riguardo agli andamenti del mercato del credito al volgere dell'anno. Tenendo conto di quanto sopra, i dati di dicembre hanno continuato ad avvalorare le precedenti valutazioni riguardo ai fattori che stanno attualmente influenzando gli andamenti monetari.

Innanzitutto, vi è nuovamente evidenza che gli andamenti di talune componenti e contropartite specifiche di M3 strettamente connesse alla na-

Figura 5 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.



tura delle turbolenze finanziarie hanno risentito di tali tensioni. In particolare, sarebbero state influenzate le consistenze di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e in titoli di debito delle IFM, nonché i flussi delle attività nette sull'estero delle IFM. Tuttavia, la crescita complessiva degli aggregati monetari ampi e del credito non mostra tuttora di aver subito un impatto significativo.

In secondo luogo, la crescita di M3 sovrastima attualmente il ritmo dell'espansione monetaria di fondo, in quanto la curva dei rendimenti piatta continua a rendere la remunerazione delle attività monetarie a più breve termine attraente rispetto alle attività non monetarie più rischiose non comprese in M3. Tuttavia, il protrarsi in dicembre di una robusta crescita dei prestiti al settore privato non finanziario corrobora la tesi secondo cui la dinamica monetaria sarebbe sospinta in larga misura da forze fondamentali, per cui il tasso di espansione monetaria di fondo rimane vigoroso.

In terzo luogo, i dati monetari di dicembre confermano altresì che l'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE, in atto dal dicembre 2005, continua a influenzare l'andamento della moneta e del credito. Ciò è evidente soprattutto nell'ulteriore moderazione dei tassi di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie e di M1. Nel contempo, è anche probabile che il forte calo della crescita di M1 in dicembre rifletta marcati effetti di fine anno.

Gli andamenti monetari di Cipro e Malta saranno inclusi per la prima volta negli aggregati dell'area dell'euro a partire da gennaio 2008 (cfr. il riquadro qui sotto).

#### Riquadro 1

### FATTI STILIZZATI SUL SETTORE DELLE IFM DI CIPRO E DI MALTA E RELATIVO IMPATTO SUI DATI MONETARI DELL'AREA DELL'EURO

Il 1° gennaio 2008 Cipro e Malta hanno adottato l'euro come valuta nazionale, portando così da 13 a 15 il numero dei paesi dell'area dell'euro. I dati monetari per Cipro e Malta saranno compresi per la prima volta negli aggregati dell'area di gennaio, che saranno pubblicati il 27 febbraio e riportati nel numero di marzo 2008 di questo Bollettino<sup>1)</sup>. Il presente riquadro evidenzia alcuni fatti stilizzati sulla struttura del bilancio delle IFM residenti a Cipro e a Malta<sup>2)</sup>.

#### Caratteristiche principali del settore delle IFM a Cipro.

Alla fine di dicembre erano residenti a Cipro 216 IFM in totale, ovvero 215 enti creditizi e la Banca centrale di Cipro<sup>3)</sup>. Non esistono fondi comuni monetari istituiti in questo paese. Il bilancio delle IFM cipriote ammontava complessivamente a 99 miliardi di euro alla fine di dicembre, a fronte dei 31.434 miliardi delle IFM dell'intera area dell'euro. Cipro rappresenta quindi circa lo 0,3 per cento del bilancio delle IFM dell'area allargata. Secondo i calcoli della BCE, in dicembre il contributo di Cipro all'aggregato monetario M3 dell'area sarebbe stato di 31 miliardi

1) Per le statistiche monetarie, la serie dell'area dell'euro copre gli Stati membri in cui era adottato l'euro come valuta nazionale all'epoca cui si riferiscono i dati. Questo approccio, applicato altresì alle statistiche sui tassi di interesse delle IFM e allo IAPC, è diverso da quello adottato per tutte le altre serie di dati, come quella relativa al PIL, per le quali i dati fanno riferimento alla più recente composizione dell'area dell'euro per l'intera serie temporale.

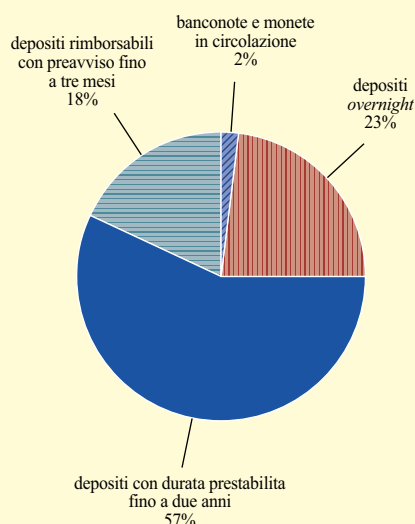
2) Per informazioni sulla metodologia statistica adottata in relazione all'allargamento dell'area dell'euro nelle statistiche sui bilanci delle IFM, cfr. il riquadro 1 *Implicazioni per le statistiche monetarie dell'ingresso della Slovenia nell'area dell'euro*, nel numero di febbraio 2007 di questo Bollettino. Per ulteriori dettagli, cfr. anche la sezione *Note generali* del Bollettino stesso.

3) Per una rassegna dell'andamento del settore delle IFM nell'UE, cfr. ad esempio il sito Internet <http://www.ecb.int/stats/money/mfi/statrep/html/index.en.html>.

di euro. I depositi incidono sul contributo cipriota a M3 per il 98 per cento. I depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza) costituiscono una parte relativamente cospicua, rappresentando in dicembre il 57 per cento di M3 (cfr. figura A), mentre le quote dei depositi overnight e dei depositi rimborsabili con un preavviso non superiore a tre mesi si sono collocate nello stesso mese, rispettivamente, al 23 e al 18 per cento. Questa ripartizione è diversa da quella di M3 dell'area dell'euro, in quanto i depositi totali hanno inciso in dicembre per l'81 per cento sul totale di M3 dell'area, con un maggior contributo dei depositi overnight e uno più contenuto dei depositi con durata prestabilita fino a due anni (cfr. figura C). Le consistenze di titoli di debito a breve termine delle IFM e dei contratti pronti contro termine, che nel complesso dell'area dell'euro rappresentano rispettivamente il 4 e il 3 per cento delle consistenze di M3 detenute, non sono significative a Cipro.

**Figura A Composizione di M3 a Cipro**

(dicembre 2007)



Fonte: BCE.

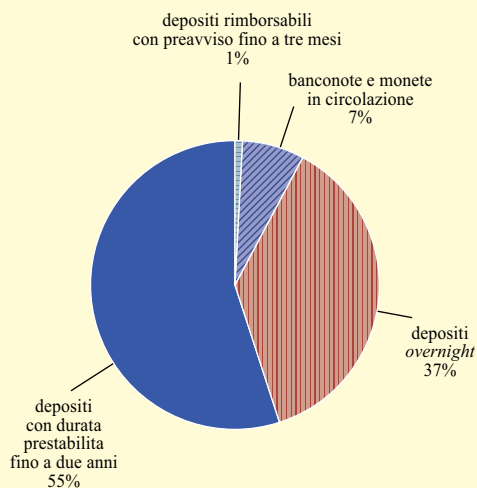
Quanto alle contropartite di M3, le passività a più lungo termine delle IFM cipriote ammontavano in dicembre a poco più di 13 miliardi di euro, mentre dal lato delle attività di bilancio i prestiti in essere al settore privato hanno raggiunto l'importo complessivo di 34 miliardi di euro. Da un punto di vista settoriale, alle famiglie sono stati concessi 16 miliardi di euro dei prestiti in essere e alle società non finanziarie altri 16 miliardi.

### Caratteristiche principali del settore delle IFM a Malta

In dicembre erano residenti a Malta 28 IFM, ovvero 22 enti creditizi, cinque fondi comuni monetari e la Central Bank of Malta. Il bilancio aggregato delle IFM con sede a Malta ammontava alla fine di dicembre a 41 miliardi di euro, pari a circa lo 0,1 per cento del bilancio delle IFM dell'area dell'euro allargata. Il contributo di Malta all'aggregato M3 dell'area in dicembre sarebbe stato pari a circa 8 miliardi di euro. Come a Cipro, i depositi con durata prestabilita fino a due anni svolgono un ruolo preminente a Malta, rappresentando in dicembre il 55 per cento di M3 (cfr. figura B). Insieme ai depositi *overnight* (che hanno costituito il 37 per cento di M3), essi hanno costituito nello stesso mese il 92 per cento dell'M3 maltese.

**Figura B Composizione di M3 a Malta**

(dicembre 2007)



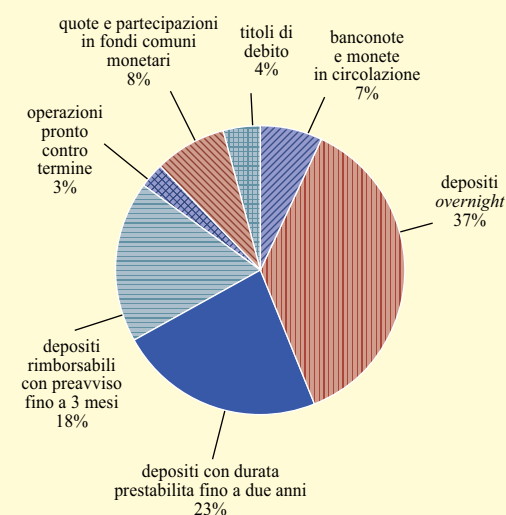
Fonte: BCE.

Sempre in dicembre i contributi del circolante e dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) si sono collocati rispettivamente al 7 e all'1 per cento. I contratti pronti contro termine e le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari rivestono un'importanza molto limitata a Malta. Quanto alle contropartite di M3, le passività a più lungo termine hanno ammontato in dicembre a 2 miliardi di euro circa. Dal lato delle attività di bilancio delle IFM, i prestiti in essere al settore privato a Malta ammontavano nello stesso mese a 8 miliardi di euro, di cui 3 miliardi sono stati concessi alle famiglie e 4 miliardi alle società non finanziarie.

Le statistiche sui bilanci delle IFM dell'area dell'euro fanno riferimento agli Stati membri dell'UE che avevano come valuta nazionale l'euro nel mese di riferimento considerato. Pertanto, i dati sugli importi in essere riferiti all'esercizio 2007 coprono i 13 paesi che allora facevano parte dell'area dell'euro, mentre quelli relativi al periodo con inizio da gennaio 2008 coprono i 15 paesi attualmente nell'area. Secondo i calcoli della BCE, il contributo combinato di Cipro e Malta all'aggregato M3 dell'area dell'euro in dicembre sarebbe stato inferiore a 40 miliardi di euro, su un ammontare complessivo per l'area di 8.692 miliardi. L'integrazione di Cipro e Malta nelle statistiche monetarie dell'area in gennaio non influenzerà, quindi, la dinamica di M3 dell'area.

**Figura C Composizione di M3 dell'area dell'euro**

(dicembre 2007)



Fonte: BCE.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è diminuito al 4,0 per cento in dicembre, dal 6,3 di novembre. La flessione nasconde andamenti divergenti fra le sue componenti: il tasso di espansione del circolante è aumentato lievemente, mentre i depositi *overnight* hanno rallentato in misura considerevole (cfr. tavola 1). Quest'ultimo andamento riflette un deflusso di depositi *overnight*, il quale potrebbe essere connesso alla particolare lunghezza del fine settimana coincidente con il volgere dell'anno, circostanza che ha reso più appetibile detenere depositi a termine a breve scadenza a elevata remunerazione anziché depositi *overnight*. In tale contesto, per ricavare un quadro più completo sarà necessario valutare i dati di dicembre congiuntamente a quelli di gennaio. Guardando al di là di tali effetti di più breve termine, sul tasso di variazione di M1 continuano ad agire due forze contrapposte: da un lato, un effetto frenante generato dall'aumento del costo opportunità di detenere M1 a seguito dell'aumento dei tassi di interesse a breve termine; dall'altro lato, un effetto di stimolo proveniente da una sostenuta domanda di M1 per scopi transattivi, alla luce della vigorosa crescita economica della seconda metà del 2007.

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è aumentato in dicembre al 17,7 per cento, dal 16,7 di novembre, continuando perciò a fornire il maggior contributo alla crescita di M3. All'interno di questo aggregato, il tasso di variazione dei depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza) è ulteriormente

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

Fonte: BCE.

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

aumentato, mentre il tasso di decremento dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) è lievemente calato. Entrambe le componenti, quindi, hanno contribuito al rafforzamento complessivo.

Il protrarsi della vigorosa crescita dei depositi a termine a breve scadenza riflette l'appetibilità relativa della loro remunerazione, il cui andamento ha seguito l'incremento dei tassi di interesse del mercato monetario a breve termine. 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, favorendo una ricomposizione di attività da M1 e dai depositi a risparmio verso i depositi a termine. Una simile sostituzione fra le componenti di M3 non si è registrata nei mesi di ottobre e novembre, quando il suddetto differenziale ha cessato di ampliarsi. I dati monetari di dicembre suggeriscono che in tale mese potrebbe essere avvenuta una ripresa di tale attività di ricomposizione, accentuata da considerazioni di fine anno.

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

In dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è lievemente diminuito al 20,0 per cento, dal 20,7 di novembre, pur celando andamenti divergenti fra i vari strumenti. Da un lato, il tasso di espansione dei titoli di debito a breve termine delle IFM è ulteriormente aumentato, da un tasso già estremamente elevato; dall'altro lato, si è ridotta la crescita dei pronti contro termine e delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. Queste ultime hanno registrato ulteriori marcati deflussi in dicembre, dopo quelli particolarmente rilevanti in termini netti osservati in agosto e settembre agli inizi delle turbolenze finanziarie, riflettendo una generale avversione al rischio

nei confronti di tali strumenti per il timore di esposizioni a titoli garantiti da attività. I deflussi avevano segnato una parziale inversione in ottobre e novembre.

Il tasso di incremento dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine detenuti presso le IFM (i “depositi di M3”, che rappresentano la maggior aggregazione di componenti di M3 per cui sono disponibili dati per settore detentore) è diminuito in dicembre al 10,8 per cento, dall’11,7 di novembre. Il vigore di questo tasso di espansione continua ad essere ascrivibile prevalentemente al contributo delle famiglie, che è gradualmente aumentato negli ultimi anni. Il protratto incremento del tasso di espansione dei depositi di M3 detenuti dalle famiglie, collocatosi all’8,1 per cento in dicembre, è in contrasto con le flessioni osservate di recente per le società finanziarie e non finanziarie. Il tasso di crescita dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie è nettamente diminuito in dicembre all’11,0 per cento, dal 13,0 di novembre, mentre quello dei depositi di M3 detenuti da intermediari finanziari non monetari è sceso al 21,2 per cento, dal 25,4 del mese precedente.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito totale ai residenti nell’area dell’euro è aumentato in dicembre, riflettendo sia la moderazione del tasso di decremento del credito alle amministrazioni pubbliche sia l’aumento del tasso di crescita del credito al settore privato (cfr. tavola 1). L’accelerazione di quest’ultimo ha rispecchiato un aumento del tasso di incremento dei titoli detenuti, che a sua volta deriva da ingenti acquisizioni di titoli di debito emessi da altri intermediari finanziari (AIF) nel contesto di operazioni di cartolarizzazione. I prestiti al settore privato hanno continuato a crescere vigorosamente, segnando un tasso di incremento dell’11,1 per cento in dicembre, invariato rispetto al mese precedente. Benché diminuita lievemente ancora in dicembre, la dinamica a breve termine di questi prestiti è rimasta sostenuta.

Considerando le singole componenti del settore privato, in dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM agli AIF è aumentato al 23,8 per cento, dal 23,5 del mese precedente. Il maggior contributo alla crescita di questa componente dei prestiti proviene da quelli con scadenza fino a un anno, circostanza che potrebbe quindi essere interpretata come l’indicazione di un ampio ricorso alle linee creditizie da parte delle società veicolo e degli *structured investment vehicles*. Nonostante il ruolo potenzialmente svolto da tale fattore, il vigore del tasso di incremento dei prestiti a breve termine agli AIF 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 nonché l’aumentata preferenza delle IFM, dall’inizio delle turbolenze sui mercati finanziari, per prestiti interbancari con garanzia regolati attraverso piattaforme di contrattazione elettroniche.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è ulteriormente diminuito in dicembre, portandosi al 6,2 per cento dal 6,5 del mese precedente, in linea con la tendenza osservata dagli inizi del 2006 e riconducibile ai più elevati tassi sui prestiti bancari nonché alla moderazione riscontrata nella dinamica del mercato degli immobili residenziali in numerosi paesi dell’area dell’euro. I dati recenti, quindi, non indicano turbative significative nell’offerta dei prestiti bancari alle famiglie a seguito delle tensioni finanziarie. L’analisi specifica del tasso di incremento dei prestiti per l’acquisto di abitazioni, sceso in dicembre al 7,1 per cento dal 7,6 di novembre (cfr. tavola 2), mostra che la moderazione osservata nei paesi dell’area dell’euro con una forte dinamica di indebitamento è piuttosto diffusa e sta procedendo in maniera graduale, 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 aumentato in dicembre al 14,4 per cento, dal 14,0 di novembre, rimanendo su un livello molto elevato per i

**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					
		2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2007 nov.	2007 dic.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>43,2</b>	<b>13,0</b>	<b>12,7</b>	<b>13,8</b>	<b>14,0</b>	<b>14,0</b>	<b>14,4</b>
Fino a 1 anno	29,1	9,9	10,1	12,1	11,9	11,6	12,7
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,5	19,9	19,2	20,0	21,1	21,2	21,8
Oltre 5 anni	51,3	12,4	12,0	12,7	12,7	12,8	12,7
<b>Famiglie <sup>2)</sup></b>	<b>47,4</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>
Credito al consumo <sup>3)</sup>	12,8	7,1	6,5	5,7	5,3	5,1	5,3
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	71,5	9,4	8,6	8,1	7,6	7,6	7,1
Altri prestiti	15,7	3,2	3,6	3,2	3,1	3,1	2,8
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>0,9</b>	<b>27,6</b>	<b>23,8</b>	<b>26,6</b>	<b>21,9</b>	<b>14,9</b>	<b>16,4</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>8,5</b>	<b>12,3</b>	<b>15,9</b>	<b>19,8</b>	<b>22,9</b>	<b>23,5</b>	<b>23,8</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.

valori osservati di norma negli ultimi trent'anni. In dicembre il flusso dei prestiti alle società non finanziarie è ammontato complessivamente a 60 miliardi di euro, il terzo valore più elevato (non destagionalizzato) dall'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria. Il flusso totale dei prestiti nei cinque mesi da agosto a dicembre è così salito a 224 miliardi di euro. Si tratta di un importo considerevole rispetto ai flussi cumulati dei periodi precedenti, che continua a suggerire come l'offerta di credito bancario, almeno per il momento, non abbia risentito in misura significativa delle turbolenze sui mercati finanziari. Al contempo, in un contesto di rivalutazione generale dei rischi, alcune imprese potrebbero fronteggiare un maggior costo dell'indebitamento, con il crescere dei rischi di credito. La grande maggioranza dei nuovi prestiti delle IFM concessi a società non finanziarie nel periodo delle turbolenze è ancora di medio e lungo termine. L'elevato tasso di incremento dei prestiti al settore privato non finanziario e le scadenze più lunghe degli stessi suggerisce che questa attività di prestito riflette operazioni abituali da parte dei mutuatari anziché una reintermediazione dovuta alle tensioni finanziarie. Al momento non sussistono chiare evidenze di un impatto significativo sull'erogazione di prestiti a società non finanziarie imputabile a frizioni nel funzionamento dei mercati del credito. Si prevede, tuttavia, una certa moderazione, alla luce dell'inasprimento dei criteri di concessione del credito e degli aumenti dei tassi sui prestiti delle IFM (per maggiori dettagli sull'evoluzione dei criteri di concessione del credito cfr. il riquadro *Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro*).

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è diminuito in dicembre al 7,7 per cento, dal 7,9 di novembre. Questa ulteriore moderazione ha rispecchiato una crescita più contenuta dei titoli di debito a più lungo termine, mentre la crescita dei depositi a termine a più lunga scadenza si è lievemente rafforzata. L'andamento dei titoli di debito sarebbe connesso alle recenti scelte in materia di emissione di alcune banche, che potrebbero trovare più facile ottenere finanziamenti con scadenze più brevi. Quanto ai depositi a più lungo termine, la scomposizione per settore indica che, mentre il settore privato non finanziario ha continuato a ridurre le proprie consistenze in linea con le riallocazioni a favore di scadenze più brevi dato il protrarsi di una curva dei rendimenti relativamente piatta, le consistenze detenute dagli intermediari finanziari non monetari hanno segna-

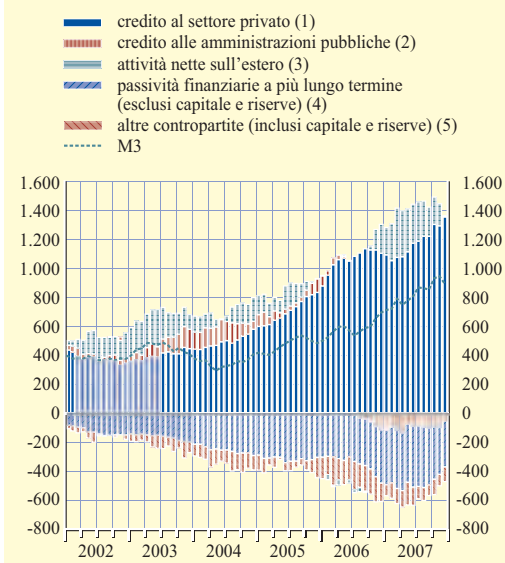
to un marcato incremento, riflettendo passività originatesi nel contesto di ingenti operazioni di cartolarizzazione in un singolo Stato membro.

Nei dodici mesi fino a dicembre la posizione netta sull'estero delle IFM ha registrato un afflusso di 9 miliardi di euro, valore inferiore ai 153 miliardi del mese precedente e al picco di 340 miliardi registrato in marzo (cfr. figura 6). Il marcato calo va ascritto all'eccezionale afflusso osservato nel dicembre 2006 che viene escluso dal flusso annuo, congiuntamente al marcato deflusso (pari a 74 miliardi di euro) del dicembre 2007. Il profilo recente, che vede alternarsi afflussi e deflussi mensili, è in linea con l'andamento delle attese circa il tasso di cambio dell'euro, che potrebbe aver contribuito a questi movimenti di capitali. Tuttavia, l'andamento mensile del flusso delle attività nette sull'estero delle IFM può essere volatile in periodi di accresciuta incertezza e non andrebbe sovrastimato.

Nel complesso, i dati di dicembre mostrano il protrarsi di una crescita vigorosa dell'aggregato monetario ampio e del credito. Sebbene nel mese siano state ancora interessate componenti e contropartite specifiche di M3, le turbolenze nei mercati finanziari hanno avuto un impatto modesto, quanto meno finora, sulla dinamica dell'aggregato monetario ampio e del credito. L'espansione monetaria di fondo rimane 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; in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

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

## Riquadro 2

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

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema<sup>1)</sup>. Nel quarto trimestre del 2007 le banche hanno segnalato un ulteriore inasprimento netto dei criteri per la concessione di prestiti a favore delle imprese, che ha interessato sia le grandi sia le piccole e medie imprese (PMI)<sup>2)</sup>. L'irrigidimento riflette il deterioramento delle condizioni sui mercati finanziari registrato a partire dall'inizio delle turbolenze l'estate scorsa e il peggioramento della situazione finanziaria delle banche. Ciò

1) Si noti che, a motivo delle turbolenze finanziarie in atto dall'estate scorsa, l'indagine di gennaio è stata anticipata di circa un mese. Il termine ultimo per la ricezione dei dati trasmessi dalle banche partecipanti alla rilevazione è stato fissato all'8 gennaio 2008. Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 18 gennaio sul sito Internet della BCE.

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

è confermato dalle risposte fornite dalle banche alle domande specifiche sulle turbolenze finanziarie incluse nell'indagine di gennaio (cfr. l'ultima sezione del riquadro). Dal lato della domanda di credito, le banche hanno indicato che la domanda netta di prestiti da parte delle imprese non ha mostrato variazioni di rilievo, mantenendosi lievemente positiva nel quarto trimestre del 2007<sup>3)</sup>. Secondo le banche intervistate, il calo della domanda netta di prestiti per finanziare operazioni di fusione/acquisizione e ristrutturazioni societarie è stato ampiamente compensato da altri fattori. Per il primo trimestre del 2008 le banche si attendono un protrarsi dell'inasprimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese, anche se in misura più moderata rispetto al quarto trimestre. La domanda netta di prestiti alle imprese dovrebbe diminuire lievemente.

Per quanto riguarda i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, le banche hanno segnalato un ulteriore inasprimento netto dei criteri di concessione del credito nel quarto trimestre del 2007. L'irrigidimento è stato tuttavia assai più contenuto che per i prestiti alle imprese. Secondo gli intermediari interpellati, la domanda netta di mutui è calata notevolmente nel quarto trimestre, principalmente per via della percezione di un deterioramento delle prospettive nel mercato degli immobili residenziali e di un peggioramento del clima di fiducia dei consumatori. Per il primo trimestre del 2008 le banche si attendono che i criteri di concessione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni continueranno a irrigidirsi, anche se in misura inferiore rispetto al trimestre precedente, e che la domanda netta di mutui si indebolirà ulteriormente.

Sul fronte del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie, le banche hanno indicato un lieve inasprimento netto dei criteri di concessione del credito nel quarto trimestre del 2007 (dopo un allentamento netto nel trimestre precedente), e una diminuzione della domanda netta. Per il primo trimestre del 2008 gli intermediari prevedono che la domanda netta di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie diminuirà ulteriormente e che i criteri di concessione continueranno a inasprirsi in termini netti.

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

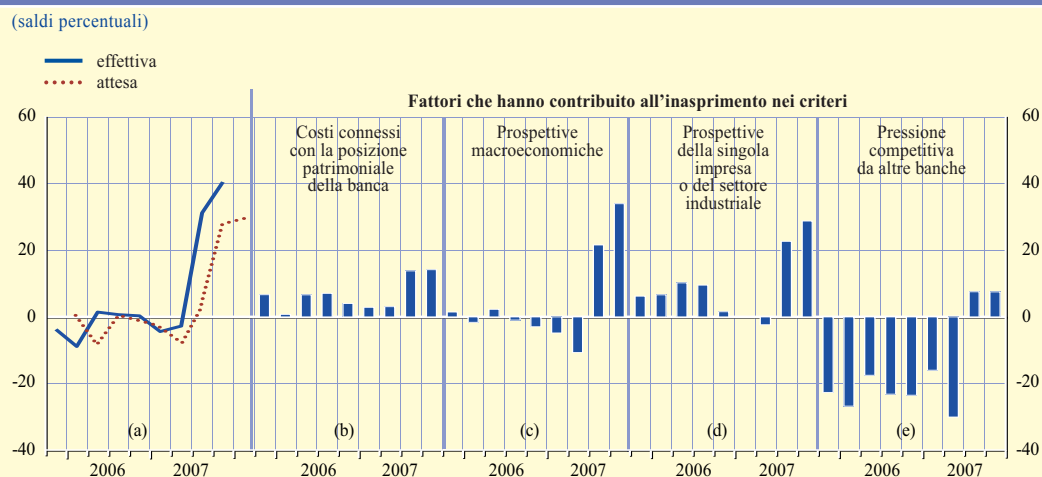
**Criteri per la concessione del credito.** Riflettendo le turbolenze finanziarie della seconda metà del 2007, i criteri di concessione di prestiti o linee di credito alle imprese sono stati ulteriormente inaspriti in termini netti nel quarto trimestre (41 per cento, contro il 31 per cento del trimestre precedente; cfr. figura A, riquadro (a)). All'irrigidimento hanno concorso la percezione dei rischi da parte delle banche riguardo l'attività economica generale e le prospettive settoriali o specifiche a singole imprese (cfr. figura A, riquadri (c) e (d)). Un modesto contributo all'inasprimento netto ha continuato a provenire anche dai costi relativi alla posizione patrimoniale delle banche, dalla loro posizione di liquidità e dalle condizioni di accesso al finanziamento sui mercati dei capitali, rispecchiando pertanto un possibile, ancorché limitato, impatto delle turbolenze finanziarie sul credito bancario (cfr. figura A, riquadro (b)).

Per quanto riguarda i termini e le condizioni del credito, le banche hanno inasprito i criteri, soprattutto ampliando i propri margini sia sui prestiti medi (38 per cento dall'11 per cento della precedente indagine), sia su quelli più rischiosi (58 per cento contro il precedente 37 per cento). Tuttavia, i criteri di concessione del credito nel quarto trimestre sono stati irrigiditi anche attraverso l'inasprimento dei termini e delle condizioni diverse dal prezzo, ossia attraverso la

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



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



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole irrigidimento” e “hanno registrato un moderato irrigidimento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato un moderato allentamento” e “hanno registrato un notevole allentamento”. I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori “attesi” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2008 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di gennaio 2008.

riduzione della scadenza dei prestiti o delle linee di credito e/o la richiesta di maggiori garanzie e di particolari clausole contrattuali.

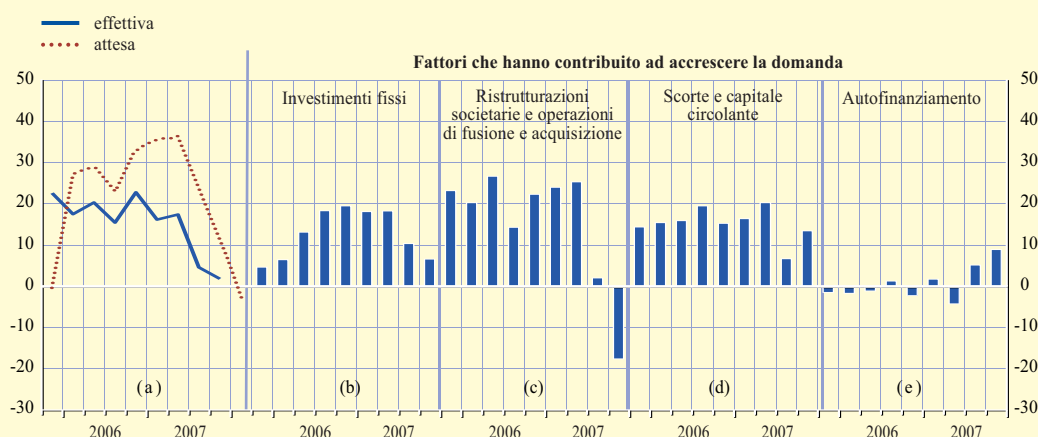
L'inasprimento netto dei criteri per la concessione del credito ha interessato sia le PMI (27 per cento dal 15 per cento del trimestre precedente) sia, in particolar modo, le imprese di grandi dimensioni (44 per cento contro il precedente 33 per cento). La forte restrizione dei criteri per le grandi imprese potrebbe essere connessa in una certa misura ai prestiti per il finanziamento di operazioni di fusione e acquisizione. Questi, secondo le banche intervistate, hanno risentito in maniera particolarmente significativa dell'inasprimento netto dei criteri di concessione del credito indotto dalle turbolenze finanziarie (cfr. l'ultima sezione sulle domande specifiche). È inoltre probabile che il peggioramento delle condizioni per le operazioni di cartolarizzazione risultante dalle turbolenze finanziarie si sia ripercosso, in particolare, sui prestiti alle grandi imprese (cfr. l'ultima sezione). L'inasprimento netto è stato leggermente più marcato per i prestiti a lunga scadenza (39 per cento dal 30 per cento della precedente indagine) che per quelli a breve (28 per cento dal precedente 16 per cento).

Per il primo trimestre del 2008, le banche si attendono un protrarsi dell'inasprimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese, in misura solo di poco inferiore a quello registrato nello scorso trimestre (cfr. figura A, riquadro (a)).

**Domanda di prestiti.** Nel quarto trimestre del 2007, la domanda netta di prestiti alle imprese non ha segnato variazioni di rilievo, mantenendosi lievemente positiva (2 per cento, contro il 5 per cento dell'indagine precedente; cfr. figura B, riquadro (a)). Secondo le banche interpellate, la voce “fusioni/acquisizioni e ristrutturazioni societarie” è stata il principale fattore all'origine del calo della domanda netta di prestiti. Quest'ultima è stata invece sostenuta dall'andamento di scorte, capitale circolante e investimenti fissi, anche se, almeno nel caso di questi ultimi, in misura minore rispetto al trimestre precedente (cfr. figura B, riquadri (b) a (d)). Altri fattori che hanno fornito un contri-

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

(saldi percentuali delle banche che hanno segnalato un contributo positivo sulla domanda)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole incremento” e “hanno registrato un moderato incremento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato una moderata contrazione” e “hanno registrato una notevole contrazione”. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l’indagine è stata condotta. I valori “attesi” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2008 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di gennaio 2008.

buto positivo alla domanda di prestiti sono stati, in misura predominante, la minore emissione di titoli di debito, nonché, in misura più modesta, i prestiti concessi da altre banche e da altre istituzioni non bancarie e l’emissione di titoli azionari. Ciò potrebbe indicare che negli ultimi mesi alcune imprese si sono scontrate con mercati meno accessibili o con peggiori condizioni di finanziamento, in particolare nella raccolta di fondi sul mercato delle obbligazioni societarie. Per contro, l’autofinanziamento ha continuato a contribuire negativamente alla domanda di prestiti da parte delle imprese. In termini di dimensioni dei mutuatari, gli intervistati hanno indicato che la domanda netta di prestiti delle PMI è rimasta invariata, mentre quella delle grandi imprese è diminuita (0 e -7 per cento rispettivamente). Infine, la domanda netta è stata positiva per i prestiti con tutte le scadenze, su valori sostanzialmente uguali per i prestiti a lungo e a breve termine (2 e 3 per cento rispettivamente), dopo essere stata superiore per i prestiti a lungo termine nei trimestri precedenti.

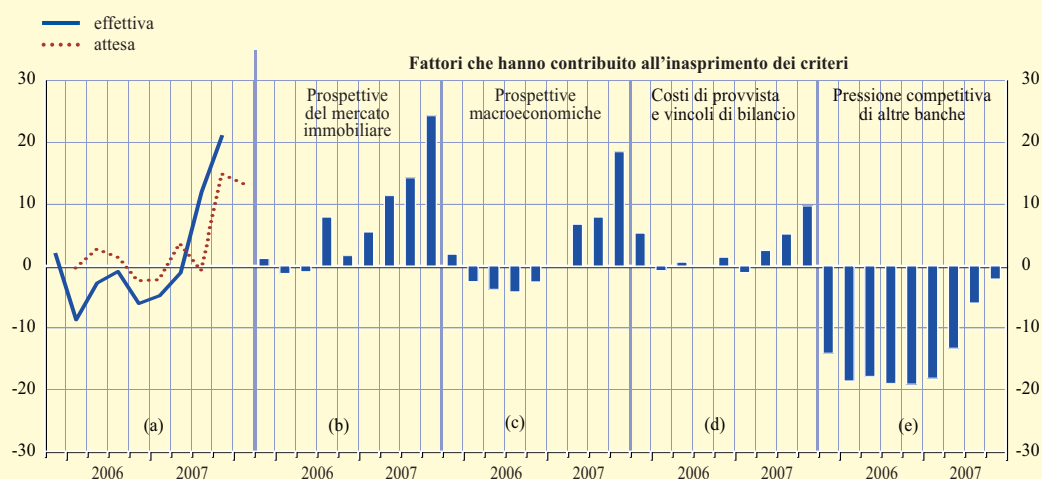
Nel primo trimestre del 2008, le banche si attendono un lieve calo della domanda di prestiti rispetto al trimestre precedente (cfr. figura B, riquadro (a)). Più specificamente, le banche prevedono un incremento della domanda di prestiti alle PMI, seppur inferiore rispetto al trimestre precedente, e un notevole calo della domanda netta da parte delle grandi imprese. Per quanto riguarda le scadenze, la domanda di prestiti a breve termine dovrebbe aumentare in termini netti, mentre quella di prestiti a lungo termine dovrebbe diminuire.

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

**Criteri per la concessione del credito.** Nel quarto trimestre del 2007 le banche hanno segnalato che i criteri per la concessione di mutui alle famiglie si sono ulteriormente irrigiditi (21 per cento dal 12 per cento della precedente indagine; cfr. figura C, riquadro (a)). I principali fattori all’origine dell’inasprimento sono stati il peggioramento, rispetto al trimestre precedente, sia delle attese relative all’attività economica generale, sia delle prospettive del mercato degli immobili residenziali (cfr. figura C, riqua-

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

(saldi percentuali delle banche che hanno segnalato un contributo all'inasprimento dei criteri)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2008 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di gennaio 2008.

dri (b) e (c)). La concorrenza delle altre banche ha continuato a favorire un allentamento netto, sebbene in misura meno rilevante che nei trimestri precedenti (cfr. figura C, riquadro (e)).

I criteri di concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni sono stati inaspriti soprattutto ampliando considerevolmente i margini, sia sui prestiti medi sia su quelli più rischiosi, nonché rendendo più restrittivi i termini e le condizioni diversi dal prezzo, quali i requisiti per le garanzie e il rapporto fra l'ammontare del prestito e il valore dell'immobile.

Per il primo trimestre del 2008, le banche interpellate si attendono una diminuzione dell'inasprimento netto dei criteri di concessione dei mutui rispetto al quarto trimestre del 2007 (cfr. figura C, riquadro (a)).

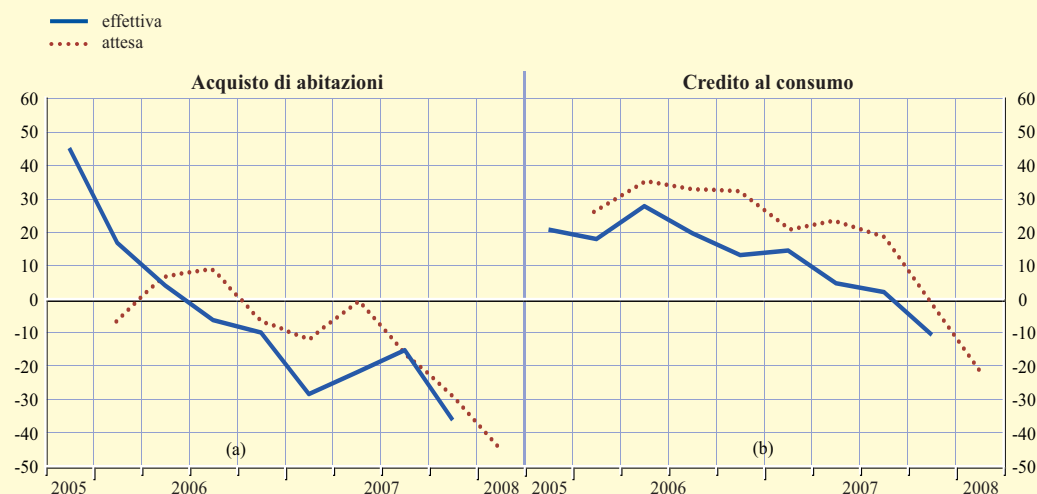
**Domanda di prestiti.** La domanda netta di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha segnato un notevole calo nel quarto trimestre del 2007 (-36 per cento da -15 per cento dell'indagine precedente; cfr. figura D, riquadro (a)). Ciò ha essenzialmente riflesso la percezione di un deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e di un peggioramento del clima di fiducia dei consumatori. Le attese delle banche per il primo trimestre del 2008 indicano un'ulteriore diminuzione della domanda netta rispetto al valore registrato nel quarto trimestre del 2007 (cfr. figura D, riquadro (a)).

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

**Criteri per la concessione del credito.** Nel quarto trimestre del 2007 le banche hanno segnalato un inasprimento netto dei criteri applicati per l'erogazione di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie, dopo un lieve allentamento netto nel trimestre precedente (10 per cento rispetto a -3 per cento nell'indagine precedente; cfr. figura E, riquadro (a)). Il peg-

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

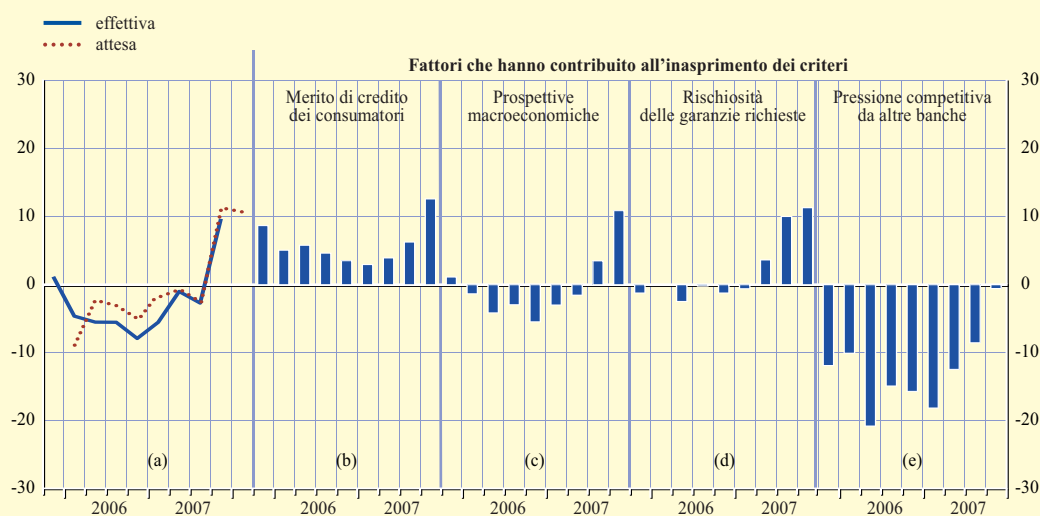
(saldi percentuali che hanno segnalato un contributo positivo sulla domanda)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole incremento” e “hanno registrato un moderato incremento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato una moderata contrazione” e “hanno registrato una notevole contrazione”. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l’indagine è stata condotta. I valori “attesi” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2008 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di gennaio 2008.

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

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole irrigidimento” e “hanno registrato un moderato irrigidimento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato un moderato allentamento” e “hanno registrato un notevole allentamento”. I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all’inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all’allentamento. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l’indagine è stata condotta. I valori “attesi” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2008 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di gennaio 2008.

gioramento delle attese sull'attività economica generale e sul merito di credito dei consumatori è stato indicato dalle banche come il principale fattore all'origine dell'inasprimento netto (cfr. figura E, riquadri (b) e (c)). Alla restrizione ha contribuito anche il rischio relativo alle garanzie reali richieste (cfr. figura E, riquadro (d)). L'inasprimento netto è stato attuato principalmente attraverso l'ampliamento dei margini sia sui prestiti medi sia su quelli più rischiosi. Per il primo trimestre del 2008, le banche interpellate hanno indicato di attendersi un protrarsi dell'inasprimento netto dei criteri per la concessione di credito (11 per cento) sostanzialmente in linea con la restrizione praticata nel quarto trimestre (cfr. figura E, riquadro (a)).

**Domanda di prestiti.** Le banche hanno segnalato che la domanda netta di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie si è ridotta notevolmente nel quarto trimestre, dopo essere stata leggermente positiva nel trimestre precedente (-11 per cento contro il 2 per cento dell'indagine precedente). Per il primo trimestre del 2008 le banche prevedono una sua ulteriore contrazione.

#### Domande puntuali sulle turbolenze finanziarie

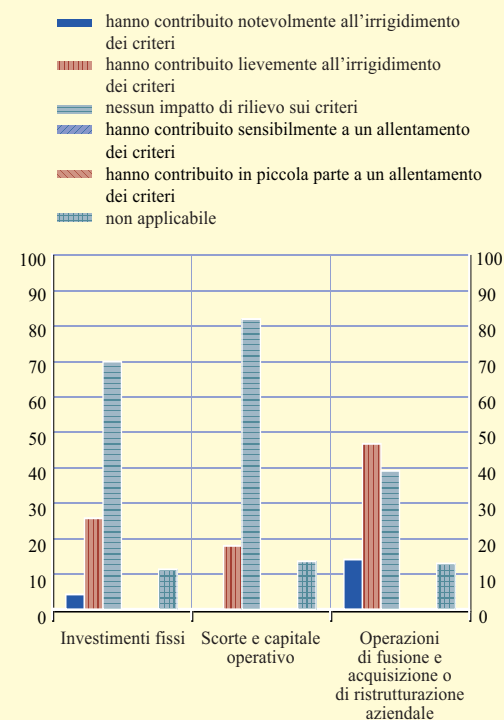
A continuazione delle domande specifiche incluse nell'indagine di ottobre del 2007, la rilevazione di gennaio conteneva una serie di domande puntuali tese a valutare gli effetti delle tensioni che hanno colpito i mercati finanziari dalla seconda metà del 2007. Le domande hanno riguardato, in primo luogo, l'impatto sui criteri di erogazione del credito e, quindi, le implicazioni sull'accesso al finanziamento all'ingrosso.

In linea con quanto emerso dalle domande regolari dell'indagine, le risposte alle domande puntuali indicano che l'impatto delle turbolenze nei mercati finanziari è stato differenziato per i segmenti di credito.

Secondo le banche, i criteri per la concessione di prestiti alle PMI e, soprattutto, alle grandi imprese hanno risentito delle turbolenze in misura più marcata dei criteri applicati ai prestiti alle famiglie. Ciò pare trovare riscontro nell'analisi dell'impatto per finalità del prestito (cfr. figura F), dalla quale emerge che negli ultimi tre mesi le turbolenze finanziarie hanno contribuito a un inasprimento dei criteri per la concessione di credito, in particolare per l'erogazione di prestiti alle imprese collegati a operazioni di fusione e acquisizione e di ristrutturazione societaria, con riferimento ai quali il 47 per cento delle banche ha indicato un moderato irrigidimento e un ulteriore 14 per

**Figura F Effetti delle recenti turbolenze dei mercati creditizi sui criteri applicati per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese negli ultimi tre mesi**

(percentuali di banche)



Nota: il valore dell'istogramma "non applicabile" è calcolato come percentuale delle banche che hanno fornito tale risposta sul numero totale delle banche intervistate. I valori relativi ai rimanenti istogrammi sono calcolati come percentuale delle banche che hanno fornito una determinata risposta sul totale delle banche che non hanno risposto "non applicabile". Le cifre relative all'area dell'euro sono medie ponderate di risultati per paese.

cento ha segnalato un notevole irrigidimento. L'inasprimento dei criteri di concessione del credito è stato lievemente meno pronunciato per i prestiti destinati a finanziare investimenti fissi.

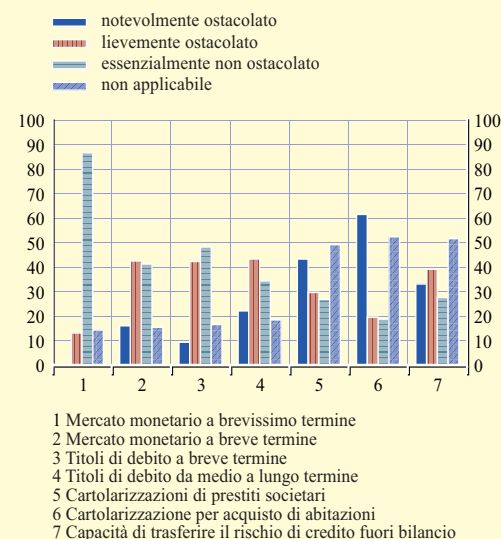
Per quanto concerne le attese per il primo trimestre del 2008, la maggior parte delle banche prevede che l'impatto delle turbolenze finanziarie sui criteri di concessione del credito sarà maggiore che negli scorsi tre mesi.

In generale le banche hanno segnalato che le tensioni sui mercati finanziari nella seconda metà del 2007 hanno reso più difficili le condizioni di accesso ai finanziamenti all'ingrosso (cfr. figura G)<sup>4)</sup>. In particolare, l'attività di cartolarizzazione legata alla cessione sia dei mutui per l'acquisto di abitazioni sia dei prestiti societari è risultata notevolmente indebolita nel quarto trimestre del 2007. Inoltre, un terzo delle banche interpellate ha dichiarato di ritenere che la capacità di trasferire il rischio di credito al di fuori dei propri bilanci si sia significativamente limitata. Nel quarto trimestre del 2007, inoltre, gli istituti hanno segnalato il perdurare di considerevoli difficoltà nell'accedere a fondi all'ingrosso tramite il mercato monetario interbancario non garantito, sebbene in misura minore per le scadenze a brevissimo termine. Inoltre, come nell'indagine precedente, le banche hanno segnalato di aver avuto maggiori difficoltà a finanziarsi mediante le obbligazioni a medio e lungo termine che tramite i titoli di debito a breve termine. In linea di massima, non ci si attende un miglioramento dell'accesso al mercato del finanziamento all'ingrosso nei prossimi tre mesi. Secondo le attese, nel prossimo trimestre l'accesso a finanziamenti sul mercato monetario interbancario non garantito a breve termine e sui mercati dei titoli di debito a medio e lungo termine dovrebbe continuare a essere problematico, in linea con gli ultimi tre mesi; l'accesso al mercato dei titoli di debito a breve termine dovrebbe diventare invece leggermente meno difficoltoso nel primo trimestre del 2008. Inoltre, l'attività di cartolarizzazione dovrebbe risultare moderatamente meno problematica nel primo trimestre del 2008.

Le difficoltà di accesso al finanziamento all'ingrosso hanno inciso anche sugli importi che le banche sono state disposte a erogare e/o sul margine applicato ai fondi prestati negli ultimi tre mesi. Secondo le banche tale effetto dovrebbe perdurare nel primo trimestre del 2008. Negli ultimi tre mesi la propensione delle banche a erogare credito sembra aver risentito anche dei costi relativi alle posizioni patrimoniali degli istituti stessi, il cui effetto potrebbe protrarsi nei prossimi tre mesi.

**Figura G Accesso a finanziamento sul mercato all'ingrosso negli ultimi tre mesi**

(percentuali di banche)



Nota: il valore dell'istogramma "non applicabile" è calcolato come percentuale delle banche che hanno fornito tale risposta sul numero totale delle banche intervistate. I valori relativi ai rimanenti istogrammi sono calcolati come percentuale delle banche che hanno fornito una determinata risposta sul totale delle banche che non hanno risposto "non applicabile". Le cifre relative all'area dell'euro sono medie ponderate di risultati per paese.

4) Va notato che non tutti i metodi di finanziamento sono rilevanti per le banche nei vari paesi dell'area dell'euro.

Infine, per quanto concerne l'impatto che il fabbisogno di fondi per onorare gli impegni nei confronti di programmi di *asset-backed commercial paper* emessi da società veicolo e *structured investment vehicles* (SIV) ha esercitato sulla politica di erogazione del credito delle banche <sup>5)</sup>, il 30-40 per cento degli istituti con un'attività significativa in questo comparto ha risposto che negli ultimi tre mesi tali obblighi hanno avuto un impatto moderato o notevole sulla loro politica di credito, influenzando i volumi di credito o i margini applicati. Stando alle attese, nei prossimi tre mesi questo effetto dovrebbe continuare. Sebbene queste percentuali siano consistenti, occorre tener conto del fatto che circa il 60 per cento degli istituti interpellati non opera in modo rilevante in questo comparto.

5) Questa domanda specifica non era stata inclusa nell'indagine di ottobre 2007.

## 2.2 EMISSIONI DI TITOLI

*Pur rimanendo su livelli elevati, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è lievemente diminuito in novembre. La riduzione dell'emissione è riconducibile in gran parte ai settori delle IFM e delle istituzioni finanziarie non-monetarie. Il tasso di incremento dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie e dalle amministrazioni pubbliche ha segnato decrementi solo modesti. L'emissione di azioni quotate è diminuita marginalmente ed è rimasta relativamente modesta rispetto a quella dei titoli di debito.*

### TITOLI DI DEBITO

In novembre l'emissione di titoli di debito da parte dei residenti nell'area dell'euro è rimasta vivace: il tasso di crescita sui dodici mesi si è collocato all'8,6 per cento, segnando un valore solo lievemente inferiore al 9,1 per cento osservato in ottobre (cfr. tavola 3). Il tasso di espansione complessivo cela differenze fra le scadenze in quanto quello relativo all'emissione di titoli a breve

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2007 nov.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 ott.	2007 nov.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>12.063</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>9,1</b>	<b>8,6</b>
IFM	5.054	9,8	10,5	10,5	10,9	11,0	10,4
Società finanziarie non monetarie	1.414	28,5	27,6	29,3	28,7	27,0	25,5
Società non finanziarie	691	4,3	4,9	6,3	9,4	8,9	8,8
Amministrazioni pubbliche	4.905	2,8	2,4	3,2	3,3	3,1	2,8
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.588	2,4	2,1	3,1	3,3	3,0	2,7
Altre amministrazioni pubbliche	317	9,1	6,8	5,7	3,0	5,5	4,3
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>6.590</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
IFM	1.014	2,0	2,3	1,8	1,5	1,4	1,1
Società finanziarie non monetarie	578	1,1	1,0	1,5	1,4	3,5	3,4
Società non finanziarie	4.998	0,8	0,8	1,0	1,4	1,4	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*.

termine è aumentato al 22,6 per cento in novembre, dal 21,7 del mese precedente, mentre quello relativo all'emissione di titoli a lungo termine è lievemente calato, dal 7,7 al 7,1 per cento. L'emissione di titoli a più lungo termine può essere ulteriormente scomposta in prestiti a tasso fisso o variabile. Conseguentemente a fattori di domanda, i tassi variabili tendono a essere favoriti rispetto ai tassi fissi in periodi caratterizzati da una curva dei rendimenti piatta. Di conseguenza, la curva dei rendimenti piuttosto piatta della fine del 2007 può spiegare in parte il fatto che il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a tasso variabile in novembre è stato di nuovo significativamente superiore, al 13,7 per cento, a quello dei titoli a tasso fisso, collocatosi al 4,4 per cento nello stesso mese.

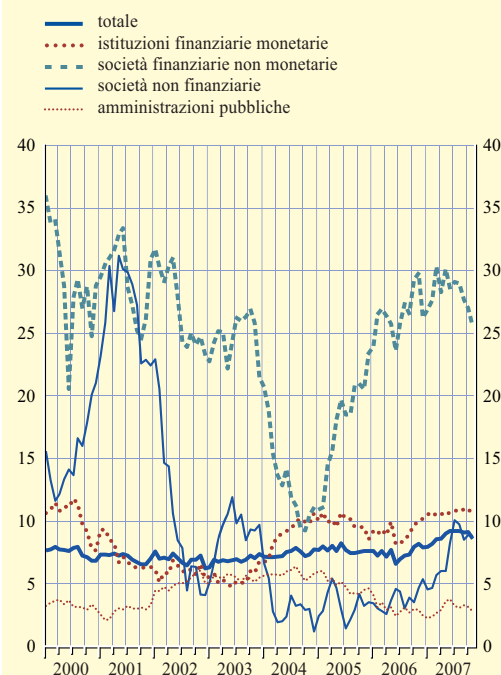
Il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato in novembre all'8,8 per cento, dall'8,9 del mese precedente (cfr. figura 7). In una prospettiva di più lungo periodo, la crescita dell'emissione di titoli di debito è quindi rimasta generalmente vivace e significativamente superiore ai livelli precedenti alle turbolenze. In termini di struttura per scadenze, sempre in novembre il tasso di crescita dei titoli di debito a lungo termine emessi da società non finanziarie è lievemente aumentato al 6 per cento, dal 5,8 di ottobre.

I dati destagionalizzati (che sono più adatti a misurare andamenti di lungo periodo) mostrano tuttavia che il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi dal settore non finanziario ha segnato una marcata flessione nell'ultima parte del 2007, passando dall'11,3 per cento di giugno al 2,4 di novembre. La ridotta attività di emissione visibile nei dati destagionalizzati può essere connessa, almeno in parte, alle turbolenze nei mercati finanziari, che hanno determinato un aumento del costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato. Ciò è evidente nei rendimenti e differenziali delle obbligazioni societarie a più elevato rendimento, soprattutto per le imprese con un basso merito di credito. I rendimenti offerti su obbligazioni non finanziarie denominate in euro con *rating* BBB, ad esempio, sono aumentati di circa 15 punti base in novembre, collocandosi al 5,4 per cento il 30 novembre. Dati forniti dal settore privato suggeriscono anche che si sono parzialmente ridotte le emissioni di obbligazioni ad alto rendimento da parte di società non finanziarie.

La maggior parte del finanziamento delle società non finanziarie avviene attraverso il sistema bancario. A seguito in parte del protrarsi di una considerevole domanda di prestiti da parte del settore non finanziario, l'emissione di titoli di debito da parte delle IFM è aumentata a un ritmo sostenuto in novembre, nonostante i timori per il credito che hanno caratterizzato il settore finanziario. Il tasso di espansione dei titoli di debito emessi dalle IFM è rimasto vigoroso in novembre al 10,4 per cen-

**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.



to, in diminuzione dall'11 per cento di ottobre. Il tasso di variazione dei titoli a lungo termine emessi dalle IFM è lievemente diminuito al 7,7 per cento in novembre. L'emissione di titoli a breve termine, invece, è aumentata in novembre al 28,8 per cento, valore di 3,6 punti percentuali superiore a quello registrato in ottobre. Si tratta del tasso di crescita dell'attività di emissione più elevato registrato da agosto 2000.

Il tasso di incremento sui tre mesi dell'emissione di titoli di debito calcolata in base a dati destagionalizzati è sceso dal 13,3 per cento di ottobre al 10,2 di novembre. Il calo complessivo va ricondotto alla ridotta emissione di titoli a lungo termine, dovuta in parte all'aumento del costo del finanziamento a lungo termine.

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie, benché diminuito dal 27 per cento di ottobre al 25,5 di novembre, è ancora rimasto su un livello elevato. L'attività di emissione di questo comparto è connessa in gran parte alle varie attività di cartolarizzazione intraprese dalle cosiddette società veicolo (*special purpose vehicles*), soggetti solitamente promossi dalle banche per perseguire obiettivi temporanei. Le turbolenze nei mercati finanziari hanno determinato una parziale riduzione delle attività di cartolarizzazione: questa, a sua volta, spiega probabilmente gran parte della flessione nell'attività di emissione di novembre.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è lievemente diminuito, passando in novembre al 2,8 per cento dal 3,1 di ottobre. Il calo è riconducibile a un rallentamento dei titoli di debito emessi sia dalle amministrazioni centrali sia dal settore delle altre amministrazioni pubbliche.

### AZIONI QUOTATE

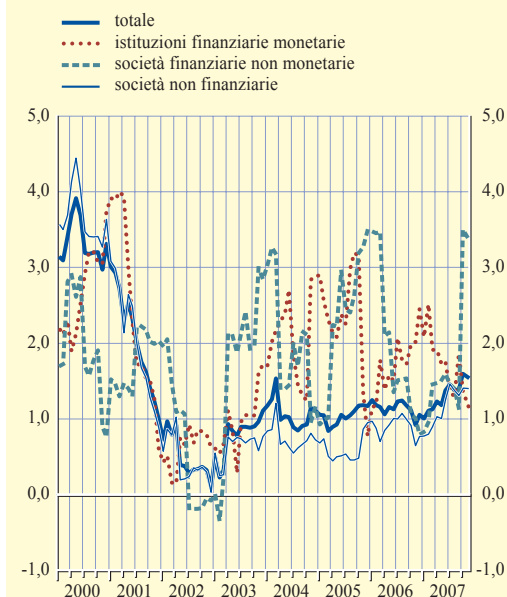
Il tasso di crescita su dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è sceso in novembre all'1,5 per cento, dall'1,6 di ottobre (cfr. tavola 3). L'andamento riflette la significativa flessione dei tassi di incremento delle azioni quotate emesse dalle IFM, mentre l'emissione da parte delle istituzioni finanziarie non monetarie è scesa solo in misura modesta: i tassi di variazione si sono collocati rispettivamente all'1,1 e al 3,4 per cento. Il tasso di crescita delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è rimasto invariato in novembre, collocandosi all'1,4 per cento (cfr. figura 8).

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*In gennaio e all'inizio di febbraio i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono diminuiti significativamente, soprattutto per effetto dello spostamento verso il bas-*

**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.

so, durante il corso del mese, delle aspettative di mercato riguardo all'andamento futuro dei tassi di interesse di riferimento della BCE. Al contempo, per le scadenze oltre il brevissimo termine, i differenziali fra i tassi sui depositi non garantiti e quelli garantiti sono rimasti eccezionalmente elevati rispetto ai loro valori storici.

Il differenziale fra i tassi sui depositi non garantiti e garantiti per le scadenze oltre il brevissimo termine è leggermente calato in gennaio e all'inizio di febbraio, pur restando eccezionalmente elevato rispetto ai valori storici, in un contesto di protratte tensioni sul mercato monetario a termine. Ad esempio, per le scadenze a tre mesi il differenziale fra i tassi Euribor sui depositi privi di garanzia e i tassi garantiti (come quelli ricavati dall'Eonia Swap Index o l'Eurepo) è sceso da 54 punti base il 10 gennaio a 39 punti base il 6 febbraio. A quest'ultima data i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente al 4,18, 4,36, 4,35 e 4,32 per cento, ossia a 3, 23, 29 e 32 punti base in meno rispetto ai livelli osservati il 10 gennaio (cfr. figura 9).

Il 6 febbraio il differenziale fra i tassi Euribor a dodici mesi e quelli a un mese era sceso a 15 punti base, a fronte dei 44 punti base del 10 gennaio (cfr. figura 9). L'appiattimento della curva dei rendimenti del mercato monetario rispecchia principalmente il calo delle aspettative di mercato sull'andamento futuro dei tassi di interesse di riferimento della BCE, ma anche la moderata contrazione degli spread fra i tassi sui depositi non garantiti e i tassi *swap* Eonia.

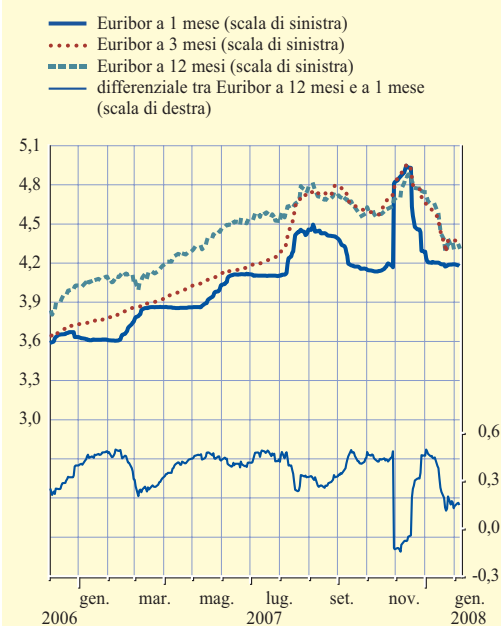
Il 6 febbraio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo, giugno e settembre 2008 si collocavano rispettivamente al 4,25, 3,86 e 3,57 per cento, con un calo di 26, 51 e 63 punti base dai livelli osservati il 10 gennaio.

Il 10 gennaio il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE, lasciando al 4,00 per cento il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Data la situazione di liquidità prevista dalla BCE alla fine del periodo di mantenimento avente termine il 15 gennaio, nell'ultimo giorno del periodo è stata condotta un'operazione di regolazione puntuale con la quale la BCE ha assorbito dal mercato 20 miliardi di euro. L'Eonia si è collocato quel giorno al 4,078 per cento (cfr. figura 10). Nei primi giorni del periodo di mantenimento seguente, con termine il 12 febbraio, l'Eonia si è stabilizzato intorno al 4 per cento, per poi portarsi a un livello superiore verso la fine di gennaio, in particolare nell'ultimo giorno di contrattazione del mese (quando ha raggiunto il 4,187 per cento). All'inizio di febbraio l'Eonia è tornato su valori più in linea con la norma, prossimi al 4 per cento.

Al fine di venire incontro al desiderio delle controparti di adempiere agli obblighi di ri-

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

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



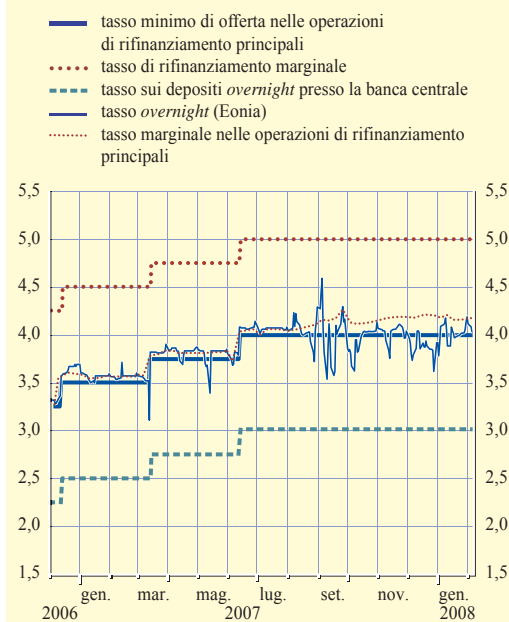
Fonti: BCE e Reuters.

serva all'inizio del periodo di mantenimento, la BCE ha proseguito nella sua politica di aggiudicare un volume di liquidità superiore a quello di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali, pur continuando nell'obiettivo di raggiungimento di condizioni di liquidità equilibrate al termine del periodo. Pertanto, nelle operazioni di rifinanziamento ordinarie settimanali del 15, 22 e 29 gennaio e del 5 febbraio la BCE ha aggiudicato rispettivamente 25, 17, 10 e 4,5 miliardi di euro in più del volume di riferimento corrispondente. I tassi marginali di aggiudicazione di tali operazioni sono stati del 4,16, 4,16, 4,18 e 4,17 per cento.

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine ordinaria del 31 gennaio (condotta secondo la consueta procedura, con un importo di aggiudicazione fisso di 50 miliardi di euro) i tassi marginale e medio ponderato si sono collocati al 4,21 e 4,33 per cento rispettivamente. È da notare che il tasso marginale è risultato inferiore di 16 punti base rispetto all'Euribor a tre mesi prevalente alla stessa data.

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*In gennaio e agli inizi di febbraio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sui principali mercati hanno subito un considerevole calo, in un contesto di turbolenza dei mercati azionari. La concomitante pronunciata diminuzione dei rendimenti obbligazionari in termini reali fa ritenere che gli operatori di mercato siano divenuti leggermente più pessimisti riguardo alle prospettive per l'attività economica nelle maggiori economie. I rendimenti obbligazionari hanno subito ulteriori pressioni al ribasso derivanti da una minore propensione degli investitori per le attività più rischiose. La volatilità implicita sul mercato obbligazionario è rimasta elevata sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.*

Proseguendo nella tendenza al ribasso iniziata la scorsa estate, nel mese di gennaio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono fortemente diminuiti sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (cfr. figura 11), scendendo di circa 35 e 50 punti base rispettivamente, fra la fine di dicembre del 2007 e il 6 febbraio 2008 e collocandosi, a quest'ultima data, al 4,1 e al 3,6 per cento. Di conseguenza, il differenziale di rendimento fra i titoli obbligazionari a lungo termine degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ulteriormente ampliato in termini assoluti. In Giappone, per contro, il rendimento dei titoli di Stato decennali si è ridotto in misura solo lieve rispetto ai valori di fine dicembre, situandosi il 6 febbraio all'1,4 per cento circa. L'incertezza degli operatori riguardo agli andamenti di breve periodo sul mercato obbligazionario, misurata dalla volatilità implicita ricavata dal prezzo delle opzioni, è rimasta elevata sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

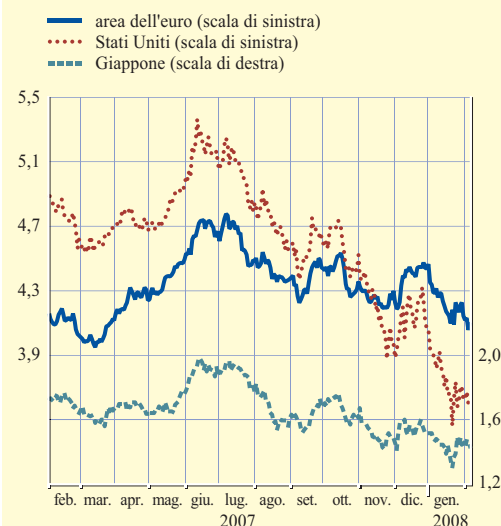
La considerevole flessione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine statunitensi a gennaio e agli inizi di febbraio sembra dovuta soprattutto all'intensificarsi delle preoccupazioni degli operatori circa le prospettive macroeconomiche. I nuovi dati sull'attività economica si sono rivelati generalmente peggiori delle previsioni, specie nel caso del mercato immobiliare e di quello del lavoro. Coerentemente con ciò, la diminuzione significativa dei rendimenti reali a lungo termine, misurati dal rendimento delle obbligazioni indicizzate all'inflazione, fa ritenere che gli investitori abbiano ulteriormente rivisto al ribasso le aspettative riguardo all'attività economica. Inoltre, significative pressioni al ribasso sui rendimenti obbligazionari sono sembrate provenire dagli effetti di "fuga verso la qualità" collegati con la correzione dei corsi azionari. Il 22 gennaio il Federal Open Market Committee (FOMC) ha annunciato una riduzione di 75 punti base, al 3,0 per cento, dell'obiettivo per il tasso sui *federal funds*. Il provvedimento ha indotto gli investitori a rivedere le prospettive per i tassi ufficiali negli Stati Uniti, il che avrebbe apparentemente contribuito a un ulteriore calo dei rendimenti obbligazionari. Per contro, la decisione presa dal FOMC il 30 gennaio di ridurre il tasso obiettivo di ulteriori 50 punti base al 3 per cento è stata correttamente anticipata dagli operatori e ha prodotto un impatto solo contenuto sui rendimenti. I tassi di inflazione di pareggio a termine per gli orizzonti lunghi sono rimasti su livelli elevati durante tutto il periodo in esame.

Anche nell'area dell'euro i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti in misura marcata in gennaio. Tale calo è attribuibile principalmente alla riduzione dei rendimenti in termini reali, misurati dal rendimento delle obbligazioni a lungo termine indicizzate all'inflazione (cfr. figura 12). Va tuttavia notato che, malgrado i recenti segnali di moderazione dell'attività economica, nell'area dell'euro i rendimenti a termine sia reali sia nominali per gli orizzonti lunghi sono rimasti relativamente stabili negli ultimi trimestri. A prescindere dalle eventuali oscillazioni dei premi a termine sul mercato obbligazionario, ciò indica che non vi sono state significative revisioni al ribasso delle aspettative degli investitori per la crescita nell'area dell'euro nel più lungo periodo.

La pendenza della struttura a termine dei tassi di inflazione di pareggio è leggermente aumentata,

**Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

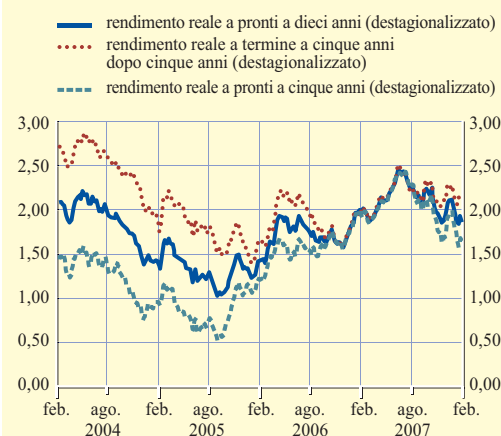
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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 Rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione dell'area dell'euro**

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

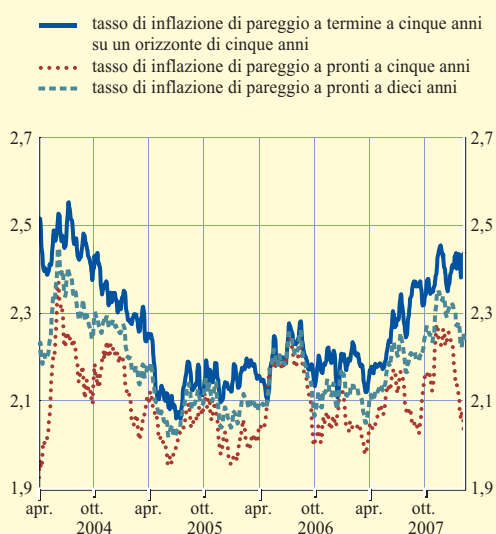
dal momento che i tassi a medio termine sono calati in misura maggiore di quelli a lunga. Di conseguenza, il 6 febbraio il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, un indicatore delle aspettative di inflazione a lungo termine e dei connessi premi al rischio, risultava pressoché invariato, intorno al livello elevato del 2,4 per cento (cfr. figura 13). Al contempo, il tasso di inflazione di pareggio a cinque anni è diminuito di 20 punti base, al 2,0 per cento.

Fra la fine di dicembre 2007 e il 6 febbraio 2008 la curva dei tassi di interesse overnight a termine impliciti dell'area dell'euro si è spostata verso il basso, specie sugli orizzonti brevi e medi (cfr. figura 14). La decisione presa dal Consiglio direttivo il 10 gennaio di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE è stata largamente anticipata dagli operatori e non ha pertanto prodotto effetti di rilievo sulla curva dei tassi a termine.

I differenziali creditizi nel mercato delle obbligazioni societarie sono ulteriormente aumentati in gennaio e agli inizi di febbraio, dopo aver dato qualche segno di stabilizzazione in dicembre. Nel complesso, l'aumento dei differenziali di rendimento è stato più pronunciato nel caso dei titoli emessi da società finanziarie, specie quelle con merito di credito inferiore. Per l'insieme delle società con rating BBB il costo relativo del finanziamento, misurato dal differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato comparabili, è cresciuto di ulteriori 50 punti base nel periodo in rassegna. Oltre a una nuova riconsiderazione dei rischi, gli attuali livelli elevati dei differenziali applicati alle obbligazioni societarie potrebbero altresì riflettere i timori degli investitori relativamente alle prospettive per la redditività delle imprese, alla luce dell'aumento dei costi di finanziamento e dell'accresciuta incertezza riguardo alla crescita economica.

**Figura 13 Inflazione di pareggio, a pronti e a termine, ricavata da rendimenti zero coupon nell'area dell'euro**

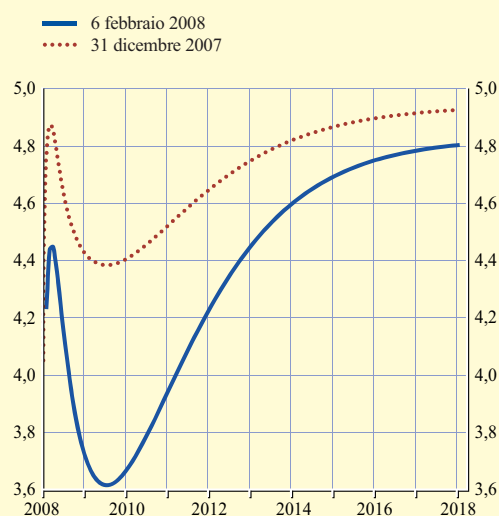
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Figura 14 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*.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

Nel novembre 2007 gran parte dei tassi di interesse delle IFM sono rimasti sostanzialmente stabili, dopo i movimenti al rialzo dei mesi precedenti. Dall'avvio delle turbolenze sui mercati finanziari nell'estate del 2007, l'andamento dei tassi di interesse di mercato si è in parte trasmesso a quelli bancari nel segmento a breve termine. Per contro, l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine praticati dalle IFM sui depositi e sui prestiti indica che, per le scadenze più lunghe, nello stesso periodo l'andamento dei tassi bancari si è scollegato da quello dei rendimenti dei titoli di Stato.

Per il mese di novembre non è possibile rilevare alcuna tendenza evidente dei tassi di interesse a breve termine delle IFM su depositi e prestiti, malgrado la flessione fra i 5 e i 21 punti base registrata sia dai tassi di interesse del mercato monetario sia dai rendimenti dei titoli di Stato (cfr. tavola 4 e figura 15). I tassi di interesse sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie sono variati in misura solo lieve. Quanto ai prestiti a breve termine, la variazione più significa-

**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 novembre 2007 <sup>2)</sup>	
	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 ott.	2007 nov.	2007 giu.	2007 ott.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui depositi</b>								
Depositi delle famiglie								
con durata prestabilita fino a un anno	3,27	3,51	3,77	4,07	4,10	4,09	31	-1
con durata prestabilita oltre due anni	2,84	2,71	2,73	3,08	3,20	3,16	43	-4
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,37	2,38	2,41	2,57	2,58	2,58	16	-1
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,86	3,14	3,31	3,50	3,57	3,63	32	6
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie								
	1,53	1,72	1,79	1,92	1,97	1,97	19	1
Depositi detenuti da società non finanziarie								
con durata prestabilita fino a un anno	3,47	3,67	3,93	4,13	4,07	4,10	17	3
con durata prestabilita oltre due anni	4,03	3,61	4,09	4,37	4,49	4,20	11	-29
<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								
	7,60	7,69	8,09	8,50	8,11	8,30	21	19
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno								
	4,55	4,78	4,99	5,23	5,29	5,29	30	0
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni								
	4,55	4,69	4,89	5,08	5,08	5,09	20	1
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie								
	5,80	6,06	6,18	6,50	6,55	6,52	34	-2
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno								
	5,08	5,29	5,53	5,92	5,96	5,95	42	-1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni								
	4,67	4,83	5,00	5,24	5,27	5,27	27	0
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno								
	4,50	4,68	4,90	5,21	5,10	5,09	19	-2
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni								
	4,63	4,86	5,17	5,43	5,33	5,37	20	3
<b>Per memoria</b>								
Tasso del mercato monetario a tre mesi	3,68	3,89	4,15	4,74	4,69	4,64	49	-5
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	3,79	3,94	4,45	4,10	4,11	3,94	-52	-17
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,83	3,95	4,57	4,19	4,21	4,00	-57	-21

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.

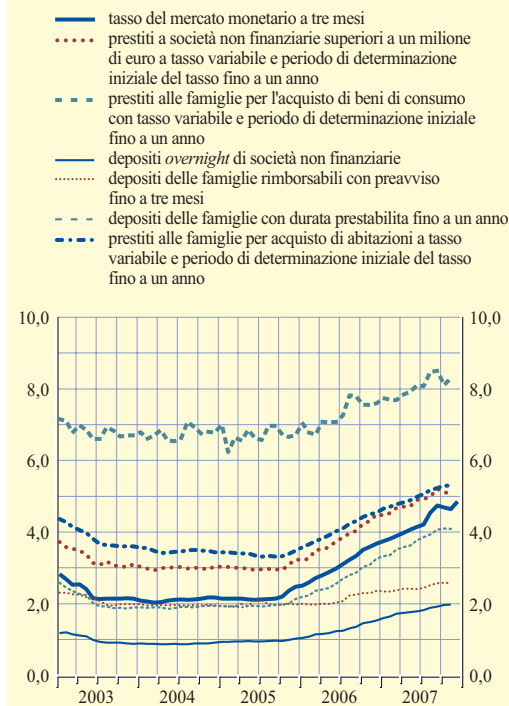
tiva ha riguardato i tassi di interesse sui nuovi prestiti finalizzati al consumo erogati alle famiglie, che sono cresciuti di 19 punti base fra ottobre e novembre, annullando così il calo relativamente consistente osservato nel mese precedente. L'interpretazione degli andamenti concernenti tali tassi dovrebbe tuttavia essere improntata alla cautela, in considerazione della volatilità elevata che li caratterizza. 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 rimasti invariati in novembre. Al contempo, quelli applicati dalle IFM ai nuovi prestiti di importo sia contenuto sia elevato con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno erogati alle società non finanziarie sono leggermente calati. Tali andamenti indicano che, nel caso dei tassi a breve termine, la rinnovata volatilità dei mercati finanziari in ottobre e novembre non ha avuto effetti di rilievo.

Esaminando un periodo leggermente più lungo, da quando nei mesi estivi si sono avviate le turbolenze nei mercati finanziari, l'evoluzione dei tassi di mercato a breve termine, che aveva risentito in misura significativa della situazione di liquidità nei mercati monetari, è stata trasmessa solo in parte ai tassi di interesse a breve delle IFM. Fra giugno e novembre, i tassi a tre mesi del mercato monetario sono aumentati di 49 punti base. Parallelamente, i tassi a breve termine delle IFM sui depositi delle famiglie sono saliti di 31 punti base, quelli sui prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie di 42 punti base e quelli sui prestiti erogati alle famiglie per il consumo e per l'acquisto di abitazioni sono saliti di 21 e 30 punti base rispettivamente.

In novembre i tassi di interesse a lungo termine delle IFM sui depositi con scadenza superiore ai due anni sono diminuiti di 4 punti base nel caso dei depositi delle famiglie e di 29 punti base per i depositi di società non finanziarie (cfr. tavola 4 e figura 16). Tale riduzione si è verificata in contemporanea ad un decremento di 17 punti base del rendimento dei titoli di Stato a due anni. Al contempo, i tassi a lungo termine delle IFM sui mutui per l'acquisto di abitazioni alle famiglie sono lievemente cresciuti, collocandosi in novembre al 5,09 per cento. I tassi a lungo termine sui prestiti fino a un milione di euro alle società non finanziarie sono invece rimasti invariati, mentre quelli sui crediti di importo superiore sono lievemente aumentati (cfr. figura 16). Nel complesso, sembra pertanto che in novembre i differenziali rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato a medio e lungo termine si siano tendenzialmente ampliati.

**Figura 15 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>)



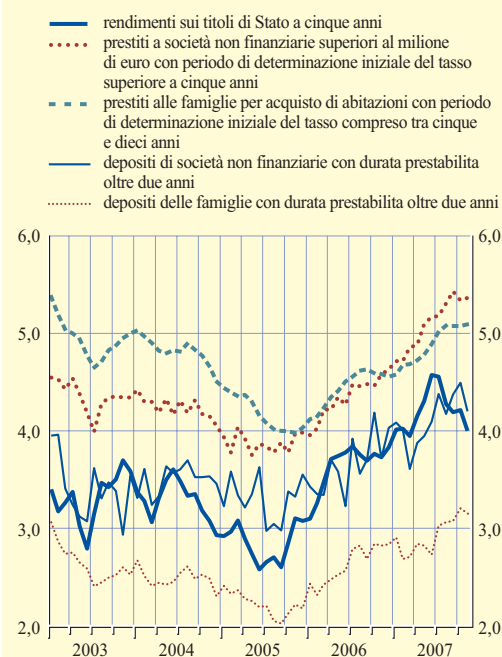
Fonte: BCE.

<sup>1)</sup> 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.

Considerando ancora una volta gli sviluppi intervenuti a partire da giugno, i tassi delle IFM sui depositi e i prestiti a lunga scadenza hanno seguito una tendenza al rialzo durante tutto il periodo di turbolenza, distaccandosi così dall'evoluzione in calo dei rendimenti delle obbligazioni governative. In linea con quest'ultimo andamento, fra giugno e novembre i rendimenti dei titoli di Stato a due e a cinque anni nell'area dell'euro sono diminuiti rispettivamente di 52 e 57 punti base. Quanto ai tassi attivi delle IFM, quelli applicati ai mutui per l'acquisto di abitazioni con determinazione iniziale del tasso da cinque a dieci anni sono aumentati di 20 punti base, mentre nel caso dei prestiti con determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni erogati alle società non finanziarie l'incremento è stato compreso, a seconda dell'importo, fra i 20 e i 27 punti base. Nel complesso, la compresenza di un aumento dei tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie e di una diminuzione dei rendimenti dei titoli di Stato segnala un ampliamento dei relativi differenziali nel periodo in esame. Al contempo, la crescita dei rendimenti offerti sulle obbligazioni emesse dalle banche dell'area dell'euro implica un incremento dei costi di finanziamento per il settore delle IFM. Tale incremento, a sua volta, è riconducibile ai rischi in cui molte banche del settore incorrerebbero, secondo gli investitori, per via dell'esposizione a titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*).

**Figura 16 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine**

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



Fonte: BCE.

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

## 2.6 MERCATI AZIONARI

*I corsi azionari internazionali si sono ridotti in seguito all'acuirsi dei timori sulle prospettive per la crescita economica a livello mondiale. Pur avendo segnato un leggero calo, il tasso di crescita degli utili societari effettivi nell'area dell'euro è rimasto su livelli robusti. Contemporaneamente, negli Stati Uniti il tasso di crescita degli utili è risultato negativo per la prima volta in oltre cinque anni. La volatilità implicita del mercato azionario ha raggiunto valori particolarmente elevati in risposta alle forti oscillazioni dei corsi azionari.*

Nel corso di gennaio i maggiori mercati azionari sono stati interessati da un calo sempre più considerevole degli indici azionari generali (cfr. figura 17). Tale brusco rallentamento è parso collegato al crescente pessimismo degli operatori circa le prospettive per l'economia mondiale. Inoltre, in base alla *Global Fund Manager Survey* di gennaio realizzata da Merrill Lynch, la propensione al rischio sembra essere ulteriormente calata. Infine, alcuni fattori di mercato di breve periodo potrebbero aver concorso ad esacerbare le oscillazioni osservate in questo periodo. Successivamente, tra la fine di gennaio e gli inizi di febbraio, i mercati azionari hanno temporaneamente recuperato



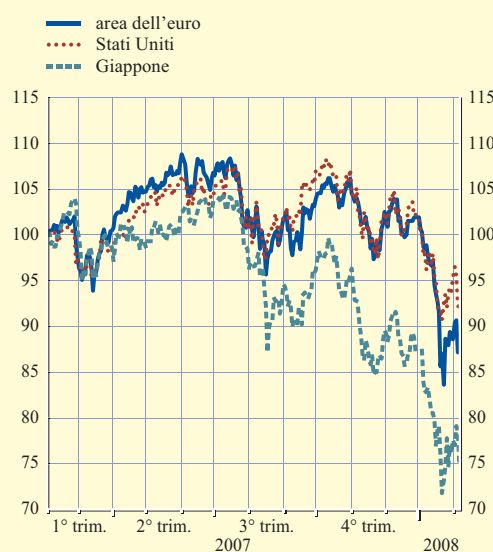
terreno e le condizioni di mercato si sono in certa misura rasserenate in seguito alle decisioni del FOMC di abbassare l'obiettivo per il tasso sui *federal funds*. Nel complesso, le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono calate del 14 per cento circa fra la fine di dicembre e il 6 febbraio, mentre negli Stati Uniti l'indice Standard & Poor's 500 ha perso il 10 per cento circa e in Giappone il Nikkei 225 ha segnato una flessione del 14 per cento.

Il calo dei corsi azionari statunitensi ha probabilmente riflesso, fra l'altro, un'ulteriore correzione al ribasso delle attese degli investitori riguardo alle prospettive per l'attività economica, e dunque per i profitti societari, negli Stati Uniti. I dati sull'andamento dei mercati delle abitazioni e del lavoro, nonché le indicazioni tratte dai sondaggi sull'attività delle imprese nei settori diversi da quello manifatturiero pubblicati in gennaio e agli inizi di febbraio, si sono rivelati peggiori del previsto, esercitando così pressioni al ribasso sui corsi azionari. In gennaio il tasso di crescita annuo degli utili effettivi per azione, che ha continuato a seguire la tendenza calante osservata negli ultimi trimestri, è divenuto negativo. Sebbene nello stesso mese i dati sulla crescita attesa degli utili unitari delle società comprese nell'indice Standard & Poor's 500 siano rimasti molto positivi, un numero sempre maggiore di società ha rivisto al ribasso le proprie stime sugli utili, specie quelle relative ai dodici mesi successivi.

La flessione particolarmente pronunciata dei corsi azionari nell'area dell'euro nel periodo in esame fa ritenere che si siano intensificati i timori degli investitori riguardo alla possibilità che il rallentamento dell'attività economica mondiale si riveli più marcato del previsto. Come descritto nel riquadro 3, sulla base delle correlazioni internazionali dei rendimenti dei mercati azionari, la

**Figura 17 Indici dei corsi azionari**

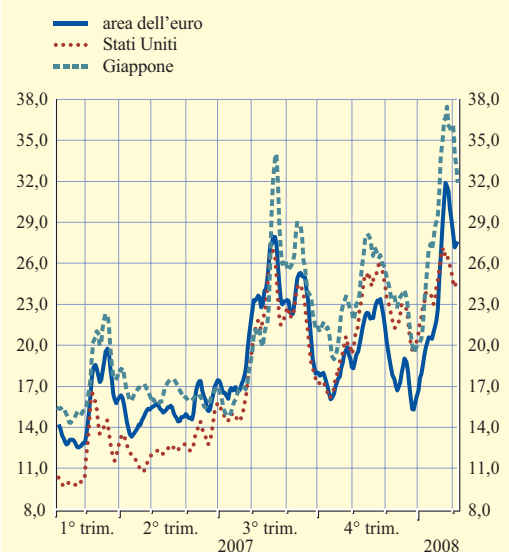
(indice: 1° febbraio 2007 = 100; dati giornalieri)



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

**Figura 18 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.

percezione degli investitori riguardo alle turbolenze nei mercati finanziari sembra essersi progressivamente modificata, passando da quella di uno shock con effetti soprattutto per l'economia statunitense a quella di un evento con ripercussioni significative su scala globale. In gennaio la crescita degli utili effettivi e attesi delle società dell'area dell'euro è rimasta solida, sebbene si siano osservati alcuni primi segnali di indebolimento. La crescita sull'anno precedente degli utili effettivi per azione delle società incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx è calata al 13 per cento, dal 15 per cento del mese precedente. Tale decelerazione è stata piuttosto diffusa e non circoscritta ai soli titoli del settore finanziario. Benché gli analisti continuassero a prevedere che gli utili per azione delle società appartenenti all'indice avrebbero seguito a crescere al tasso sostenuto del 9 per cento nei dodici mesi successivi e dell'8 per cento nei tre-cinque anni seguenti, il fatto che le società abbiano rivisto i propri utili è indicativo di un deterioramento del clima di mercato nei mesi recenti. A livello di singoli comparti, perdite significative sono state registrate dai titoli di tutti i settori economici.

La volatilità implicita del mercato azionario, che rappresenta una misura dell'incertezza degli operatori riguardo all'evoluzione di questo mercato nel breve periodo, è aumentata in misura sostanziale in tutti i principali mercati (cfr. figura 18). Nell'area dell'euro essa ha addirittura raggiunto il livello più elevato da quasi cinque anni, benché il 21 gennaio avesse segnato il calo giornaliero maggiore del periodo successivo all'11 settembre 2001. A cavallo fra gennaio e febbraio la volatilità implicita è rimasta elevata, anche se su livelli leggermente inferiori ai recenti massimi.

### Riquadro 3

#### LE VARIAZIONI DELLE CORRELAZIONI TRA MERCATI AZIONARI DI DIVERSI PAESI DURANTE LE RECENTI TURBOLENZE FINANZIARIE

Una caratteristica frequente dei mercati finanziari in periodi di tensione finanziaria è l'aumento delle correlazioni tra diversi paesi, specie nei mercati azionari. In linea con questo fenomeno, il presente riquadro analizza le variazioni nel tempo delle correlazioni fra i rendimenti azionari settimanali nei settori finanziari e non finanziari degli Stati Uniti e dell'area dell'euro, prestando particolare attenzione al loro andamento durante le recenti turbolenze nei mercati finanziari. Per dare prospettiva storica all'analisi, le correlazioni sono prima stimate su un periodo campionario lungo (dal 1994 al 2007). Si riporta poi una descrizione delle correlazioni nel corso delle recenti turbolenze finanziarie<sup>1)</sup>.

Nel lungo termine, le correlazioni fra corsi azionari dei settori finanziari e non finanziari di Stati Uniti e area dell'euro hanno mostrato un chiaro andamento al rialzo (cfr. figura A), già a partire dal 1994. Il livello delle correlazioni è aumentato da circa 0,3 a 0,8 durante il periodo in esame. Tale incremento nel grado di comovimento fra mercati azionari è stato ascritto a numerosi fattori in azione dagli inizi degli anni novanta, come i crescenti movimenti di capitale transfrontalieri, l'internazionalizzazione delle principali istituzioni finanziarie, la diversificazione dei portafogli internazionali e la sincronizzazione dei cicli economici. Ad esempio, gli andamenti dei prezzi delle attività delle società di livello mondiale riflettono shock economici in molti paesi e settori. Nella misura in cui i rendimenti sono sempre più determinati da fattori internazionali, mercati diversi tendono a esibire correlazioni più elevate.

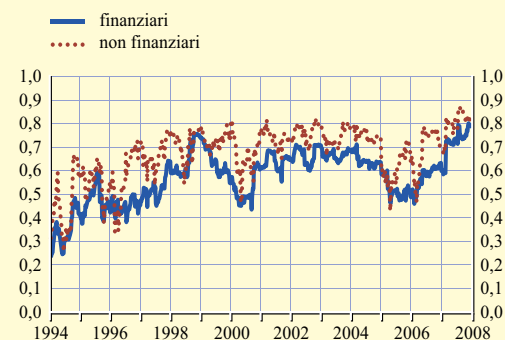
1) Le correlazioni possono essere stimate in modo incondizionato oppure condizionato a una serie di informazioni. Il presente riquadro utilizza un approccio condizionato dal momento che le stime delle correlazioni sono aggiornate allorché sono recepite nuove informazioni nei corsi dei mercati azionari. Le correlazioni misurate in modo incondizionato, invece, non variano nel tempo e potrebbero omettere mutamenti delle condizioni economiche riflessi nelle quotazioni dei mercati finanziari.

Riguardo alle recenti turbolenze finanziarie iniziate nell'estate del 2007, nel riquadro A della figura B sono riportate le variazioni delle correlazioni fra i corsi azionari dei settori finanziario e non finanziario degli Stati Uniti e dell'area dell'euro durante l'ultimo anno. Per valutare l'entità relativa delle variazioni, le correlazioni sono normalizzate a uno all'inizio di marzo 2007, quando sono emerse le prime tensioni nel mercato statunitense dei mutui *sub-prime*. Si possono individuare cinque andamenti sostanzialmente distinti.

Primo, le correlazioni hanno segnato un balzo considerevole ben prima delle turbolenze. Alla fine di febbraio, le correlazioni hanno subito un'impennata del 20 per cento circa, maggiore per le azioni finanziarie. Alla fine di febbraio si è anche avuta la più importante flessione giornaliera dei corsi azionari del 2007 prima delle turbolenze estive. Durante questo periodo i mercati azionari mondiali hanno subito quella che si è dimostrata essere una correzione al ribasso di breve durata determinata dagli andamenti dei mercati cinesi. Nel contempo l'aumento delle correlazioni ha coinciso con i primi concreti segnali di possibili rischi per il mercato degli immobili residenziali negli Stati Uniti. Da allora le correlazioni non sono mai ritornate sui livelli precedenti. In un contesto di crescenti inadempienze relative ai mutui ipotecari *sub-prime* negli Stati Uniti, sembra che i mercati delle due aree siano diventati improvvisamente consapevoli di maggiori problemi nel settore statunitense degli immobili residenziali che potevano creare rischi di rallentamento per l'economia nel suo complesso.

**Figura A Stati Uniti e area dell'euro: correlazione fra indici del mercato azionario**

(dati settimanali)



Fonte: Datastream e calcoli della BCE.

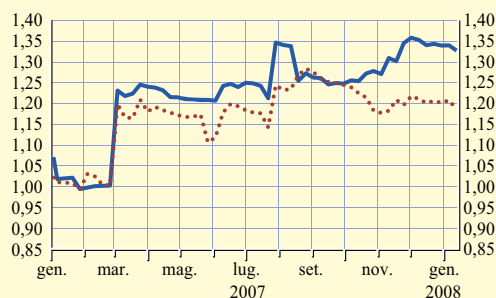
Nota: le correlazioni sono calcolate in base alla metodologia proposta da L. Cappiello, R. Engle and K. Sheppard in *Asymmetric Dynamics in the Correlations of Global Equity and Bond Returns*, *Journal of Financial Econometrics*, autunno 2006, 4(4), pagg. 537-572.

**Figura B Stati Uniti e area dell'euro: correlazione fra indici del mercato azionario in periodi selezionati**

(dati settimanali; indice: 1° marzo 2007=1)

**Riquadro A**

— finanziari  
 ..... non finanziari



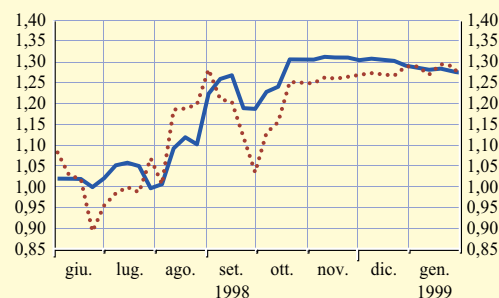
Fonte: Datastream e calcoli della BCE.

Nota: le correlazioni sono calcolate in base alla metodologia proposta da L. Cappiello, R. Engle and K. Sheppard in *Asymmetric Dynamics in the Correlations of Global Equity and Bond Returns*, *Journal of Financial Econometrics*, autunno 2006, 4(4), pagg. 537-572.

(dati settimanali; indice: 6 agosto 1998=1)

**Riquadro B**

— finanziari  
 ..... non finanziari



Fonte: Datastream e calcoli della BCE.

Nota: le correlazioni sono calcolate in base alla metodologia proposta da L. Cappiello, R. Engle and K. Sheppard in *Asymmetric Dynamics in the Correlations of Global Equity and Bond Returns*, *Journal of Financial Econometrics*, autunno 2006, 4(4), pagg. 537-572.

Secondo, fra marzo e metà luglio, le correlazioni hanno subito variazioni solo modeste. Nonostante il verificarsi in giugno della prima ondata di revisioni al ribasso del merito di credito dei titoli garantiti da mutui ipotecari (nonché dell'insolvenza di due *hedge fund* pesantemente esposti ai prodotti strutturati *sub-prime*), le correlazioni tra le due aree non hanno registrato variazioni di rilievo in questo periodo.

Terzo, successivamente in luglio e agosto, le correlazioni tra le due aree hanno segnato un picco, specie nel settore finanziario. Numerosi eventi hanno caratterizzato questo periodo come il culmine delle turbolenze. Fra questi si annoverano: massicce revisioni al ribasso del merito di credito di titoli garantiti da attività legate al mercato dei *sub-prime* e di *collateralised debt obligations* che, a loro volta, hanno causato un netto calo del valore di questi titoli; tassi di mercato monetario in marcato rialzo e blocco del mercato degli *asset-backed commercial paper*. A fronte di questo eventi, le principali banche centrali sono intervenute in agosto con iniezioni di liquidità. Sebbene in questa fase i timori del mercato sembrassero di natura prevalentemente finanziaria, sussisteva altresì la preoccupazione delle possibili implicazioni macroeconomiche<sup>2)</sup>.

Quarto, fra la fine di agosto e ottobre, le correlazioni tra le due aree sono in qualche misura diminuite, specie per le azioni non finanziarie. A seguito di ulteriori azioni da parte delle banche centrali, tra cui la riduzione a settembre dei tassi di riferimento da parte della Federal Reserve, i mercati monetari e azionari si sono parzialmente normalizzati.

Quinto, a partire da novembre, le correlazioni transfrontaliere fra azioni finanziarie sono aumentate ulteriormente, mentre quelle del settore non finanziario sono rimaste sostanzialmente invariate. A tale riguardo, le correlazioni fra le azioni finanziarie sono state sospinte in alto via via che le frizioni dell'estate hanno assunto la forma di uno shock del mercato creditizio mondiale, con gravi perdite e una profonda revisione del prezzo del rischio di credito. In questo periodo alcune importanti istituzioni finanziarie statunitensi hanno dichiarato ingenti svalutazioni connesse alle esposizioni agli strumenti di finanza strutturata, con l'entità di tali perdite spesso superiore alle previsioni degli investitori. L'incremento delle correlazioni transfrontaliere fra indici finanziari ne ha portato i valori assoluti al di sopra dei picchi storici della crisi LTCM del 1998 (cfr. figura A). È interessante notare che le correlazioni transfrontaliere fra azioni non finanziarie sono diminuite in settembre e ottobre, pur rimanendo su livelli elevati. Ciò potrebbe suggerire che gli effetti di propagazione sulla crescita fra le economie reali di Stati Uniti e area dell'euro sembrano costituire una preoccupazione minore per gli operatori di mercato rispetto ai rischi mondiali derivanti dall'instabilità del settore finanziario.

A fini di confronto, il riquadro B della figura B presenta una descrizione delle correlazioni in un lasso temporale che comprende l'insolvenza della Russia dell'agosto 1998 e la conseguente crisi LTCM. Anche in questo caso, le correlazioni transfrontaliere hanno registrato una forte impennata, sia per il settore finanziario sia per quello non finanziario.

Nel complesso, il recente comportamento delle correlazioni settoriali transfrontaliere rivela il progressivo mutare delle percezioni da parte degli operatori di mercato circa gli shock nei mercati creditizi. Inizialmente le turbolenze sono state prevalentemente una reazione allo shock verificatosi negli Stati Uniti. Questo si è poi propagato all'economia mondiale, in ragione di un possibile peggioramento del ciclo del credito dopo un lungo periodo di condizioni creditizie molto favorevoli.

2) Per maggiori dettagli sull'attività di cartolarizzazione, cfr. l'articolo *La cartolarizzazione nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

## 3 PREZZI E COSTI

In gennaio, secondo le stime provvisorie, l'inflazione misurata dallo IAPC sarebbe salita al 3,2 per cento, dal 3,1 nei due mesi precedenti. La dinamica dei prezzi dei beni alimentari ed energetici avrebbe continuato a esercitare pressioni al rialzo sull'inflazione complessiva. In prospettiva, i recenti andamenti dei prezzi alla produzione indicano il protrarsi delle spinte verso l'alto sull'inflazione al consumo, e al contempo il permanere di elevate pressioni sui costi degli input. Nel complesso, l'inflazione al consumo si manterrebbe su livelli significativamente superiori al 2 per cento nei prossimi mesi, per poi registrare una riduzione graduale nel corso del 2008, posto che i recenti rincari delle materie prime mostrino un'inversione di tendenza, in linea con quanto segnalato dalle quotazioni correnti dei contratti futures. I rischi sulle prospettive a medio termine per la dinamica dei prezzi sono verso l'alto. Sul fronte interno, in questa fase esiste il rischio di ripercussioni sul processo di determinazione di salari e prezzi. In particolare, è possibile che la dinamica salariale risulti più vivace rispetto alle attese correnti, a fronte dell'elevato utilizzo della capacità produttiva e delle condizioni tese sul mercato del lavoro. Inoltre, la capacità di determinazione dei prezzi di talune imprese potrebbe risultare superiore alle attese, specie in quei segmenti di mercato caratterizzati da minore concorrenza. Infine, ulteriori aumenti delle quotazioni petrolifere e dei prodotti agricoli, protraendo la forte crescita registrata negli ultimi mesi, e incrementi non anticipati dei prezzi amministrati e delle imposte indirette comportano rischi al rialzo per le prospettive di inflazione.

### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER GENNAIO 2008

Secondo la stima rapida diffusa dall'Eurostat, in gennaio l'inflazione armonizzata sarebbe salita al 3,2 per cento, dal 3,1 di dicembre (cfr. tavola 5). Se confermato, sarebbe il tasso di crescita dell'indice ufficiale più elevato registrato dal 1999<sup>1)</sup>. Tale stima è tuttavia caratterizzata da un grado di incertezza più elevato del solito, oltre che per l'impatto delle innovazioni statistiche (di norma introdotte all'inizio dell'anno), anche per la copertura geografica inferiore alla media

**Tavola 5 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2006	2007	2007 ago.	2007 set.	2007 ott.	2007 nov.	2007 dic.	2008 gen.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,2	2,1	1,7	2,1	2,6	3,1	3,1	3,2
Beni energetici	7,7	2,6	-0,9	3,0	5,5	9,7	9,2	.
Alimentari non trasformati	2,8	3,0	2,4	2,1	3,1	3,0	3,1	.
Alimentari trasformati	2,1	2,8	2,5	3,1	3,8	4,6	5,1	.
Beni industriali non energetici	0,6	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	.
Servizi	2,0	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	5,1	2,8	1,8	2,7	3,3	4,2	4,3	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,9	52,8	52,4	55,2	57,7	62,8	62,8	62,4
Prezzi delle materie prime non energetiche	24,8	9,2	5,4	6,9	3,5	-0,1	1,4	3,0

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 gennaio 2008 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

1) L'inflazione armonizzata si collocava al 3,4 per cento nel maggio 2001, secondo la prima stima ufficiale dell'Eurostat. Tuttavia, a seguito di una modifica metodologica, tale valore è stato successivamente rivisto al ribasso, al 3,1 per cento.

e a problemi statistico metodologici in alcuni paesi.

Sebbene non siano ancora disponibili stime ufficiali sui dati disaggregati di gennaio, riscontri aneddotici suggeriscono che in diversi paesi i prezzi dei beni alimentari ed energetici hanno continuato a sospingere l'inflazione complessiva.

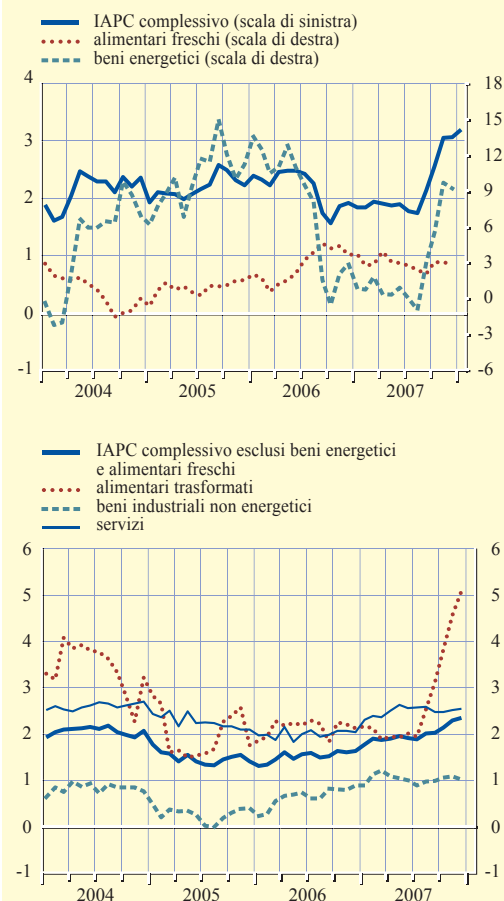
### INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A DICEMBRE 2007

Forti spinte al rialzo di natura transitoria sono già state osservate a novembre e dicembre, con l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo al 3,1 per cento, il tasso di crescita più elevato da maggio 2001 (cfr. figura 19). A tale andamento avrebbero contribuito le pressioni esterne derivanti dai prezzi dei beni energetici e alimentari (soprattutto trasformati). Per contro, in dicembre, a differenza dei mesi precedenti, la componente energetica ha contribuito ad attenuare la crescita dell'indice complessivo, compensando l'ulteriore spinta al rialzo esercitata dai rincari dei beni alimentari (soprattutto trasformati).

Il rallentamento dei prezzi dei beni energetici a dicembre è stato determinato principalmente dal calo dei corsi petroliferi nello stesso mese. Inoltre, in dicembre non si è registrato alcun significativo effetto base sfavorevole risultante dall'andamento dei prezzi energetici nello stesso mese dell'anno precedente. Per contro, la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati è salita ulteriormente al 5,1 per cento, il tasso più alto registrato, per effetto principalmente dei forti rincari di cereali e prodotti caseari. A questa si è aggiunta una lieve accelerazione dei prezzi degli alimentari freschi, riconducibile soprattutto al rincaro delle carni (che hanno un peso pari a circa metà di tale componente), probabilmente in relazione ai recenti aumenti dei prezzi dei mangimi per animali. In dicembre la crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto di beni alimentari ed energetici è rimasta stabile. Nei mesi più recenti la dinamica delle due componenti principali dell'indice, i servizi e i beni industriali non energetici, si è attestata su livelli contenuti, sebbene più elevati rispetto agli anni scorsi. In dicembre la crescita dei prezzi dei servizi è rimasta al 2,5 per cento, mentre quella dei beni industriali non energetici è calata lievemente all'1,0 per cento, dall'1,1 in Novembre.

**Figura 19 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



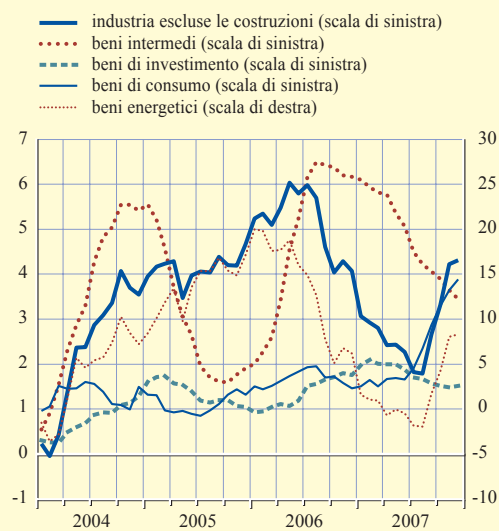
Fonte: Eurostat.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In dicembre la crescita sui dodici mesi dell'indice generale dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è salita lievemente al 4,3 dal 4,2 per cento di novembre, segnando il

**Figura 20 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

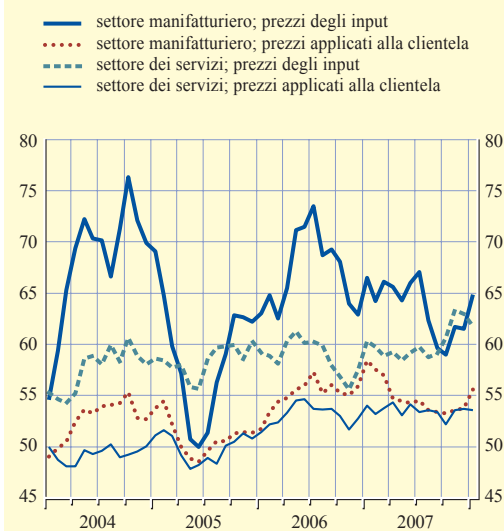
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



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

**Figura 21 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. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta.

quarto incremento consecutivo (cfr. figura 20), per effetto della dinamica registrata dalla componente energetica e quella alimentare. Al netto dell'energia e delle costruzioni, l'inflazione alla produzione è rimasta invariata su un livello elevato (3,2 per cento) per il terzo mese consecutivo, celando, come nei mesi scorsi, andamenti contrapposti delle sue componenti. Da un lato, la dinamica dei prezzi dei beni intermedi ha segnato un ulteriore modesto calo, in connessione con il forte apprezzamento dell'euro e il rallentamento delle quotazioni delle materie prime industriali. Dall'altro lato, il ritmo di crescita dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è aumentato ulteriormente, soprattutto per effetto dei rincari dei beni alimentari. Sebbene la crescita dei prezzi alla produzione degli alimentari sia rimasta su livelli elevati (8,6 per cento in dicembre, rispetto all'8,2 in novembre e al 7,5 in ottobre), vi sono segnali di un rallentamento della loro dinamica di breve periodo, a indicare un possibile attenuarsi delle pressioni derivanti da questa componente, in corso dall'agosto 2007. Al netto di tabacchi e alimentari, la dinamica dei prezzi dei beni di consumo è aumentata lievemente all'1,4 per cento, rimanendo su valori prossimi a quelli registrati dall'inizio dell'anno. In dicembre il tasso di variazione dei prezzi dei beni di investimento è rimasto all'1,5 per cento per il terzo mese consecutivo.

Le più recenti informazioni sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese, ricavate dall'indagine dei responsabili degli acquisti (PMI) di NTC Economics, confermano il quadro di forti spinte sui costi degli input nel comparto manifatturiero e nei servizi, desumibile dal livello storicamente elevato degli indicatori sia nel comparto dei servizi sia in quello manifatturiero (cfr. figura 21). In gennaio l'indicatore dei costi degli input in quest'ultimo settore è aumentato fortemente, raggiungendo il valore più elevato dal luglio 2007. Tale incremento, secondo gli intervistati, sarebbe riconducibile ai rincari dei beni energetici. Anche l'indicatore dei prezzi dell'output è aumentato ulteriormente raggiungendo il livello più elevato negli ultimi dieci mesi. I prezzi di vendita dei beni

di consumo hanno registrato un incremento marcato. Per contro, in gennaio gli indici dei prezzi degli input e dell'output sono calati lievemente nei servizi. Secondo gli intervistati, a mantenere elevate le pressioni sui costi nel settore dei servizi contribuirebbero i rincari di alimentari, greggio e delle altre componenti energetiche, nonché le crescenti pressioni salariali. Tuttavia, l'indicatore dei prezzi applicati alla clientela si è collocato al di sotto del valore medio per il 2007, segnalando la crescente difficoltà per le imprese nei servizi di traslare i rincari dei costi sui prezzi finali.

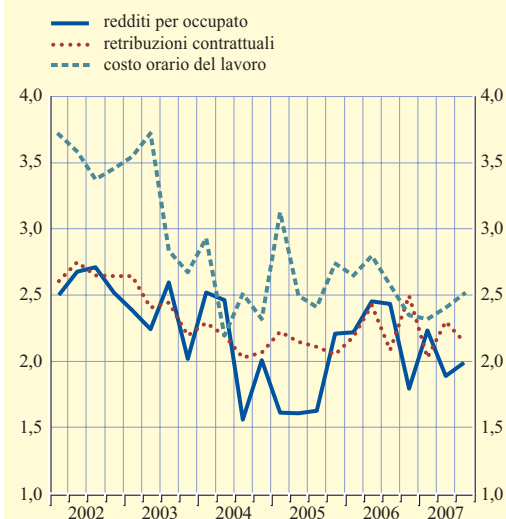
### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Le informazioni desunte dagli indicatori del costo del lavoro disponibili fino al terzo trimestre del 2007 segnalano il permanere di una dinamica salariale moderata, lievemente al di sotto dei tassi medi registrati nel 2006 (cfr. tavola 6 e figura 22). Nondimeno, il rallentamento della produttività del lavoro ha sospinto la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto all'1,2 per cento nel secondo e terzo trimestre del 2007, dallo 0,9 in media nel 2006. Le informazioni incomplete disponibili per l'ultimo trimestre del 2007 non segnalano un'accelerazione della dinamica salariale.

Tuttavia, a fronte di una dinamica salariale complessivamente moderata nell'area dell'euro, a livello settoriale si sono registrati andamenti difformi del costo del lavoro (cfr. figura 23). Nell'industria (al netto delle costruzioni) l'incremento sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro ha mostrato una netta moderazione nel 2007 rispetto al 2006. Nelle costruzioni la crescita del costo orario del lavoro nel terzo trimestre si è attestata su un livello elevato, dopo la forte accelerazione registrata nel trimestre precedente. Tale andamento, a fronte della moderazione della dinamica dei redditi per occupato, è compatibile con una flessione della domanda di lavoro nelle costruzioni. Nel settore dei servizi di mercato, invece, il costo orario del lavoro ha lievemente accelerato nel 2007.

**Figura 22 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)

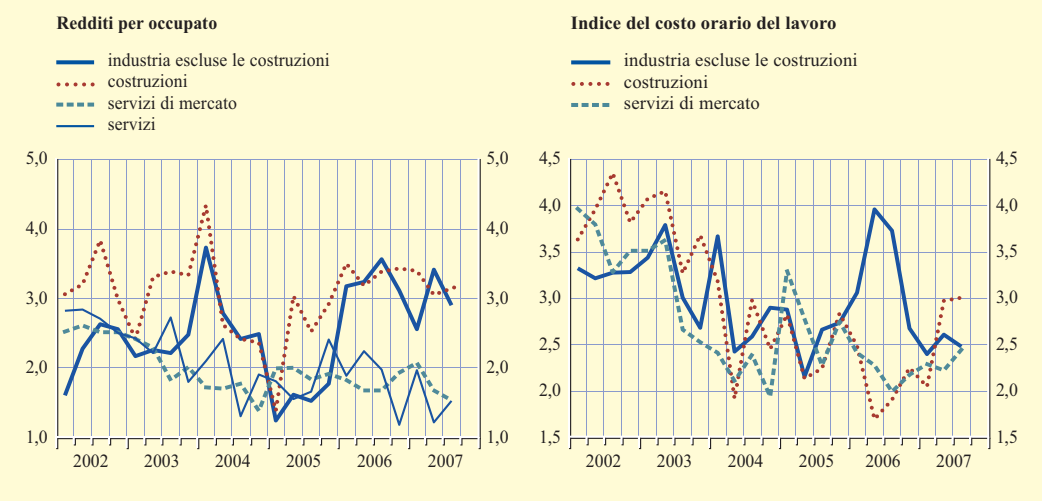
	2005	2006	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,1
Costo orario complessivo del lavoro	2,7	2,6	2,6	2,3	2,3	2,4	2,5
Redditi per occupato	1,8	2,2	2,4	1,8	2,2	1,9	2,0
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,7	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 23 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

In prospettiva, le informazioni disponibili sulle più recenti trattative salariali e sulle clausole di indicizzazione dei salari indicano per il 2008 una lieve accelerazione del costo del lavoro in diversi paesi dell'area. In particolare, le amministrazioni pubbliche potrebbero contribuire in maniera significativa alla crescita complessiva delle retribuzioni nell'area, poiché in diversi grandi paesi dell'area si svolgeranno importanti trattative salariali in questo settore. In un contesto caratterizzato da condizioni tese sul mercato del lavoro, l'incremento delle percezioni di inflazione dei consumatori, le diffuse preoccupazioni per il potere di acquisto e i forti incrementi salariali nel settore pubblico, qualora accolti, potrebbero influenzare anche le richieste salariali nel settore privato. Infine, nel 2008 le misure fiscali di riduzione dei contributi previdenziali, che nello scorso biennio hanno attenuato la crescita dei redditi per occupato, verranno gradualmente meno.

### 3.4 PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

Come riportato più in dettaglio nel riquadro 4, le ultime stime disponibili indicano che nel 2007 è proseguito il graduale rallentamento dei prezzi degli immobili residenziali nell'area in corso sin dalla metà del 2005. La moderazione della dinamica dei prezzi delle abitazioni è stata particolarmente significativa nei paesi che negli ultimi anni hanno registrato rincari relativamente elevati degli immobili residenziali.

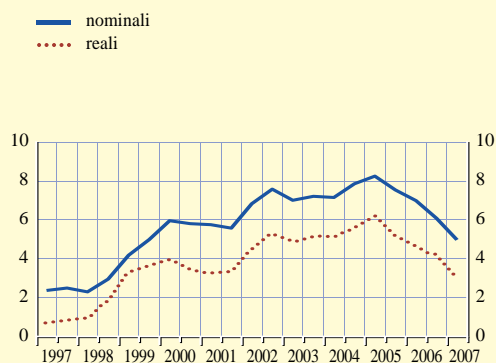
#### Riquadro 4

#### ANDAMENTI RECENTI DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro fornisce una panoramica degli andamenti recenti nei mercati degli immobili residenziali dell'area dell'euro, con particolare riguardo alla dinamica dei prezzi alla luce delle tendenze della domanda e dell'offerta di abitazioni.

**Figura A Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, dati biennuali)

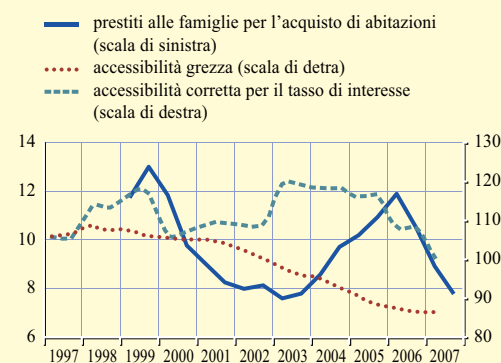


Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati nazionali.

Note: la serie dei prezzi degli immobili residenziali in termini reali è calcolata utilizzando come deflatore lo IAPC dell'area dell'euro. L'aggregato dei prezzi degli immobili residenziali è ottenuto da dati nazionali che coprono oltre il 90 per cento dell'area dell'euro per l'intero periodo.

**Figura B Indicatori di domanda di immobili residenziali nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; indice: 100=media)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Rapporto fra il reddito nominale disponibile delle famiglie e i prezzi degli immobili residenziali.  
2) Rapporto fra il reddito nominale disponibile delle famiglie e il reddito di cui le famiglie dovrebbero disporre al fine di acquistare un'abitazione stanti le condizioni prevalenti di finanziamento.

Nel primo semestre del 2007 il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prezzi degli immobili residenziali nell'intera area dell'euro è stato pari al 5,0 per cento, in calo dal 6,1 nel secondo semestre del 2006. In generale, le stime disponibili suggeriscono che i prezzi delle abitazioni, dopo l'accelerazione osservata tra la metà degli anni novanta e il 2005, hanno proseguito il loro rientro su un sentiero di crescita più moderato (cfr. figura A).

I dati nazionali indicano che la moderazione della dinamica dei prezzi delle abitazioni è stata più accentuata nei paesi che negli ultimi anni hanno registrato rincari relativamente elevati degli immobili residenziali, come Belgio, Irlanda, Spagna, Francia e Malta. Per contro, i dati disponibili per Italia, Paesi Bassi e Austria suggeriscono che gli incrementi dei prezzi delle abitazioni nel 2007 sono rimasti in linea con quelli registrati nel 2006.

In generale, gli andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area hanno rispecchiato principalmente un calo della domanda di abitazioni<sup>1)</sup>. Anche se il reddito delle famiglie ha mostrato una crescita sostenuta, l'indice "grezzo" dell'accessibilità finanziaria degli alloggi, ovvero il rapporto tra il reddito disponibile nominale delle famiglie e l'indice dei prezzi delle abitazioni, è rimasto relativamente contenuto, stabilizzandosi nel primo semestre del 2007 dopo essere calato senza interruzioni dal 2002 (cfr. figura B). Questa flessione ha rispecchiato i marcati rincari delle abitazioni osservati negli ultimi anni. Nel contempo, gli indicatori dell'accessibilità finanziaria degli alloggi, corretta per il tasso di interesse<sup>2)</sup>, hanno segnalato un peggioramento ulteriore nel 2007 rispetto al 2006, rispecchiando in larga misura gli aumenti dei tassi nominali e reali sui prestiti bancari per l'acquisto delle abitazio-

1) Per un'analisi dettagliata degli indicatori disponibili circa la domanda e l'offerta di abitazioni, cfr. l'articolo *Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino.

2) L'accessibilità finanziaria corretta per gli interessi corrisponde al rapporto fra il reddito disponibile nominale delle famiglie e il reddito necessario alle famiglie per acquistare un'abitazione alle condizioni di prestito prevalenti. Per informazioni più dettagliate, cfr. l'articolo indicato alla nota 1.

ni registrati nel 2007. Una moderazione della domanda di alloggi è riscontrabile anche nell'andamento dei mutui ipotecari, il cui tasso di crescita sul periodo corrispondente ha cominciato a calare all'inizio del 2006. A fronte di tali segnali di un'attenuazione della domanda di alloggi si è registrato un calo del ritmo di crescita delle concessioni edilizie.

Gli indicatori disponibili per la domanda e l'offerta suggeriscono che nel secondo semestre del 2007 potrebbe essersi verificata un'ulteriore moderazione dei prezzi degli immobili residenziali. Dal lato della domanda, nello stesso periodo il tasso di variazione dei prestiti delle IFM alle famiglie per l'acquisto delle abitazioni è sceso ulteriormente, collocandosi al 7,1 per cento in dicembre. I

risultati dell'indagine di gennaio 2008 sui prestiti bancari hanno segnalato che la domanda netta di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è diminuita più marcatamente nel quarto trimestre 2007. Al contempo, vi sarebbe stata un'attenuazione dell'offerta di abitazioni dopo la forte espansione degli ultimi anni (cfr. figura C). Agli andamenti nel 2007 avrebbero contribuito in parte anche l'anticipo al 2006 dei piani di investimento a seguito delle misure fiscali introdotte in alcuni paesi (come la revisione delle sovvenzioni ai proprietari di abitazione e dei regimi di imposizione indiretta). Gli indicatori di breve periodo, come l'indice delle costruzioni edilizie dell'Eurostat, suggeriscono che il rallentamento degli investimenti

**Figura C Indicatori di offerta di immobili residenziali nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: medie mobili di quattro trimestri di variazioni percentuali sui dodici mesi.

### Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	1997-2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2006		2007	
									prima metà	seconda metà	prima metà	seconda metà
Belgio <sup>1)</sup>	6,3	6,2	7,8	7,1	12,0	16,7	11,1	..	12,4	9,9	7,8	..
Germania <sup>2)</sup>	-0,5	0,2	-1,3	-1,3	-1,6	-1,6	0,3	..	..	..	..	..
Irlanda <sup>2)</sup>	21,0	8,1	10,1	15,2	11,4	11,5	12,8	..	13,6	12,1	6,1	..
Grecia <sup>2)</sup>	10,5	14,4	13,9	5,4	2,3	10,9	12,2	..	13,0	11,4	..	..
Spagna <sup>2)</sup>	6,2	9,9	15,7	17,6	17,4	13,9	10,4	5,8	11,4	9,5	6,4	5,1
Francia <sup>1)</sup>	4,4	7,9	8,3	11,7	15,2	15,3	12,1	..	13,9	10,5	7,5	..
Italia <sup>2)</sup>	1,5	7,4	13,7	10,6	9,2	9,7	6,7	..	6,4	7,0	6,6	..
Cipro	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Lussemburgo <sup>2)</sup>	5,2	11,4	10,8	11,5	14,0	11,7	..	..	..	..	..	..
Malta <sup>2)</sup>	6,2	5,0	8,7	13,3	20,3	9,8	3,5	1,1	5,8	1,4	1,6	0,6
Paesi Bassi <sup>1)</sup>	14,1	11,2	8,4	4,8	4,1	4,7	4,5	..	4,8	4,3	4,5	..
Austria <sup>2), 3)</sup>	-1,8	2,2	0,2	0,3	-2,2	5,1	4,0	..	4,1	4,0	3,9	..
Portogallo <sup>2)</sup>	5,8	5,4	0,6	1,1	0,6	2,3	2,1	1,3	3,4	0,8	1,2	1,5
Slovenia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finlandia <sup>1)</sup>	..	-0,5	7,4	6,3	7,3	6,1	7,4	6,0	8,3	6,6	6,4	5,6
Area dell'euro	3,9	5,7	7,2	7,1	7,5	7,9	6,5	..	7,0	6,1	5,0	..

Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Note: i pesi sono basati sul PIL nominale nel 2006. Per la stima dell'aggregato dell'area dell'euro relativa alla prima metà del 2007 è stata utilizzata una stima riservata per la Germania.

1) Abitazioni esistenti (case e appartamenti); intero paese.

2) Tutte le abitazioni (case e appartamenti nuovi e esistenti); intero paese.

3) Fino al 2000 i dati riguardano solo Vienna.

residenziali si sarebbe protratto nel quarto trimestre del 2007. Tale andamento è confermato da altri indicatori, come le concessioni edilizie, che indicherebbero un'ulteriore attenuazione dell'offerta di abitazioni nel 2008.

Nel complesso, le informazioni recenti sembrano coerenti con un rientro delle tensioni sui mercati degli immobili residenziali dopo la lunga fase di cospicui aumenti dei prezzi. Peraltro, in una prospettiva storica, la crescita media registrata in termini reali (deflazionata per lo IAPC) dei prezzi degli alloggi nell'area dell'euro non risulta particolarmente anomala.

### 3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nel complesso, ci si attende che l'inflazione misurata sullo IAPC rimanga al di sopra del 2 per cento per un prolungato periodo, poiché ulteriori pressioni verso l'alto derivanti dai rincari di petrolio e beni alimentari potrebbero mantenere l'inflazione complessiva intorno al livello attuale nei prossimi mesi. Considerando le quotazioni correnti dei contratti futures per le materie prime nei mercati internazionali, l'inflazione armonizzata scenderebbe solo gradualmente nel corso del 2008.

Nell'ultima *Survey of Professional Forecasters* condotta dalla BCE (cfr. riquadro 5) le aspettative di inflazione per il 2008 sono state riviste sensibilmente al rialzo, al 2,5 per cento, mentre sono rimaste invariate al 2,0 per il 2009. Inoltre, gli esperti di previsioni partecipanti all'indagine hanno rivisto al rialzo, anche se in maniera marginale, le aspettative di inflazione a più lungo termine.

Le prospettive a medio termine per la dinamica dei prezzi continuano ad essere soggette a rischi verso l'alto. Sul fronte interno, in questa fase esiste il rischio di effetti indiretti sul processo di determinazione di salari e prezzi, riconducibili agli attuali elevati tassi di inflazione. Tali rischi sono connessi in particolare alla possibilità che gli incrementi salariali siano superiori alle attese correnti, tenuto conto dell'elevato utilizzo della capacità produttiva e delle condizioni tese sul mercato del lavoro. Inoltre, la capacità di determinazione dei prezzi di talune imprese potrebbe risultare superiore alle attese, specie in quei segmenti di mercato caratterizzati da minore concorrenza. Rischi al rialzo per le prospettive di inflazione provengono infine da ulteriori aumenti dei corsi petroliferi e dei prodotti agricoli, protraendo la forte crescita osservata negli ultimi mesi, nonché da incrementi non anticipati di prezzi amministrati e imposte indirette.

#### Riquadro 5

#### I RISULTATI DELLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE PER IL PRIMO TRIMESTRE DEL 2008

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il primo trimestre del 2008, condotta dalla BCE fra il 16 e il 18 gennaio 2008. L'SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sulla crescita del PIL e sulla disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e con sede nell'Unione europea. Alla luce della diversità del campione di partecipanti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

1) In percentuale delle forze di lavoro.

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

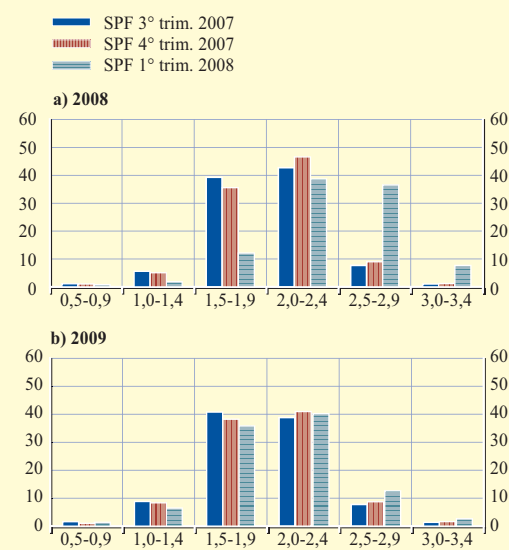
### Aspettative di inflazione per il 2008 e il 2009

Le aspettative di inflazione per il 2008 dei partecipanti all'SPF sono state riviste al rialzo. In media, le stime puntuali si sono collocate al 2,5 per cento, 0,5 punti percentuali al di sopra della precedente indagine (cfr. tavola<sup>1)</sup>). Tali attese riflettono i timori di maggiori pressioni sui prezzi derivanti dal lato dei costi e dei salari nel 2008. Per il 2009 il tasso di inflazione atteso è rimasto in media al 2,0 per cento. Tali attese ricadono entro gli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate nel dicembre del 2007 dagli esperti dell'Euro-sistema, mentre risultano lievemente superiori alle previsioni censite nel gennaio 2008 da *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer*.

Ai partecipanti all'indagine viene inoltre richiesto di valutare la probabilità che i valori effettivi si collochino all'interno di determinati intervalli. La distribuzione di probabilità ricavata dall'aggregazione delle risposte dei partecipanti fornisce una sintesi delle loro stime. Essa consente inoltre di valutare in che

**Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione sui dodici mesi nel 2008 e nel 2009 (*Survey of Professional Forecasters*, ultime tre inchieste<sup>1)</sup>)**

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

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

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

modo i partecipanti ponderino, in media, il rischio che i risultati effettivi si situino al di sopra o al di sotto dell'intervallo ritenuto più probabile. La distribuzione di probabilità delle attese di inflazione per il 2008 e, in misura minore quella per il 2009, si sono spostate verso valori superiori rispetto all'SPF svolto nel quarto trimestre del 2007 (cfr. figura A). Per il 2008, i due risultati più probabili ricadono all'interno degli intervalli 2,0-2,4 e 2,5-2,9 per cento, con probabilità rispettivamente pari al 40 e al 37 per cento. Il risultato più verosimile per il 2009 continua invece a collocarsi all'interno dell'intervallo 2,0-2,4 per cento, con una probabilità del 40 per cento, mentre la probabilità che l'inflazione si situi nell'intervallo inferiore (1,5-1,9 per cento) rimane pari al 36 per cento.

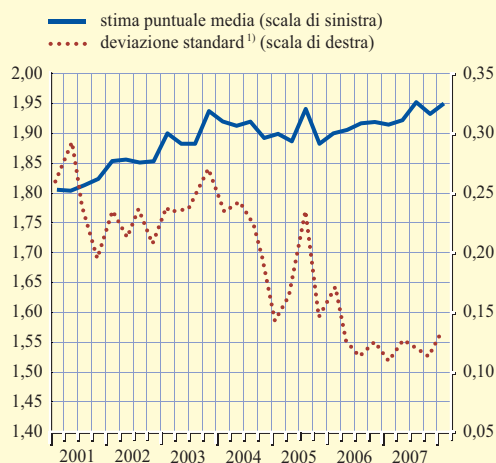
Secondo i partecipanti, i rischi al rialzo relativi a tali previsioni derivano in particolare da ulteriori rincari del petrolio e da un'accelerazione dei salari nominali. Al tempo stesso, sono stati segnalati anche rischi al ribasso, derivanti in particolare da un ulteriore rafforzamento del tasso di cambio dell'euro e da una contrazione della domanda aggregata più marcata del previsto.

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

In base ai risultati dell'ultima indagine SPF, le aspettative di inflazione a più lungo termine (cinque anni) sono state riviste leggermente al rialzo, dall'1,93 all'1,95 per cento. Arrotondata a un decimale, tale revisione comporta una variazione dall'1,9 al 2,0 per cento. Le aspettative per il 2012 sono in linea con le proiezioni a lungo termine per l'inflazione nel 2011 riportate in *Euro Zone Barometer* nel gennaio del 2008 e lievemente superiori a quelle per l'inflazione sull'orizzonte da sei a dieci anni pubblicate nell'ottobre 2007 da *Consensus Economics*. La deviazione standard delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'SPF è progressivamente calata e rimane stabile su livelli contenuti, indicando un ampio consenso fra gli intervistati per quanto concerne la probabilità dei risultati relativi al tasso di inflazione a più lungo termine (cfr. figura B).

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

(variazioni percentuali medie sui dodici mesi; punti percentuali)

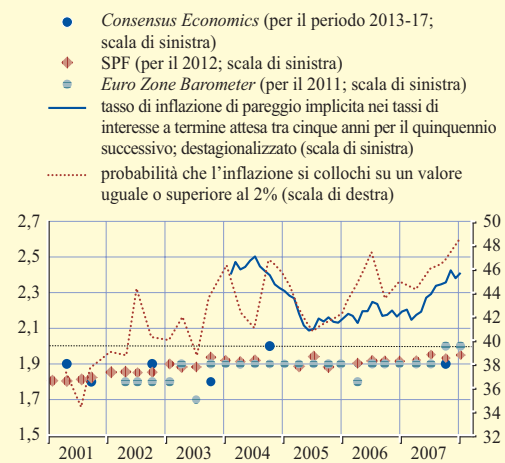


Fonte: BCE.

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

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; valori percentuali)



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

La probabilità attribuita dai partecipanti al fatto che l'inflazione a lungo termine possa collocarsi su un livello pari o superiore al 2 per cento è lievemente aumentata, al 49 per cento, dal 48 dell'indagine precedente (cfr. figura C). I risultati dell'indagine possono essere confrontati con il tasso di inflazione di pareggio, un indicatore delle aspettative di inflazione a più lungo termine degli operatori di mercato, calcolato come differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione<sup>2)</sup>. L'aumento della probabilità che l'inflazione a termine a cinque anni possa collocarsi al 2 per cento o su livelli superiori è in linea con l'andamento dell'inflazione di pareggio implicita nei tassi di interesse a termine attesa tra cinque anni per il quinquennio successivo (cfr. figura C). Va tuttavia sottolineato che non è opportuno interpretare i tassi di inflazione di pareggio come misure dirette delle aspettative di inflazione, in quanto potrebbero incorporare anche vari premi al rischio (collegati ad esempio all'incertezza sull'inflazione e alla liquidità).

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

Rispetto alla precedente indagine, le aspettative per la crescita del PIL in termini reali nel 2008 e nel 2009 sono state riviste al ribasso rispettivamente di 0,3 e 0,2 punti percentuali (all'1,8 e al 2,0 per cento in media). Tali revisioni al ribasso rispecchiano principalmente i timori di un rallentamento economico negli Stati Uniti, che potrebbe avere ripercussioni a livello mondiale.

Analogamente, i rischi al ribasso relativi a tali aspettative sono collegati soprattutto al rincaro del petrolio, alla protratta incertezza sugli andamenti dei mercati finanziari e alla possibilità di una risoluzione disordinata degli squilibri globali, con implicazioni per il tasso di cambio dell'euro. Fra i principali rischi al rialzo menzionati dagli intervistati figurano invece un allentamento eccessivamente aggressivo della politica monetaria negli Stati Uniti e una dinamica positiva dei consumi privati e dell'occupazione nell'area dell'euro. Le aspettative di crescita per il 2008 e il 2009, contenute nell'SPF, rientrano negli intervalli delle proiezioni macroeconomiche formulate nel dicembre del 2007 dagli esperti dell'Eurosistema e sono in linea con quelle riportate nelle ultime edizioni di *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*.

Le aspettative per la crescita a più lungo termine (per il 2012) sono anch'esse state riviste al ribasso, di 0,1 punti percentuali, e si collocano attualmente al 2,1 per cento. Stando ai partecipanti all'SPF, le prospettive di crescita a più lungo termine dipendono principalmente da ulteriori riforme strutturali del mercato del lavoro e dei sistemi previdenziali, nonché dalla situazione demografica e dai flussi migratori.

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

Le aspettative sul tasso di disoccupazione per il 2008 e il 2009 si collocano al 7,1 e 7,0 per cento rispettivamente, in rialzo di 0,4 punti percentuali, probabilmente per effetto della revisione di segno positivo dei dati sulla disoccupazione, diffusa successivamente alla conclusione della precedente indagine SPF. Alcuni intervistati ritengono che sebbene negli ultimi anni il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro sia calato significativamente grazie alle riforme del mercato del lavoro, alla maggiore mobilità del lavoro e al minore potere di contrattazione dei sindacati, eventuali ulteriori riduzioni di tale tasso sarebbero di modesta entità. Essi sostengono inoltre che, considerate le dinamiche e i cambiamenti strutturali in atto nel mercato del lavoro

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

dell'area dell'euro, risulta difficile distinguere fra variazioni temporanee e durature del tasso di disoccupazione. Le aspettative sul tasso di disoccupazione contenute nell'SPF sono lievemente inferiori a quelle di *Consensus Economics* per il 2008 e il 2009 e di *Euro Zone Barometer* per il 2009.

Le stime sul tasso di disoccupazione a più lungo termine sono state riviste al rialzo di 0,3 punti percentuali e portate al 6,7 per cento per il 2012. Al riguardo, si valuta che il saldo dei rischi sia orientato verso l'alto. Gli interpellati continuano a indicare che il calo del tasso di disoccupazione sugli orizzonti di più lungo termine dipenderebbe in larga misura a nuove, e più radicali, riforme del mercato del lavoro.



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

Secondo l'ultima stima, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel terzo trimestre del 2007 si è collocata allo 0,8 per cento, più alta di 0,1 punti percentuali rispetto alla stima precedente. Le ultime informazioni indicano una moderazione dell'attività economica verso fine anno. Tuttavia, malgrado il calo degli ultimi mesi, gli indicatori basati su indagini continuano a segnalare il perdurare della fase espansiva. Tale valutazione è sostanzialmente in linea con le previsioni disponibili, provenienti da fonti pubbliche e private. L'economia dell'area dell'euro seguita ad avere fondamentali solidi e non presenta squilibri significativi. La redditività è stata elevata e i tassi di disoccupazione sono scesi a livelli non osservati da venticinque anni. Tuttavia, l'incertezza sullo scenario della crescita economica è insolitamente elevata e i rischi per le prospettive dell'attività sono stati confermati al ribasso. Questi rischi sono connessi principalmente alle possibilità di ricadute più ampie di quanto atteso finora, sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia degli ultimi sviluppi sui mercati finanziari, con effetti negativi sulla crescita mondiale e dell'area dell'euro. Ulteriori rischi al ribasso provengono dall'eventualità di nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime, dai timori circa le spinte protezionistiche e dalla possibilità di andamenti disordinati dovuti agli squilibri mondiali.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

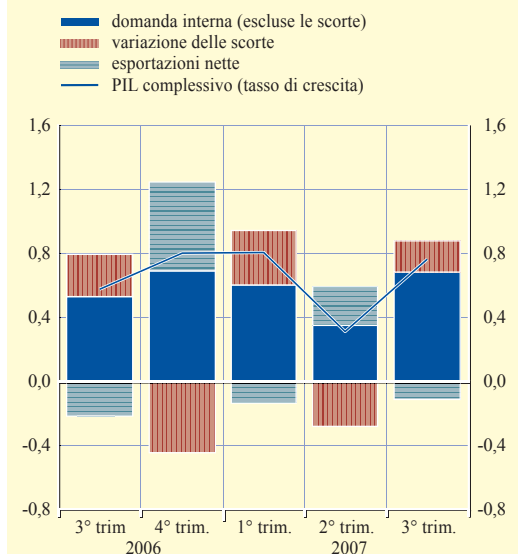
#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

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 24). Tale aumento 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. Anche il contributo lievemente negativo dell'interscambio commerciale netto e quello positivo delle scorte sono rimasti immutati rispetto alla stima precedente.

Con la pubblicazione dei dati dell'Eurostat è stata resa disponibile anche la prima stima della scomposizione degli investimenti totali per il terzo trimestre del 2007. Questa indica che la crescita degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni è aumentata leggermente, passando dallo 0,9 per cento del secondo trimestre all'1,4 del terzo. Sempre nel terzo trimestre gli investimenti in costruzioni sono saliti all'1,0 per cento, dopo il calo dell'1,0 per cento nel secondo trimestre. In generale, questi dati confermano la valutazione presentata nei precedenti numeri di questo Bollettino in merito alla solidità della crescita degli investimenti e a fattori specifici collegati alle condizioni meteorologiche che hanno inciso sul settore delle costruzioni nel secondo trimestre del 2007.

Figura 24 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.

Nel complesso, l'ultima stima dei dati di contabilità nazionale mostra 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 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 dei servizi al valore aggiunto totale dell'area dell'euro sono stati confermati, rispettivamente, in 0,3 e 0,5 punti percentuali.

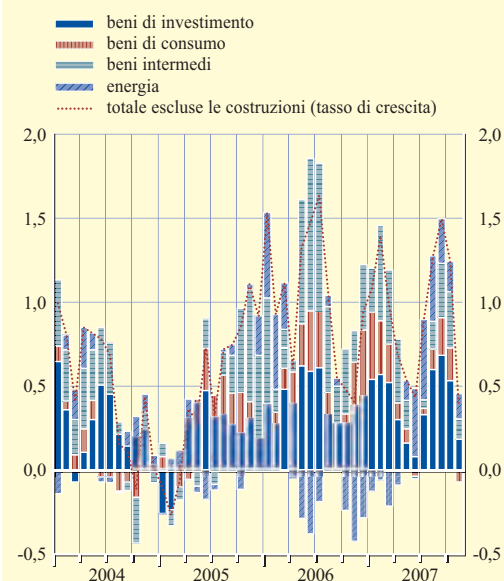
I dati più recenti suggeriscono che, nel quarto trimestre, il contributo dell'industria alla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è stato di molto inferiore rispetto al terzo trimestre. In novembre la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita dello 0,3 per cento sul mese precedente, dopo un incremento dello 0,6 per cento in ottobre (cfr. figura 25). Esaminando i dati più in dettaglio, in novembre si rileva una contrazione in tutte le principali categorie di prodotti industriali, eccetto quelli energetici. Il livello medio della produzione nei primi due mesi del quarto trimestre è stato solo lievemente più elevato rispetto al terzo trimestre, confermando i primi segnali provenienti dalle indagini. Al contempo, più in positivo, i nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono saliti dello 0,8 per cento in novembre rispetto al mese precedente, a fronte dell'1,3 per cento di ottobre. Il livello medio dei nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) nei primi due mesi del quarto trimestre ha superato dell'1 per cento quello del terzo, mentre il livello medio dei nuovi ordini interni si è accresciuto dell'1,7 per cento. Poiché i nuovi ordini anticipano la produzione futura<sup>1)</sup>, ciò suggerisce che, in prospettiva, la domanda interna apporterà probabilmente un contributo più consistente alla produzione industriale rispetto alla domanda esterna.

Nel settore delle costruzioni, in novembre la produzione è diminuita dello 0,9 per cento sul mese precedente, compensando pertanto l'aumento dello 0,7 per cento di ottobre. Gli ultimi dati confermano la valutazione secondo cui l'incremento di ottobre sarebbe stato temporaneo e probabilmente ascrivibile a precipitazioni inferiori alla media in Spagna e Portogallo. In media, nei primi due mesi del quarto trimestre la produzione nel settore delle costruzioni è stata solo lievemente superiore al livello osservato nel terzo trimestre.

Complessivamente, i dati più recenti confermano che la crescita della produzione industriale è stata molto più debole nel quarto trimestre rispetto al terzo.

**Figura 25 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.

1) Cfr. il riquadro 7 Nuovi ordinativi nei settori manifatturieri dell'area dell'euro nel numero di dicembre 2003 di questo Bollettino.

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

I risultati delle indagini indicano che la crescita più lenta si è protratta all'inizio del primo trimestre del 2008. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) e gli indicatori della Commissione europea sono generalmente diminuiti in gennaio, soprattutto nel settore dei servizi. Il calo nel comparto manifatturiero è stato piuttosto modesto e segnalato solo dall'indagine della Commissione (cfr. figura 26). Per quanto riguarda i servizi, sia l'indicatore della Commissione sia il PMI si collocano attualmente al di sotto della loro media storica, pur rimanendo su livelli in linea con una crescita positiva all'inizio del primo trimestre del 2008.

In gennaio la Commissione europea ha inoltre pubblicato i risultati del questionario trimestrale sul grado di utilizzo della capacità produttiva. In base a questi dati, nel settore manifatturiero il grado di utilizzo della capacità produttiva ha segnato solo una lieve diminuzione in gennaio, all'83,9 per cento, mentre la carenza di manodopera permane su livelli elevati, in questo settore. Inoltre, sempre nel settore manifatturiero, il numero dei partecipanti all'indagine della Commissione che ha menzionato i vincoli finanziari quale limite alla produzione non è salito in gennaio.

Nel complesso, nonostante gli elevati livelli di utilizzo della capacità produttiva e la carenza di manodopera, i risultati delle indagini per i settori dell'industria e dei servizi indicano che la moderazione dell'attività economica nel quarto trimestre del 2007 potrebbe essere proseguita all'inizio del 2008.

## INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

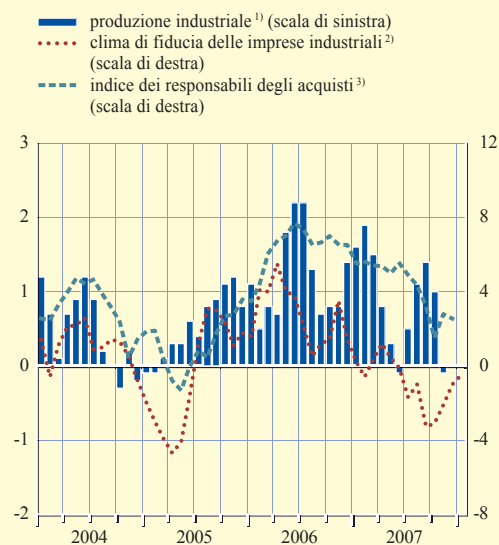
Gli indicatori disponibili sulla spesa delle famiglie suggeriscono che la dinamica dei consumi è stata leggermente più debole nel quarto trimestre del 2007, nonostante la ripresa della crescita dei consumi privati, allo 0,5 per cento, nel terzo trimestre.

In dicembre le vendite al dettaglio nell'area dell'euro sono diminuite dello 0,1 per cento rispetto al mese precedente, a seguito di una flessione dello 0,7 per cento in novembre (cfr. figura 27), mentre nell'arco del quarto trimestre del 2007, sono scese dell'1 per cento rispetto al trimestre precedente. In dicembre le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate considerevolmente, dell'8,2 per cento sul mese precedente, soprattutto per effetto di un incremento temporaneo in Francia dovuto all'introduzione di un'ecotassa per il 2008 che ha incoraggiato i consumatori ad anticipare i propri acquisti al 2007. Ciononostante, è molto probabile che queste due componenti abbiano fornito congiuntamente un contributo negativo alla crescita dei consumi privati nel quarto trimestre.

Le ultime informazioni disponibili all'inizio del 2008 indicano che un aumento dell'espansione dei consumi privati è improbabile nel primo trimestre dell'anno. L'indicatore della Commissione euro-

**Figura 26** 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.

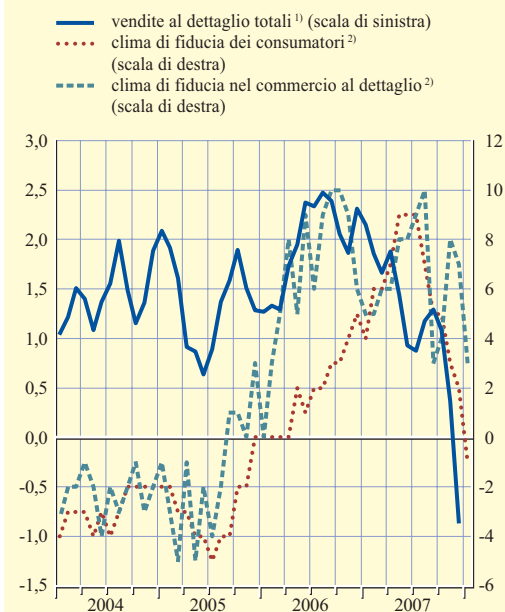
1) Variazioni percentuali della media mobile a tre mesi rispetto al trimestre precedente.

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

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

**Figura 27 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie**

(dati mensili)



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

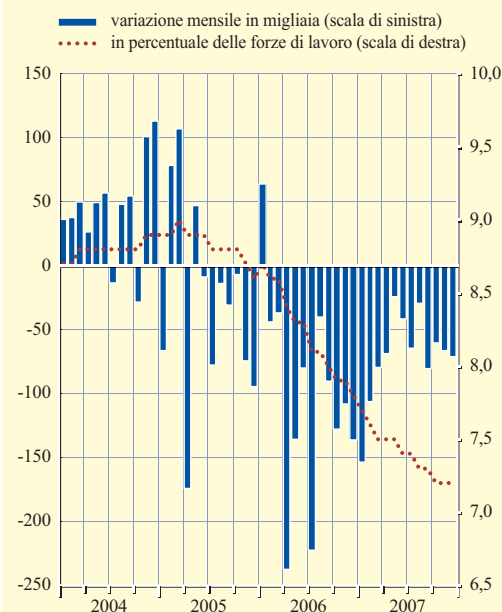
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta.

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.

**Figura 28 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

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

pea per il commercio al dettaglio, che segnala gli andamenti della fiducia dei dettaglianti, è diminuito in gennaio. Anche la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro ha evidenziato una flessione, rispecchiando principalmente un deterioramento delle valutazioni dei consumatori in merito alla situazione economica generale e alle prospettive di occupazione. La fiducia dei consumatori si colloca ora lievemente al di sotto della sua media storica, dopo essere calata continuamente dal massimo raggiunto in maggio 2007. Tuttavia, le condizioni prevalenti nel mercato del lavoro sono favorevoli, implicando che le prospettive per i consumi privati nel 2008 restano sostanzialmente positive.

## 4.2 MERCATO DEL LAVORO

La situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro ha mostrato un netto miglioramento negli anni più recenti e, malgrado una lieve attenuazione, tale tendenza favorevole si è protratta secondo gli ultimi dati disponibili.

### DISOCCUPAZIONE

A dicembre 2007 il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 7,2 per cento (cfr. figura 28). Nel quarto trimestre la flessione media mensile del numero di disoccupati è stata di quasi 70.000 unità,

**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
<i>di cui:</i>							
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.

lievemente superiore a quella dei due trimestri precedenti. Nei dodici mesi fino a dicembre il tasso di disoccupazione ha segnato un calo significativo, pari a 0,6 punti percentuali. In media, il tasso di disoccupazione si è collocato al 7,4 per cento nel 2007, rispetto all'8,2 del 2006.

### OCCUPAZIONE

Come indicato dalla seconda stima dell'Eurostat, nel terzo trimestre del 2007 l'occupazione nell'area dell'euro è cresciuta rispetto al periodo precedente dello 0,3 per cento, dopo essere aumentata dello 0,6 nei due trimestri precedenti (cfr. tavola 7). La scomposizione settoriale, ora disponibile, mostra che il rallentamento è ascrivibile agli andamenti nel settore delle costruzioni e, in minor misura, in quello dei servizi. In quest'ultimo la moderazione della crescita è stata sostanzialmente generalizzata nei vari sottosettori (commercio e trasporti, servizi finanziari e alle imprese, amministrazione pubblica). 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.

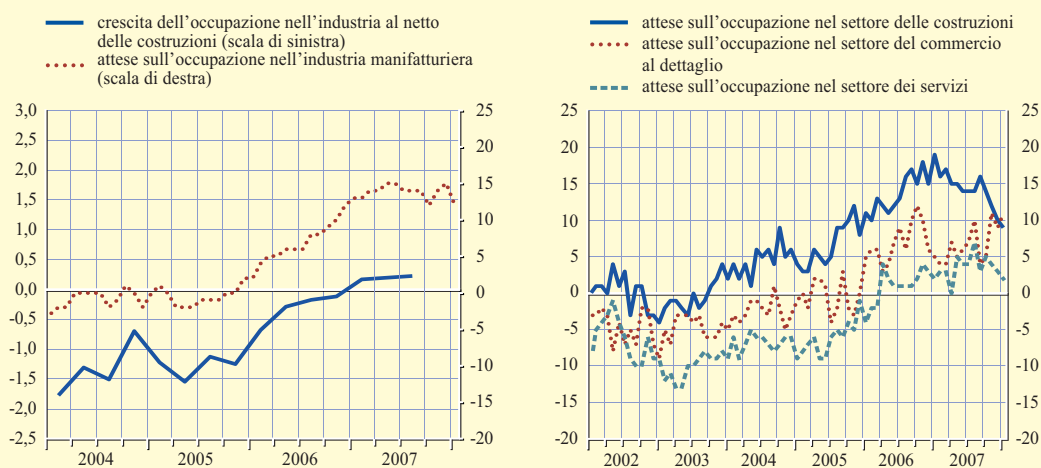
Sulla base dei risultati delle indagini disponibili per gennaio (cfr. figura 29), la dinamica favorevole in atto nel mercato del lavoro dell'area dell'euro negli ultimi anni sembra essersi protratta all'inizio del primo trimestre del 2008. Secondo l'indagine PMI di NTC Economics, la creazione di posti di lavoro è proseguita in gennaio, sia nel settore industriale sia in quello dei servizi. Un quadro analogo emerge dalle aspettative di occupazione rilevate dalle indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese. Nel complesso, le condizioni del mercato del lavoro non hanno finora subito ripercussioni sostanziali dal recente aumento dell'incertezza sulle prospettive di crescita economica.

### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli ultimi dati sull'attività economica confermano la valutazione fornita nei precedenti numeri di questo Bollettino secondo cui la crescita trimestrale del PIL in termini reali nell'area dell'euro si è probabilmente attenuata verso fine anno. Nel settore industriale, la crescita è stata particolarmente sostenuta nel terzo trimestre del 2007, diminuendo poi nel quarto. Gli indicatori della fiducia delle imprese e dei consumatori sono calati negli ultimi mesi restando, tuttavia, su livelli compatibili con il protrarsi della fase espansiva. Tale valutazione è sostanzialmente in linea con le previsioni disponibili, provenienti da istituzioni pubbliche e private. L'economia dell'area dell'euro continua ad

**Figura 29 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.

avere fondamentali solidi e non presenta squilibri significativi. La redditività è stata elevata e i tassi di disoccupazione sono scesi a livelli non osservati da venticinque anni. La crescita dei consumi dovrebbe pertanto seguire a contribuire all'espansione economica, in linea con l'andamento del reddito disponibile reale, e la dinamica degli investimenti dovrebbe continuare a fornire sostegno all'attività economica.

Tuttavia, l'incertezza sullo scenario della crescita economica è insolitamente elevata e i rischi per le prospettive dell'attività sono stati confermati al ribasso. Tali rischi sono connessi principalmente alle possibilità di ricadute più ampie di quanto atteso finora sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia dell'andamento del mercato finanziario, con effetti negativi sulla crescita mondiale e dell'area dell'euro. Altri rischi verso il basso provengono dall'eventualità di nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime, dai timori 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

In gennaio e agli inizi di febbraio l'euro ha registrato un lieve deprezzamento in termini effettivi nominali, in presenza di una crescente volatilità. L'andamento è il risultato di movimenti di segno opposto dei tassi di cambio bilaterali con i principali partner commerciali dell'area dell'euro.

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

In dicembre del 2007 e gennaio del 2008 la moneta unica non ha praticamente evidenziato alcuna tendenza significativa, nonostante il contesto caratterizzato da una crescente volatilità. Questa sostanziale stabilità ha fatto seguito al sensibile apprezzamento di novembre, quando l'euro si era rafforzato probabilmente di riflesso ai rinnovati timori sui mercati mondiali del credito, che avevano indotto gli operatori ad attendersi un ampliamento del differenziale fra i tassi di interesse di riferimento futuri di Stati Uniti e area dell'euro. Il 6 febbraio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 22 importanti partner commerciali dell'area – era superiore dell'1,1 per cento al livello di fine ottobre e del 3,3 per cento rispetto alla media del 2007 (cfr. figura 30).

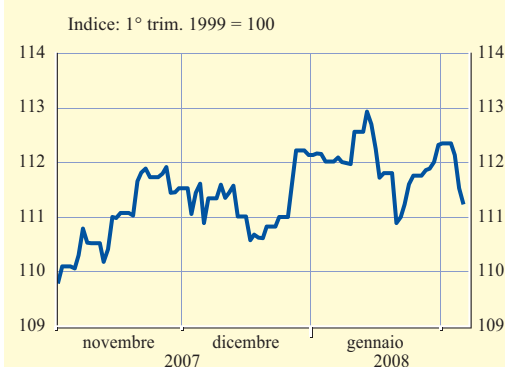
In un'ottica a più lungo termine, in gennaio il tasso di cambio effettivo reale dell'euro – deflazionato tramite l'IPC e misurato rispetto a un gruppo di importanti partner commerciali – era superiore del 3,9 per cento alla media del 2007.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

La moneta unica si è mantenuta sostanzialmente stabile nei confronti di quella statunitense a dicembre e gennaio, in presenza di una accresciuta volatilità. Per contro, a novembre l'euro aveva registrato un apprezzamento leggermente superiore al 2 per cento rispetto al dollaro, in parte di riflesso all'impatto sul mercato dei modesti dati macroeconomici statunitensi, dei nuovi timori collegati al mercato del credito e delle connesse attese di ulteriori riduzioni dei tassi ufficiali statunitensi nella prima metà del 2008. Le oscillazioni registrate dal tasso di cambio euro/dollaro statunitense in dicembre potrebbero ricollegarsi al temporaneo allentamento del livello di avversione al rischio sul piano internazionale, risultante dall'azione delle principali

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

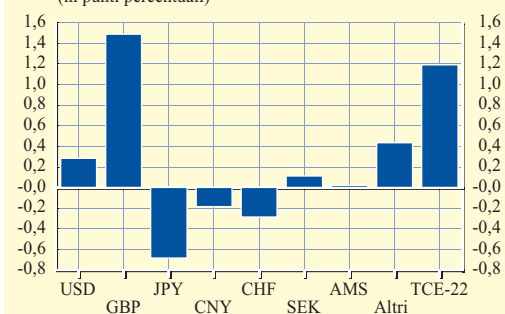
(dati giornalieri)



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

Dal 31 ottobre 2007 al 6 febbraio 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-24 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati Membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto la sterlina britannica e la corona svedese). La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sei partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-24. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-24.

banche centrali per affrontare i vincoli di liquidità sui mercati monetari. Questo allentamento è stato successivamente annullato dai nuovi segnali di debolezza provenienti dai mercati statunitensi delle abitazioni e del lavoro e dal settore manifatturiero del paese. In gennaio le oscillazioni del cambio euro/dollaro statunitense sono state determinate dai rinnovati timori sui mercati mondiali del credito, nonché dalla sensibile modifica dei tassi di riferimento annunciata dal Federal Reserve System. Il 6 febbraio la moneta unica era scambiata a 1,46 dollari, un livello superiore dell'1,2 per cento a quello di fine ottobre e del 6,7 per cento rispetto alla media del 2007 (cfr. figura 31).

#### YEN GIAPPONESE/EURO

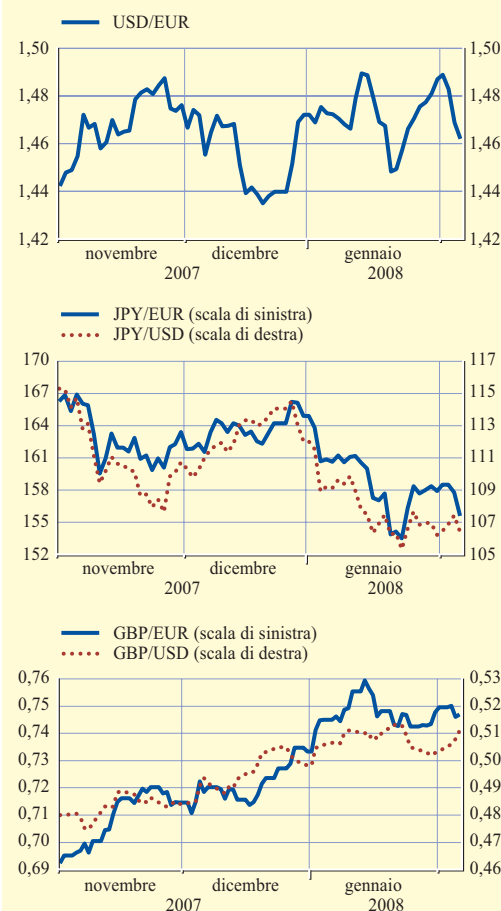
A gennaio lo yen ha segnato un deciso apprezzamento; l'andamento sarebbe da ricondurre a una moderata liquidazione di operazioni di *carry trade*, divenute meno interessanti per via dell'aumento su livelli prossimi ai massimi storici della volatilità implicita del tasso di cambio bilaterale euro/yen. Sul comportamento del tasso di cambio dell'euro rispetto allo yen hanno inciso negli ultimi mesi le notevoli oscillazioni della volatilità dei prezzi delle attività e dei tassi di cambio, a loro volta connesse agli andamenti dei mercati mondiali del credito. Influenzando sulla redditività dei *carry trade*, le oscillazioni nella percezione del rischio finanziario hanno indotto modifiche nel paniere di valute usate per finanziare queste operazioni. Lo yen ha segnato un recupero temporaneo verso la metà di ottobre, quando sono tornati a rafforzarsi i timori sui rischi connessi al mercato del credito, per poi registrare a novembre un apprezzamento più significativo rispetto all'euro, in presenza di una crescente volatilità nei mercati valutari. In dicembre la divisa nipponica si è nuovamente indebolita, forse a causa della minore avversione al rischio e di una revisione al ribasso delle prospettive economiche del paese. Il 6 febbraio l'euro era quotato a 155,58 yen, un valore inferiore del 6,6 per cento a quello di fine ottobre e del 3,5 per cento rispetto alla media del 2007 (cfr. figura 31).

#### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Dalla fine di ottobre 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, è rimasta sostanzialmente stabile tra la fine di ottobre 2007 e gli inizi di febbraio 2008. Il 6 febbraio si discostava di circa il 6 per cento dalla sua parità centrale. Nello stesso periodo di tre mesi il lat lettone ha segnato sull'euro un apprezzamento di poco meno dell'1 per

**Figura 31 Tassi di cambio**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.



cento, risultando il 6 febbraio superiore di circa l'1 per cento alla parità centrale della banda di oscillazione dell'1 per cento fissata unilateralmente.

Con riferimento alle valute degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di ottobre 2007 e il 6 febbraio 2008, l'euro si è apprezzato di circa il 7 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, ma si è lievemente moderato in gennaio. Durante lo stesso periodo la moneta unica europea ha guadagnato circa il 10 per cento sul leu romeno, mentre si è deprezzata rispettivamente del 5 e dell'1 per cento nei confronti della corona ceca e dello zloty polacco.

#### ALTRE VALUTE

Dalla fine di ottobre 2007 l'euro si è deprezzato del 4,2 per cento rispetto al franco svizzero, mentre si è apprezzato di quasi il 7 per cento nei confronti del dollaro canadese, del 4,2 per cento sul dollaro australiano e del 3,4 per cento 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, in particolare del won coreano (6 per cento). Si è invece deprezzata di circa il 2,5 per cento nei confronti del renminbi cinese, il cui ritmo di apprezzamento sul dollaro statunitense ha iniziato a intensificarsi attorno alla metà di dicembre.

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

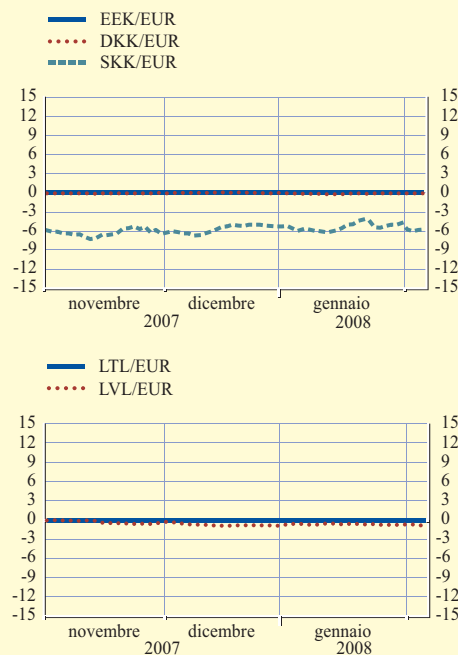
*A novembre del 2007 il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un avanzo pari a circa lo 0,3 per cento del PIL (a fronte di un disavanzo di entità analoga un anno prima), che ha riflesso ampiamente una crescita dell'avanzo dei beni. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a novembre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno continuato a registrare nel loro insieme considerevoli afflussi, riconducibili ai notevoli flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio.*

#### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

In novembre il valore delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi è salito rispettivamente dell'1,0 e dell'1,3 per cento (in termini di dati destagionalizzati e in media mobile a tre mesi), contro il 2,9 e il 3,0 per cento dei tre mesi fino ad agosto. Il rallentamento della crescita di esportazioni e importazioni va ricondotto principalmente alla componente dei beni (cfr. tavola 8).

**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.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	2007		Medie mobili di 3 mesi dati a fine				Dati cumulati sui 12 mesi a fine	
	ott.	nov.	2007 feb.	2007 mag.	2007 ago.	2007 nov.	2006 nov.	2007 nov.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	3,1	0,7	1,8	1,1	4,2	1,5	-21,3	25,6
Beni (saldo)	8,5	4,8	3,6	6,0	6,3	6,0	19,3	65,4
Esportazioni	129,2	128,8	122,3	123,0	127,2	128,9	1.376,8	1.504,4
Importazioni	120,7	124,0	118,8	117,0	121,0	122,9	1.357,5	1.439,0
Servizi (saldo)	2,7	3,2	3,6	3,7	3,7	3,5	33,9	43,5
Esportazioni	38,8	38,9	37,4	38,5	39,0	39,1	424,3	462,0
Importazioni	36,0	35,7	33,8	34,8	35,4	35,5	390,4	418,5
Redditi (saldo)	2,3	0,2	0,0	-2,0	0,4	0,4	6,2	-3,4
Trasferimenti correnti (saldo)	-10,4	-7,5	-5,5	-6,6	-6,2	-8,4	-80,7	-80,0
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	-80,6	-11,7	3,9	-0,8	30,2	-35,4	123,4	-6,3
Investimenti diretti e di portafoglio	-34,9	21,2	16,1	12,1	21,0	-0,7	120,4	145,3
Investimenti diretti	21,3	11,0	-13,9	-10,8	-10,8	-1,7	-130,2	-111,5
Investimenti di portafoglio	-56,1	10,2	30,0	22,8	31,8	1,0	250,6	256,8
Azioni	-7,0	-15,1	25,3	9,1	29,4	-0,4	162,2	190,2
Strumenti di debito	-49,1	25,3	4,7	13,7	2,4	1,4	88,4	66,6
Obbligazioni e notes	-11,8	28,1	17,2	11,4	2,5	8,5	132,5	118,9
Strumenti del mercato monetario	-37,4	-2,7	-12,5	2,3	-0,2	-7,1	-44,2	-52,3
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	-0,1	-0,2	1,7	1,1	2,9	1,0	12,4	9,2
Importazioni	-1,3	1,9	2,0	-0,5	3,0	1,3	15,3	6,3
<b>Beni</b>								
Esportazioni	0,5	-0,3	0,9	0,6	3,4	1,3	14,1	9,3
Importazioni	-2,6	2,8	2,4	-1,5	3,4	1,6	17,8	6,0
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	-2,0	0,3	4,3	2,8	1,4	0,1	7,4	8,9
Importazioni	3,3	-0,9	0,7	3,0	1,6	0,5	7,3	7,2

Fonte: BCE.

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

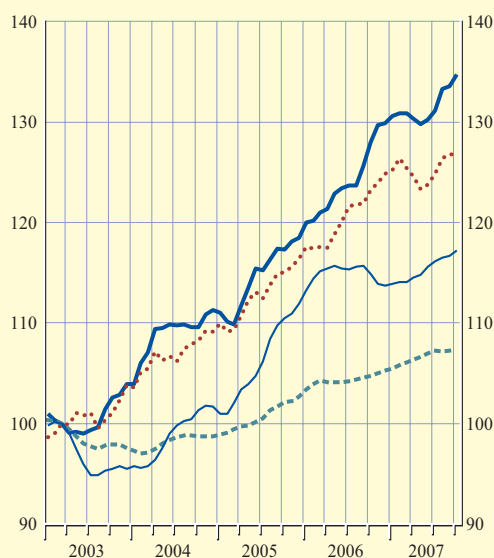
1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi fino a ottobre 2007 suggerisce che la crescita delle esportazioni dell'area in valore è ascrivibile soprattutto all'aumento dei volumi, poiché i prezzi sono scesi lievemente (cfr. figura 33). Quanto alle importazioni di beni, i prezzi all'importazione hanno continuato a salire nei tre mesi fino a ottobre, sospinti principalmente dai forti rincari del petrolio. Nel contempo, la crescita dei volumi importati è rallentata, probabilmente in relazione alla lieve flessione del tasso di crescita della produzione industriale dell'area nello stesso periodo.

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

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

- esportazioni in volume
- ..... importazioni in volume
- - - - prezzi delle esportazioni
- prezzi delle importazioni

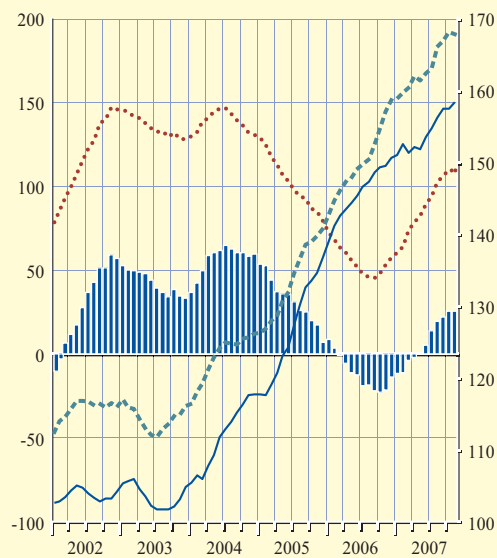


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2007.

**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.

In una prospettiva di più lungo termine, a novembre il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un avanzo di 25,6 miliardi di euro (pari a circa lo 0,3 per cento del PIL dell'area), a fronte di un disavanzo di 21,3 miliardi di euro un anno prima (cfr. figura 34). Tale risultato va ricondotto in larga misura all'avanzo dei beni che, in termini cumulati su dodici mesi, è aumentato di 46,1 miliardi di euro rispetto al periodo corrispondente del 2006. Per contro, il saldo dei servizi è cresciuto in misura più moderata e quello dei redditi ha registrato un lieve disavanzo (3,4 miliardi) a fronte di un avanzo un anno prima. Il saldo dei trasferimenti correnti è rimasto sostanzialmente invariato, evidenziando un disavanzo di 80,0 miliardi di euro.

### CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a novembre 2007, gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi mensili netti medi per 0,7 miliardi di euro, contro afflussi netti medi per 21,0 miliardi nel periodo fino ad agosto (cfr. tavola 8). La variazione del dato complessivo è per lo più ascrivibile all'andamento delle transazioni in titoli azionari, che dopo aver registrato afflussi netti relativamente ampi sono passate a una situazione prossima al pareggio.

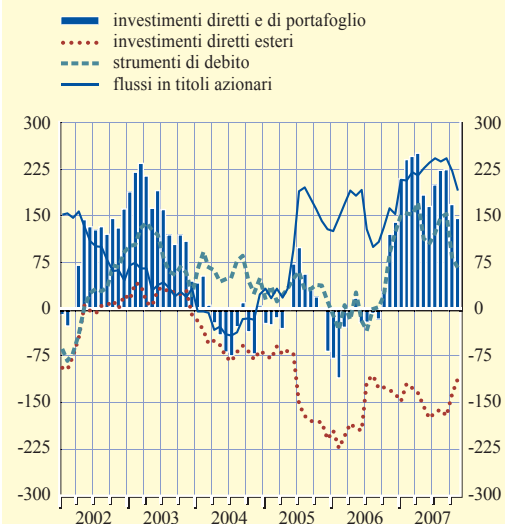
I dati di novembre segnalano il perdurante interesse da parte degli investitori dell'area dell'euro e di quelli esteri per gli investimenti di portafoglio in obbligazioni a lungo termine. Al tempo

stesso indicano che, a seguito delle turbolenze sul mercato del credito in atto da agosto, gli investimenti esteri netti in titoli azionari dell'area restano su livelli inferiori a quelli anteriori alle tensioni.

In una prospettiva di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a novembre gli afflussi netti cumulati per investimenti diretti e di portafoglio sono stati pari a 145,3 miliardi di euro, a fronte di afflussi netti per 120,4 miliardi un anno prima (cfr. figura 35). L'incremento è da ricondurre a una diminuzione dei deflussi netti per investimenti diretti pari a 18,7 miliardi di euro e a un aumento di 6,2 miliardi degli afflussi netti per investimenti di portafoglio. All'origine di quest'ultimo andamento vi è una ricomposizione dei flussi netti per investimenti di portafoglio, che ha portato a un aumento dei flussi di investimenti netti in azioni di 28,0 miliardi di euro laddove gli afflussi netti cumulati per strumenti di debito sono diminuiti di 21,8 miliardi.

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

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



Fonte: BCE.



# L'ANALISI DEL MERCATO MONETARIO IN EURO IN UNA PROSPETTIVA DI POLITICA MONETARIA

*La BCE è fortemente interessata all'efficienza e al corretto funzionamento del mercato monetario in euro. Il mercato monetario è la prima tappa nella trasmissione della politica monetaria dalla decisione del Consiglio direttivo sui tassi di interesse di riferimento della BCE ai tassi e ai rendimenti in una gamma più ampia di mercati finanziari che hanno maggior rilievo per le decisioni di investimento e risparmio del settore privato, per la dinamica monetaria e, in ultima istanza, per le prospettive per la stabilità dei prezzi. Utilizzando la propria capacità di orientare i tassi di interesse di mercato per le scadenze più brevi su livelli prossimi al tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema e comunicando in maniera chiara e trasparente la propria strategia e i propri intenti in materia di politica monetaria, la BCE può influenzare i tassi di interesse a più lungo termine del mercato monetario. Essa riconosce, nel contempo, che gli andamenti dei tassi del mercato monetario oltre le scadenze più brevi riflettono forze di mercato e che quindi tale segmento di mercato è al di fuori del controllo diretto della BCE. Ciò è particolarmente evidente durante determinati periodi di tensione nei mercati finanziari, quando le variazioni dei premi per il rischio e la liquidità possono influire sui tassi di interesse a più lungo termine del mercato monetario e interferire, quindi, con la trasmissione della politica monetaria. È pertanto di massima importanza per la BCE analizzare l'andamento del mercato monetario per valutarne le implicazioni ai fini dell'appropriata definizione dell'orientamento di politica monetaria e per decidere se occorre intervenire per favorire un corretto funzionamento del mercato monetario in euro.*

## I INTRODUZIONE

Il mercato monetario in euro è il mercato in cui banche, fondi di investimento e altri intermediari finanziari raccolgono fondi a breve termine (per una descrizione delle principali caratteristiche del mercato monetario in euro cfr. il riquadro 1). Gli enti creditizi sono particolarmente attivi in questo mercato (compresi i connessi mercati degli strumenti derivati) in ragione della loro domanda di rifinanziamento, dell'intento di coprire le posizioni a breve termine e della necessità di ottenere liquidità dalla banca centrale per assolvere gli obblighi di riserva.

Il mercato monetario è importante per la politica monetaria sotto molti aspetti. Per la BCE, il controllo sui tassi a breve termine del mercato monetario è la prima tappa nella trasmissione della politica monetaria dalla decisione del Consiglio direttivo sui tassi di interesse di riferimento della BCE<sup>1)</sup> ai rendimenti e ai tassi in una gamma più ampia di mercati finanziari che rivestono maggior importanza per le decisioni di investimento e risparmio del settore privato, la dinamica monetaria e, in ultima istanza, le prospettive per la stabilità dei prezzi. Utilizzando la propria capacità di orientare i tassi del mercato monetario con le sca-

denze più brevi su livelli prossimi al tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) dell'Eurosistema e comunicando in maniera chiara e trasparente la propria strategia e i propri intenti in materia di politica monetaria, la BCE può influenzare i tassi di interesse e i rendimenti a più lungo termine. È pertanto fondamentale che i mercati monetari funzionino correttamente perché la BCE possa conseguire l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. La sezione 2 spiega l'interesse della BCE a favorire un mercato monetario correttamente funzionante, efficiente e trasparente.

In circostanze normali, la trasmissione della politica monetaria attraverso il mercato monetario è molto fluida ed efficace. Ciò conferma la valida pianificazione degli strumenti e delle procedure utilizzate per attuare le decisioni di politica monetaria, nonché l'efficacia delle operazioni di liquidità condotte dalla BCE e dell'attività di

1) Il tasso di interesse di riferimento della BCE di maggior rilievo è il tasso minimo di offerta, che rappresenta la base per il prezzo della liquidità della banca centrale nelle operazioni di mercato aperto e indica l'orientamento di politica monetaria. Gli altri due tassi di riferimento, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, definiscono il corridoio entro cui può oscillare il tasso di interesse overnight.

comunicazione della stessa in materia di politica monetaria. È importante però mettersi al riparo da atteggiamenti di compiacimento. Talvolta possono emergere tensioni nel mercato monetario che interferiscono con la fluida trasmissione della politica monetaria. Tra gli esempi si annoverano la transizione al nuovo millennio ("Y2K"), gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001, nonché i recenti timori per le esposizioni bancarie alle insolvenze dei mutui *subprime* negli Stati Uniti che hanno ostacolato la negoziazione interbancaria. Inoltre, almeno in linea di principio, l'inevitabile volatilità nel segmento a brevissimo termine della gamma di scadenze del mercato monetario (indotta, ad esempio, dalla difficoltà di prevedere alcuni fattori autonomi che influenzano le condizioni di liquidità, come la domanda di banconote e i depositi delle amministrazioni pubbliche detenuti presso l'Eurosistema<sup>2)</sup>) potrebbe creare fenomeni indesiderati di "disturbo" nelle scadenze a più lungo termine. La sezione 3 del presente articolo descrive una serie di strumenti, tecniche e indicatori utilizzati dalla BCE per tenere sotto osservazione l'efficacia della trasmissione della politica monetaria attraverso il mercato monetario.

Oltre al ruolo fondamentale nel processo di trasmissione, il mercato monetario può essere anche una fonte importante di informazioni per i responsabili delle politiche monetarie. Negli ultimi vent'anni si è preso sempre più atto che le aspettative del settore privato svolgono un ruolo importante nella valutazione della politica monetaria. Nella misura in cui i tassi di mercato monetario racchiudono le attese della futura evoluzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE (e, implicitamente, le interpretazioni degli operatori di mercato in merito alla strategia e alle dichiarazioni di politica monetaria della BCE, ai dati macroeconomici pubblicati e all'andamento dei mercati finanziari), è interesse dei responsabili della politica monetaria sapere come e perché essi evolvono. La sezione 4 descrive una serie di strumenti utilizzati per ricavare queste attese relative alla politica monetaria nel regolare monitoraggio dell'analisi dei mercati monetari da parte della BCE.

2) Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso* nel numero di gennaio 2008 di questo Bollettino.

#### Riquadro I

### PRINCIPALI CARATTERISTICHE DEL MERCATO MONETARIO IN EURO

Il presente riquadro illustra le principali caratteristiche del mercato monetario in euro, che è uno dei mercati monetari più importanti e più liquidi al mondo. L'espressione "mercato monetario in euro" fa riferimento al mercato dei depositi a breve termine denominati in euro e dei relativi strumenti derivati.

Gli enti creditizi hanno la maggior incidenza sul mercato monetario in euro, in quanto vi fanno affidamento per la gestione delle posizioni di liquidità a breve termine e per l'adempimento degli obblighi di riserva. Gli altri partecipanti importanti oltre agli istituti di credito sono i fondi comuni monetari, gli altri intermediari finanziari (quali i fondi di investimento diversi dai fondi comuni monetari), le società di assicurazione e i fondi pensione, nonché le grandi società non finanziarie. La partecipazione degli altri intermediari finanziari, specie degli *hedge fund*, è aumentata negli anni recenti in alcuni segmenti del mercato.

I principali segmenti del mercato monetario sono i mercati dei depositi non coperti da garanzie e quelli delle operazioni garantite pronti contro termine. Oltre a questi segmenti tradizionali, negli anni recenti hanno acquisito sempre maggior rilievo i mercati degli strumenti derivati. I segmenti del mercato monetario degli strumenti derivati possono essere raggruppati in strumenti negoziati in borsa, come le opzioni e i contratti *future* su tassi di interesse a breve termine, e in strumenti che sono scambiati in genere *over the counter* (OTC), come gli *overnight index swap*

(OIS), gli *swap* sui tassi di interesse (*interest rate swap*, IRS), gli *swap* sulle operazioni in cambi (*foreign exchange*, FX) e gli accordi sui tassi a termine (*forward rate agreement*, FRA).

È importante notare che tutti questi strumenti esibiscono profili di rischio diversi. Nel fornire depositi interbancari non garantiti, ad esempio, una banca trasferisce capitali a un'altra per un determinato arco temporale, durante il quale essa assume l'intero rischio di credito connesso alla controparte, ovvero il rischio che la controparte sia incapace di rimborsare l'importo nominale (più gli interessi) alla scadenza del deposito. Nei mercati delle operazioni pronti contro termine, questo rischio di credito relativo alla controparte è attenuato dal fatto che la banca che fornisce liquidità riceve in cambio titoli a garanzia (ad esempio obbligazioni). Nel caso di insolvenza, la banca che fornisce liquidità può utilizzare i titoli a garanzia ricevuti per coprire il credito nei confronti della banca inadempiente. In ragione del rischio di credito significativamente inferiore, i tassi sui contratti garantiti pronti contro termine sono solitamente inferiori in qualche misura ai tassi sui depositi non garantiti. L'entità dei differenziali fra questi due tassi dipende dalla scadenza della transazione. Essa riflette la volontà delle banche di accendere prestiti, la disponibilità a offrirli su base non garantita anziché garantita e la valutazione del rischio di credito. Questi fattori possono variare in misura significativa nel tempo, come è emerso nel recente periodo di turbolenze.

Il rischio di credito degli strumenti derivati è solitamente alquanto modesto, in quanto non sono scambiati importi nominali e questo rischio si limita pertanto al rischio di sostituzione, nel caso in cui la posizione in derivati abbia generato un valore di mercato positivo al momento dell'insolvenza della controparte. Ciò nondimeno, la determinazione del prezzo di questi strumenti può anche essere interessata indirettamente da considerazioni sul rischio di credito e, in particolare, dal rischio di credito compreso nello strumento sottostante al prodotto derivato. Questo effetto è meno pronunciato per gli OIS, che si basano su un tasso *overnight* su prestiti interbancari non garantiti (per gli *swap* denominati in euro è utilizzato l'Eonia, ovvero lo *Euro overnight index average*), dal momento che questo tasso sottostante comprende per definizione solo un rischio di credito di un giorno, anche se la scadenza dell'OIS è a diversi mesi. Per altri strumenti derivati, l'impatto può tuttavia essere considerevole, in quanto un contratto *future* sull'Euribor a tre mesi, ad esempio, fa riferimento a un tasso su un deposito non garantito a tre mesi in un momento futuro. È prevedibile, pertanto, che qualsiasi andamento con una ricaduta sulle valutazioni del rischio di credito interbancario, e quindi sulla determinazione del prezzo nei mercati dei depositi non garantiti, si rifletta anche nella determinazione del prezzo del contratto *future* menzionato, come è accaduto nei mesi recenti.

L'importanza relativa dei vari segmenti del mercato monetario può essere meglio valutata esaminando i dati sul volume degli scambi. Mentre i volumi dei mercati degli strumenti negoziati in borsa sono risaputi (per effetto della trasparenza degli scambi relativi a contratti *future* e opzioni)<sup>1)</sup>, le dimensioni dei segmenti del mercato monetario in euro negoziati OTC sono molto più difficili da misurare. Le migliori fonti a riguardo sono le indagini periodiche, come quella annuale condotta dalla BCE (*Euro money market survey*) o quella semestrale sul mercato europeo dei contratti pronti contro termine condotta dalla International Capital Market Association. Quest'ultima, tuttavia, fornisce solo dati sulle consistenze in essere in un segmento specifico del mercato<sup>2)</sup>, mentre la prima, per lo meno sinora, non coglie le dimensioni complessive dei

- 1) Ad esempio, il fatturato dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi di Euronext.liffe ha toccato un nuovo massimo storico di 27,4 milioni di contratti in agosto 2007, segnando un incremento del 54 per cento rispetto all'anno precedente.
- 2) Secondo la 13ª edizione dell'indagine condotta dalla International Capital Market Association, il valore complessivo dei contratti pronti contro termine in essere sui libri contabili di 77 istituti alla chiusura del 13 giugno 2007 era pari a 6.775 miliardi di euro. Utilizzando campioni di istituti che hanno partecipato a svariate indagini, il rapporto stima che le consistenze in essere siano aumentate del 7-15 per cento (a seconda del campione) nell'anno fino a giugno 2007.



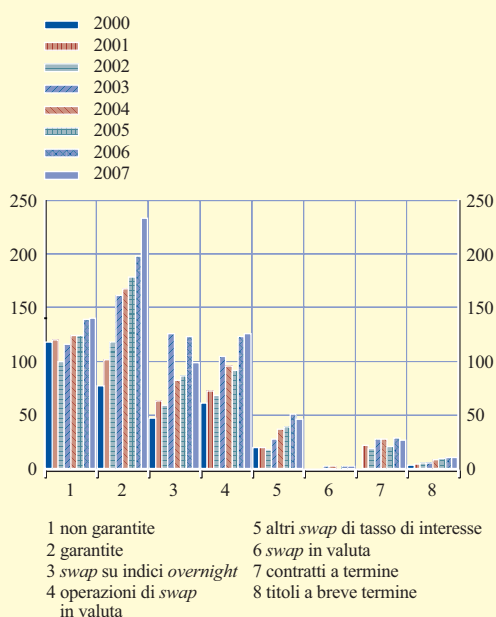
vari segmenti del mercato, concentrandosi invece sulle dimensioni relative e sull'evoluzione nel tempo.

I principali risultati dell'ultima indagine sul mercato monetario in euro condotta dalla BCE (che è stata pubblicata in novembre 2007 e ha coperto i dati del volume per il secondo trimestre dello stesso anno, ossia prima delle recenti turbolenze nei mercati monetari) sono i seguenti:

- Il volume di scambi aggregato per tutti i segmenti del mercato monetario in euro ha continuato a espandersi nel secondo trimestre, registrando un incremento sul periodo corrispondente del 4,5 per cento. L'aumento nel mercato degli strumenti garantiti è stato particolarmente marcato, collocandosi al 19,6 per cento. Anche i volumi di scambio del mercato degli *swap* sulle operazioni in cambi e del mercato delle operazioni non garantite sono aumentati rispettivamente del 10,5 e del 5,5 per cento. Al contrario, il fatturato nel mercato degli OIS, che aveva esibito una crescita molto marcata del 52 per cento nel 2006, è diminuito di quasi il 20 per cento e le contrattazioni sono calate (di circa l'8,5 per cento) anche nei mercati sia dei FRA sia degli altri IRS.
- Il segmento degli strumenti coperti da garanzie ha ulteriormente consolidato la propria posizione preminente, incidendo per il 35,0 per cento sul giro d'affari complessivo (figura A). Nel mercato degli strumenti garantiti il volume è costantemente aumentato dal secondo trimestre del 2001. Ciò conferma una tendenza a limitare l'esposizione al rischio di credito e riflette altresì i vincoli che discendono dai requisiti di adeguatezza patrimoniale. Il mercato degli strumenti non garantiti è rimasto il secondo mercato più attivo nel secondo trimestre del 2007

**Figura A Volume di contrattazioni giornaliere in ciascun segmento di mercato dal 2000 al 2007**

(volume di transazioni non garantite nel 2° trim. 2002=100)

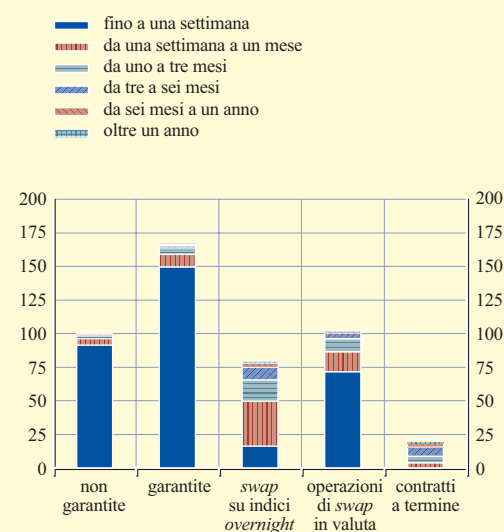


Fonte: BCE

Nota: i dati si riferiscono ad un gruppo selezionato composto da 85 banche per gli anni 2000 e 2001 e da 114 banche per gli anni successivi.

**Figura B Volume di operazioni garantite, non garantite, di swap su indici overnight, di swap in valuta e di contratti a termine composto per le diverse scadenze nel 2007**

(volume di transazioni non garantite nel 2° trim. 2007=100)



Fonte: BCE

Nota: i dati si riferiscono ad un gruppo selezionato di 169 banche.

(con un'incidenza del 21,0 per cento), mentre la quota degli *swap* sulle operazioni in cambi è aumentata al 18,1 per cento, portando questo segmento al terzo posto, davanti al mercato degli OIS (che ha rappresentato il 14,1 per cento).

- L'attività nei mercati degli strumenti garantiti, di quelli non garantiti e degli *swap* sulle operazioni in cambi ha continuato a concentrarsi in larga misura sulle scadenze a brevissimo termine, come si evince dalla figura B. La costante tendenza alla concentrazione della liquidità su scadenze molto brevi di questi strumenti è stata resa possibile dallo sviluppo tecnologico, ad esempio attraverso un'accresciuta negoziazione elettronica e a un uso crescente della gestione automatizzata delle garanzie e del trattamento interamente automatizzato. Anche il mercato degli OIS ha mostrato una maggior concentrazione nelle scadenze più brevi rispetto agli anni precedenti (per "scadenza" s'intende in questo caso il lasso temporale fra la data d'inizio e quella di fine di un OIS). Quasi due terzi del volume medio giornaliero rappresentato dagli OIS si sono concentrati su scadenze fino a un mese. Si ritiene che ciò rifletta la durata dei periodi di mantenimento delle riserve della BCE, con una quota crescente di fatturato connessa a OIS che iniziano e finiscono contestualmente ai periodi di mantenimento delle riserve della BCE.

## 2 IL MERCATO MONETARIO IN UNA PROSPETTIVA DI POLITICA MONETARIA

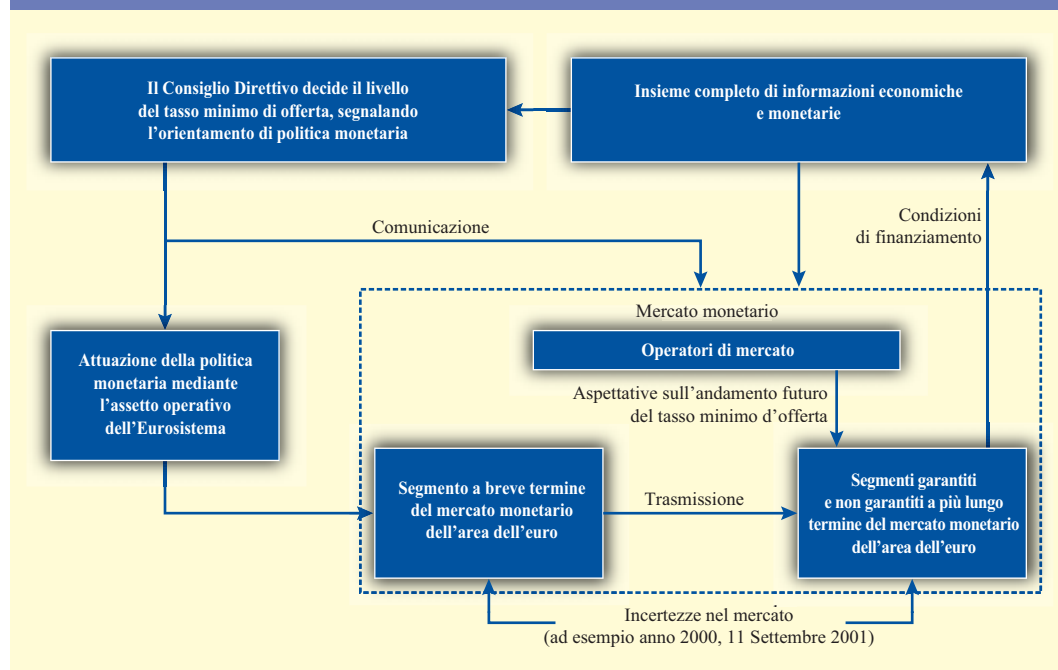
Nell'area dell'euro, il Consiglio direttivo della BCE decide il livello appropriato dei tassi di interesse di riferimento della BCE in seguito a un'approfondita valutazione delle prospettive per la stabilità dei prezzi e dei rischi associati, sulla base delle proprie analisi economiche e monetarie. Tali decisioni sono poi attuate sotto la responsabilità del Comitato esecutivo della BCE attraverso l'assetto operativo dell'Eurosistema. Più specificatamente, il Consiglio direttivo stabilisce il livello del tasso minimo di offerta nelle ORP settimanali dell'Eurosistema, che costituisce il principale segnale dell'orientamento di politica monetaria. Nelle ORP, la BCE si propone di fornire la liquidità necessaria al sistema bancario per operare in maniera regolare, in modo che i tassi di interesse di mercato a brevissimo termine rimangano adeguatamente in linea con l'orientamento di politica monetaria segnalato dal Consiglio direttivo (cfr. figura 1). Attraverso la curva dei rendimenti del mercato monetario, l'orientamento di politica monetaria è trasmesso agli strumenti finanziari e, più in generale, alle condizioni del credito. Questi a loro volta influenzeranno le decisioni di investimento e risparmio nonché la dinamica mone-

taria: in ultima istanza, quindi, influiranno sull'andamento dei prezzi nell'area dell'euro.

L'assetto operativo è il collegamento iniziale fra i tassi di interesse di riferimento della BCE e i tassi di mercato. Esso fornisce alla BCE strumenti e procedure sufficienti per esercitare un'influenza significativa sul prezzo di mercato dei depositi denominati in euro nel segmento a più breve scadenza del mercato monetario. La BCE cerca di mantenere stabili i tassi di interesse di mercato a più breve termine su livelli prossimi al tasso minimo di offerta.

Modesti differenziali fra i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario e il tasso minimo di offerta vanno previsti per effetto delle differenze di scadenza e dei premi per il rischio, nonché per i costi di transazione. Tuttavia, un differenziale eccessivamente ampio o volatile pregiudicherebbe la chiarezza del segnale fornito dal tasso minimo di offerta e, in ultima istanza, la credibilità dell'assetto operativo nell'attuare le decisioni del Consiglio direttivo. È altresì auspicabile che la volatilità dei tassi di interesse a breve termine (dovuta alla loro sensibilità alle condizioni di liquidità) non si propaghi lungo l'intera curva dei rendimenti del mercato monetario. Si tratta di una condi-

**Figura 1 Schema delle interazioni tra mercati monetari e politica monetaria nell'area dell'euro**



zione essenziale perché le scadenze più lunghe riflettano effettivamente le attese del mercato circa la futura evoluzione del tasso minimo di offerta e, quindi, abbiano l'influenza auspicata sulle prospettive per la stabilità dei prezzi.

Il mercato monetario è quindi caratterizzato da un impulso sia istituzionale sia di mercato. Le scadenze più brevi (che coprono i giorni fino all'attuazione della decisioni di politica monetaria successiva) in condizioni normali sono influenzate soprattutto dalle condizioni di liquidità, mentre le scadenze di durata superiore alla successiva decisione di politica monetaria riflettono le attese del mercato circa la futura evoluzione del tasso minimo di offerta e, quindi, dipendono dall'intera serie di informazioni disponibili che entrano in gioco nel processo decisionale del Consiglio direttivo in materia di politica monetaria. In questo contesto, un'analisi dei tassi a più lunga scadenza consente di capire meglio il funzionamento complessivo del mercato monetario e di verificare se gli operatori di mercato hanno una chiara comprensione della strategia di politica monetaria e della relativa attuazione nel tempo.

Occorre peraltro tener conto del fatto che il mercato monetario può anche risentire negativamente di turbolenze nei mercati finanziari. Ciò è particolarmente evidente nei periodi in cui un'accresciuta incertezza e una mancanza di fiducia da parte di banche e investitori danno origine a effetti di propagazione nel mercato monetario. Tra tali periodi vanno annoverati la transizione al nuovo millennio ("Y2K"), i giorni successivi agli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001, nonché le tensioni nei mercati finanziari iniziate nella seconda metà del 2007. Una caratteristica particolare di questi periodi è che, pur interferendo con la determinazione dei tassi di interesse nel mercato monetario, essi non discendono dall'evoluzione delle condizioni di liquidità né riflettono un cambiamento nelle percezioni degli operatori di mercato circa l'orientamento di politica monetaria. In tali circostanze, la gestione della liquidità da parte della BCE può richiedere un adattamento al fine di sostenere la fiducia degli operatori e orientare il segmento a più breve scadenza del mercato monetario. Misure di questo tipo sono state in effetti attuate in ciascuno dei tre episodi menzionati.

Pertanto, sia in circostanze normali sia nel caso di turbolenze finanziarie, è importante tenere nettamente distinte le decisioni di politica monetaria adottate per mantenere la stabilità dei prezzi dalle decisioni riguardanti la gestione della liquidità, connesse all'attuazione dell'orientamento di politica monetaria e alla distribuzione della liquidità all'interno dei periodi di mantenimento e per l'intera gamma delle scadenze.

Per riassumere, l'obiettivo primario della BCE è mantenere la stabilità dei prezzi. La BCE può influire direttamente sui segmenti a più breve termine del mercato monetario, mentre le scadenze più lunghe possono essere influenzate esclusivamente attraverso la credibilità e l'attività di comunicazione della stessa. Pur riconoscendo che le sue azioni possono avere solo effetti limitati su mercati che operano liberamente, la BCE è fortemente interessata ad agevolare un regolare funzionamento del mercato monetario in euro. In questo contesto, occorre tenere nettamente distinte in tutte le circostanze le decisioni relative ai tassi di interesse adottate per mantenere la stabilità dei prezzi (ovvero la determinazione dell'orientamento di politica monetaria) e le decisioni relative alla gestione della liquidità adottate nell'attuazione di tale orientamento.

### 3 L'ORIENTAMENTO DEI TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE DEL MERCATO MONETARIO

Una volta fissati dal Consiglio direttivo i livelli dei tassi di interesse di riferimento della BCE, il Comitato esecutivo è investito dei poteri per attuarli nel mercato monetario attraverso l'assetto operativo dell'Eurosistema. In tale assetto, le operazioni di mercato aperto e quella attivabili su iniziativa delle controparti servono a orientare i tassi di mercato monetario a brevissimo termine e, se necessario, a limitarne la volatilità su livelli attorno al tasso minimo di offerta. Inoltre, la BCE impone agli enti creditizi di detenere riserve minime presso le banche centrali dell'Eurosistema, il cui livello è determinato in relazione alle rispettive passività soggette a ri-

serva. La funzione più importante delle riserve obbligatorie è di stabilizzare i tassi di mercato monetario attraverso il meccanismo di mobilitazione per ciascun periodo di mantenimento delle riserve<sup>3</sup>.

L'approccio dell'Eurosistema all'attuazione della politica monetaria si basa in larga misura su meccanismi di autoregolazione del mercato. Un valido esempio a questo proposito è la limitata presenza della BCE nel mercato, ovvero il suo approccio "astensionistico" con rari interventi diretti nel mercato, in genere uno a settimana, che diventano più frequenti solo in periodi di tensione nei mercati finanziari.

Sebbene la BCE miri a condizioni di liquidità neutre alla fine di ciascun periodo di mantenimento (con un ricorso netto a operazioni attivabili su iniziativa delle controparti pari a zero), le deviazioni da un equilibrio fra domanda e offerta di liquidità possono provocare oscillazioni dei tassi di interesse a breve termine. In particolare, è probabile che il tasso di interesse *overnight* oscilli all'interno del corridoio attorno al tasso minimo di offerta. Ad esempio, deviazioni nell'offerta di liquidità possono derivare per effetto della difficoltà di prevedere taluni fattori autonomi che interessano le condizioni di liquidità (ad esempio la domanda di banconote e i depositi delle amministrazioni pubbliche detenuti presso l'Eurosistema)<sup>4</sup>. La domanda di liquidità può anche risentire di shock esogeni, come i periodi di tensione finanziaria che inducono un'accresciuta incertezza circa il fabbisogno di liquidità delle banche (quali i tre episodi citati nella sezione 2).

Considerata l'importanza in una prospettiva di politica monetaria di valutare quanto efficacemente i tassi di interesse del mercato monetario sono orientati attorno al tasso minimo di offerta,

3) Per una descrizione dell'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) Per maggiori dettagli sul processo previsionale, cfr. l'articolo *L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso* nel numero di gennaio 2008 di questo Bollettino.

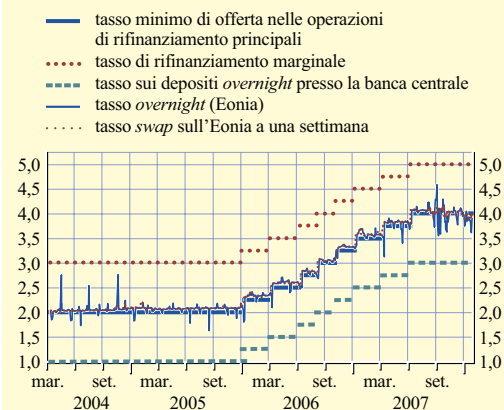
la BCE tiene sotto osservazione numerosi indicatori tesi ad affrontare due questioni: la prima, il livello di prossimità dei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario rispetto al tasso minimo di offerta e, la seconda, il grado di stabilità di tali tassi attorno a questo livello. Le questioni riflettono la pianificazione dell'assetto operativo, le scelte sulla linea di condotta effettuate al suo interno (ad esempio le decisioni relative alla liquidità) e la tenuta dell'assetto agli shock.

Dal marzo 2004, quando sono stati introdotti numerosi cambiamenti all'assetto operativo dell'Eurosistema<sup>5)</sup>, i differenziali fra i tassi di interesse del mercato monetario alle scadenze più brevi e il tasso minimo di offerta, in genere, sono stati modesti e la loro volatilità è rimasta contenuta (per una trattazione sulle varie misure di volatilità tenute sotto osservazione dagli esperti della BCE in questo contesto, cfr. riquadro 2).

La figura 2 mostra l'evoluzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE e dei tassi di interesse di mercato a breve termine dal 10 marzo 2004, mentre la tavola 1 riepiloga alcune caratteristiche statistiche. Nella maggior parte dei giorni l'Eonia (*Euro overnight index average*) si è collocato su un livello lievemente superiore, ma assai prossimo, al tasso minimo di offerta.

**Figura 2 Tassi d'interesse di riferimento della BCE e segmento a più breve termine sui tassi del mercato monetario**

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



Fonti: BCE e Reuters.

Il modesto differenziale di 6-7 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta riflette la differenza delle scadenze e il fatto che l'Eonia è un tasso su operazioni di prestito interbancario non coperte da garanzie e comprende pertanto un modesto premio per il rischio di credito e costi di transazione.

In determinati giorni, i differenziali sono più ampi, con l'Eonia occasionalmente sia superiore sia inferiore al tasso minimo di offerta. Questi maggiori differenziali si verificano normalmente alla fine del periodo di mantenimento delle riserve. L'esistenza di un meccanismo di mobilitazione per gli obblighi di riserva durante un periodo di mantenimento ha un effetto diretto sul profilo della volatilità del tasso *overnight*. La volatilità tende a essere piuttosto contenuta per gran parte del periodo di mantenimento e aumenta in misura considerevole nei giorni fra l'ultima ORP e la fine del periodo quando l'esigenza di ottemperare agli obblighi di riserva diventa più stringente. Benché non sussista alcun criterio preciso per determinare l'entità ideale di tali differenziali, non è auspicabile che essi siano considerevoli e persistenti in quanto offuscherebbero il livello dei tassi di interesse stabiliti dal Consiglio direttivo. Dall'ottobre 2004 la BCE ha condotto con maggiore frequenza operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning*) alla fine dei periodi di mantenimento e ciò è servito a ridurre l'entità dei picchi nel differenziale dell'Eonia<sup>6)</sup>.

Analogamente, le operazioni di *fine-tuning* sono servite ad agevolare il funzionamento del mercato *overnight* in momenti specifici quando l'incertezza circa il fabbisogno di liquidità degli enti creditizi è stata particolarmente elevata, come dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 e in certi giorni durante le

5) Per maggiori dettagli sull'assetto operativo, cfr. l'articolo di cui alla nota 3.

6) Per maggiori dettagli circa l'effetto di stabilizzazione sul tasso di interesse *overnight* esercitato dalle operazioni di regolazione puntuale alla fine del periodo di mantenimento, cfr. l'articolo *L'esperienza dell'Eurosistema dopo le operazioni di regolazione puntuale alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve* nel numero di novembre 2006 di questo Bollettino.

**Tavola 1 Differenziale di Eonia e *swap* sull'Eonia a una settimana rispetto al tasso minimo di offerta**

(punti base; 4 marzo 2004-31 dicembre 2007)

	Eonia	Swap sull'Eonia a una settimana
<b>Deviazione standard</b>		
Tutti i giorni <sup>1)</sup>	9	5
Esclusa l'ultima settimana di ciascun periodo di mantenimento	6	4
<b>Differenziale medio</b>		
Tutti i giorni <sup>1)</sup>	6	8
Esclusa l'ultima settimana di ciascun periodo di mantenimento	7	8

Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

1) Il differenziale tra lo *swap* sull'Eonia a una settimana e il tasso minimo di offerta è influenzato dalla graduale inclusione nei prezzi degli incrementi dei tassi di interesse nei periodi di revisione. Quindi, i differenziali sono aumentati nei giorni compresi tra l'annuncio di un incremento del tasso minimo di offerta e l'inizio del periodo di mantenimento nel quale è stato applicato.

tensioni nel mercato monetario nella seconda metà del 2007.

L'evoluzione del tasso *swap* sull'Eonia a una settimana (che riflette il livello medio atteso dell'Eonia nell'arco di una settimana) è molto più regolare di quella dell'Eonia stesso <sup>7)</sup> e fornisce una prima evidenza che gran parte della volatilità dell'Eonia è contenuta entro il segmento *overnight* (cfr. tavola 1). Come dimostrato precedentemente, questa valutazione è confermata dai modelli econometrici, i quali mostrano che in condizioni normali non si è avuta una trasmissione apprezzabile della volatilità dal tasso di interesse *overnight* a quelli per scadenze più lunghe <sup>8)</sup>. Durante gli episodi di tensione, la volatilità sia *overnight* sia per scadenze più lunghe può aumentare e la causalità della trasmissione della volatilità può essere meno evidente. Di conseguenza, la volatilità dei tassi *overnight* potrebbe essere causata da quella del segmento a più lunga scadenza del mercato monetario anziché il contrario. In questo contesto, per i responsabili delle politiche monetarie è utile tenere sotto osservazione un'ampia gamma di misure della volatilità, come riporta il riquadro 2.

Nel complesso, sembra che in condizioni normali i tassi del segmento a più breve scadenza del mercato monetario in euro siano stati orientati finora con successo su livelli prossimi al tasso minimo di offerta e che le oscillazioni si siano concentrate in determinati giorni prossimi alla fine dei periodi di mantenimento o quando sono cambiate le condizioni di liquidità. In questo contesto, si è avuta scarsa evidenza di una trasmissione della volatilità alle scadenze diverse da quella *overnight*. Durante i recenti periodi di tensione del mercato monetario la gestione della liquidità da parte della BCE è servita a stabilizzare i tassi *overnight* su livelli attorno al tasso minimo di offerta e potrebbe aver contribuito a un qualche limitato allentamento delle tensioni per le scadenze più lunghe, benché queste persistano.

7) Per maggiori informazioni sulle caratteristiche tecniche dei tassi di interesse Eonia ed Euribor, cfr. il riquadro *Il contenuto informativo dei principali strumenti del mercato monetario nell'area dell'euro* nel numero di giugno 2001 di questo Bollettino.

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

**Riquadro 2****LA MISURAZIONE DELLA VOLATILITÀ NEL MERCATO MONETARIO**

La volatilità è un indicatore fondamentale per il monitoraggio della *performance* complessiva dei mercati monetari, soprattutto in relazione a due questioni: (i) la valutazione di come le decisioni di politica monetaria sono percepite nei mercati finanziari; (ii) la verifica del corretto

funzionamento del mercato, in particolare per quanto riguarda la trasmissione del segnale di politica monetaria dal segmento a breve a quello a lungo termine nella gamma delle scadenze dei tassi di interesse.

Per quanto concerne la prima questione, le banche centrali si adoperano per assicurare che le proprie azioni e attività di comunicazione in materia di politica monetaria non alimentino incertezze superflue (cioè non aggiungano fenomeni di “disturbo” all’economia), il che si manifesterebbe generalmente in una volatilità più elevata dei mercati finanziari.

Per quanto concerne la seconda questione, l’analisi della volatilità consente di esaminare la microstruttura dei mercati monetari e l’efficienza con cui operano. Ad esempio, il raffronto della volatilità dei tassi di interesse a determinate scadenze con il livello medio di volatilità nell’intera gamma delle scadenze può consentire alla banca centrale di individuare variazioni anomale in alcuni segmenti del mercato monetario che, riconducibili a loro volta a imperfezioni nella struttura del mercato, potrebbero ostacolare la trasmissione efficace dell’impulso di politica monetaria.

In questo contesto, una questione di grande importanza per le banche centrali è come misurare in maniera adeguata la volatilità dei tassi di interesse e dei rendimenti finanziari.

### **Le misure di volatilità**

Per costruire misure di volatilità del mercato monetario la BCE impiega regolarmente vari metodi, ciascuno dei quali presenta vantaggi e svantaggi. Si possono distinguere sommariamente, da un lato, le misure basate semplicemente su trasformazioni dei dati (in genere, statistiche descrittive per le serie temporali dei rendimenti del mercato monetario) e, dall’altro, quelle derivate da modelli matematici o econometrici<sup>1)</sup>.

Nella prima categoria di misure, la volatilità storica si rappresenta con le usuali misure statistiche del differenziale di serie temporali storiche (spesso mensili) dei rendimenti dei mercati finanziari. Una misura tipica della volatilità storica dei tassi di interesse del mercato monetario è la deviazione standard nelle serie temporali dei rendimenti del mercato monetario rispetto alla media del campione. Altre possibili misure di differenziale utilizzate per costruire la volatilità storica comprendono l’errore assoluto o quadratico medio, l’intervallo fra i valori massimo e minimo, nonché l’intervallo interquartile.

Le misure di volatilità storica presentano molteplici vantaggi. Innanzitutto, sono molto semplici da calcolare. L’interpretazione poi è intuitiva e immediata. In terzo luogo, almeno per i dati finanziari, le serie temporali relativamente lunghe richieste per costruire le misure sono di norma disponibili. Infine, la volatilità storica non dipende da alcun modello specifico, il che migliora la generalità dei risultati e, non dipendendo da alcuna specificazione di modello o tecnica econometrica, li rende resistenti a errori imputabili a specificazione e stima. Tuttavia, la mancanza di un modello per la volatilità storica presenta anche alcuni inconvenienti: ad esempio, la misura è uno strumento puramente descrittivo, che ha un’applicazione diretta limitata ai fini sia della modellizzazione sia delle previsioni.

1) Per un’indagine esaustiva sulle varie misure parametriche e non parametriche della volatilità, cfr. Andersen, T., T. Bollerslev e F. X. Diebold (2002), *Parametric and nonparametric volatility measurement*, Technical Working Paper del National Bureau of Economic Research, n. 279.

Negli anni recenti la disponibilità di dati finanziari infragiornalieri ad elevata frequenza è costantemente aumentata, consentendo la costruzione di misure aggiuntive di volatilità. Una di queste è la volatilità effettiva<sup>2)</sup> La volatilità effettiva è solitamente definita come la somma dei quadrati dei rendimenti infragiornalieri di una serie temporale (finanziaria). Come tale, essa trasforma semplicemente la serie temporale dei rendimenti e, quindi, non è molto diversa dalle misure di volatilità storica appena descritte. Tuttavia, la volatilità effettiva presenta il vantaggio di non dipendere dal livello medio delle serie temporali del campione. Ciò può contribuire a fornire stime significative della volatilità anche in serie temporali che esibiscono un comportamento tendenziale.

La seconda categoria di misure calcola la volatilità usando un modello specifico o una struttura econometrica. Uno dei principali approcci consiste nello stimare la volatilità condizionata, che coglie la varianza di una serie temporale per i rendimenti finanziari a seconda del comportamento di certe variabili deterministiche che possono interagire fra loro e con i livelli passati di volatilità. Nella letteratura accademica, la specificazione di questi modelli è estremamente eterogenea.

Uno dei modelli più rilevanti per costruire le misure di volatilità condizionata è il modello di *Auto Regressive Conditional Heteroscedasticity* (ARCH)<sup>3)</sup>. Negli ultimi venticinque anni questa struttura di base ha dato origine a numerose varianti ed estensioni, come il modello GARCH di Bollerslev o altre varianti che hanno introdotto forme funzionali più flessibili dell'equazione di volatilità.

Le misure di volatilità condizionata presentano molteplici vantaggi. Innanzitutto, strutturando in qualche misura l'interpretazione e l'evoluzione nel tempo della serie temporale dei rendimenti, esse usano le informazioni disponibili in maniera più efficace per estrarre il profilo della volatilità. In secondo luogo, si utilizzano strumenti econometrici standard per stimare e collaudare i modelli su cui queste misure sono basate.

Nei mercati finanziari, un altro strumento ampiamente utilizzato per misurare la volatilità è la volatilità implicita. Analoga alle misure di volatilità condizionata, la volatilità implicita è derivata da un modello che trasforma i prezzi delle opzioni su un titolo specifico in una misura della volatilità dei rendimenti su tale titolo. Tuttavia, a differenza dei modelli econometrici empirici sottostanti alla volatilità condizionata, il modello di determinazione del prezzo delle opzioni (che discende dalla formula fondamentale di Black e Scholes per valutare le opzioni su obbligazioni utilizzate per derivare la volatilità implicita) non è costituito a partire da dati.

Nonostante la popolarità di cui godono presso gli operatori, le misure di volatilità implicita hanno alcuni limiti. In primo luogo, non sono associate opzioni a tutti gli strumenti di interesse. Ad esempio, nel caso specifico del mercato monetario in euro, la volatilità implicita può essere calcolata solo per i contratti *future* sull'Euribor a tre mesi. Secondariamente, essi richiedono uno specifico modello di determinazione del prezzo delle opzioni. Anche presupponendo che un particolare modello di determinazione del prezzo sia accurato, questi modelli sono in genere basati su assunti teorici che potrebbero essere difficili da dimostrare nella pratica. In terzo luogo, poiché la volatilità implicita è una *proxy* dell'incertezza del rendimento su uno strumen-

2) Per una definizione e una trattazione delle proprietà teoriche di questa misura di volatilità, cfr. Andersen, T., T. Bollerslev (1997), "Intraday periodicity and volatility persistence in financial markets", *Journal of Empirical Finance*, vol. 4, pp. 115-158.

3) Per dettagli su una struttura tipica di un modello ARCH, cfr. l'articolo fondamentale di R. F. Engle (1982), "Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation", *Econometrica*, vol. 50(4), pp. 987-1008.



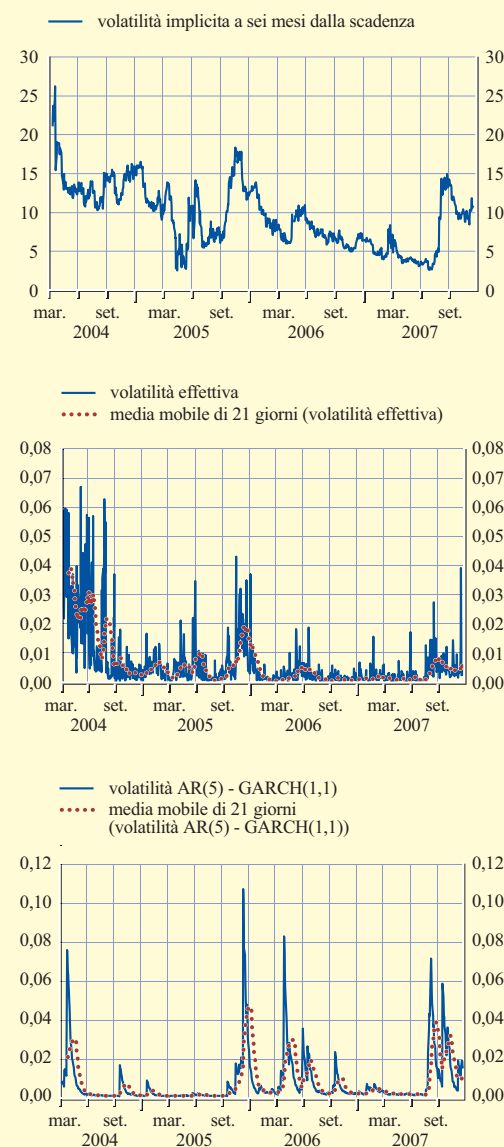
to finanziario, è molto sensibile alla scadenza del contratto di opzione e scende automaticamente all'avvicinarsi della scadenza del contratto. In quarto luogo, la lunghezza della serie temporale per la volatilità implicita è limitata dal fatto che questa misura può essere calcolata solo per la vita di un contratto specifico, che si limita normalmente a un anno nel caso dei contratti del mercato monetario. Tuttavia, dal lato positivo, la volatilità implicita ha dimostrato di possedere buone proprietà di previsione per la volatilità effettiva, come dimostrano i risultati nella letteratura sperimentale. Essa offre una misura di volatilità prospettica, che (ancorché approssimata) può rivelarsi utile in molti contesti.

La figura mostra queste tre misure di volatilità calcolate per il periodo da marzo 2004 (ovvero dopo la riforma dell'assetto operativo dell'Eurosistema) al dicembre 2007. Dal momento che nessun singolo contratto *future* sull'Euribor a tre mesi è stato attivamente scambiato per l'intero periodo campione, il riquadro più in alto della figura mostra una volatilità implicita con scadenza costante a sei mesi. Si tratta di una misura artificiale calcolata al solo scopo di consentire una comparazione numerica delle tre misure nell'intero campione. Per migliorare la leggibilità delle serie temporali della volatilità effettiva e condizionata, insieme alla serie temporale giornaliera della volatilità, la figura riporta anche le rispettive medie mobili a ventun giorni (che corrispondono circa a un mese di negoziazione), il che contribuisce ad attenuare le variazioni giornaliere idiosincratice.

Nonostante le differenze fra le tre misure, esse tendono a seguire lo stesso profilo. L'evoluzione delle tre misure di volatilità nella figura suggerisce in linea di massima che la politica monetaria della BCE è stata sufficientemente chiara e trasparente per i mercati finanziari e non ha avuto un impatto negativo sulla dinamica della volatilità, come dimostra il livello complessivamente limitato di quest'ultima per gran parte del periodo considerato. Alla fine del periodo, il mercato incremento visibile in tutte e tre le misure considerate coincide con le tensioni associate alle turbolenze finanziarie nel mercato monetario dell'area dell'euro.

### Volatilità implicita, effettiva e ARCH (1) dei tassi di interesse Euribor a tre mesi <sup>1)</sup>

(valori percentuali in valore d'anno; osservazioni giornaliere)



1) Il periodo in esame ha inizio il 10 marzo 2004, dopo l'introduzione del nuovo assetto operativo. Per altre informazioni rilevanti su questo tema, cfr. Il riquadro del Bollettino mensile della BCE "La volatilità di interesse *overnight* in un'ottica di medio termine" (marzo 2005).

#### 4 LA VALUTAZIONE DELLE INFORMAZIONI INSITE NELLA CURVA DEI RENDIMENTI DEL MERCATO MONETARIO

Per i responsabili delle politiche monetarie, i tassi di interesse del mercato monetario con scadenze più lunghe contengono un'ampia gamma di informazioni circa le attese degli operatori di mercato sulla futura evoluzione dei tassi di mercato a breve termine e, in ultima istanza, del tasso minimo di offerta. Seguendo con attenzione le attese, i responsabili delle politiche monetarie possono valutare il processo di trasmissione dell'orientamento di politica monetaria alle condizioni di finanziamento complessive.

Nel ricavare le aspettative degli operatori, è necessario fare una distinzione fra le varie caratteristiche degli strumenti del mercato monetario in quanto contengono informazioni diverse. Come descritto nel riquadro 1, gli strumenti coperti da garanzie (ad esempio i contratti pronti contro termine dell'Eurepo) o gli strumenti che comportano solo uno scambio del pagamento di interessi (ad esempio gli *swap* sull'Eonia) sono meno esposti ai rischi di inadempienza da parte della controparte e sono quindi, *ceteris paribus*, i più vicini al tasso minimo di offerta. Gli strumenti non garantiti, come alcuni depositi interbancari (ad esempio il tasso di *benchmark* costituito dallo *Euro interbank offered rate*, ovvero l'Euribor), contengono un premio più marcato, che compensa il potenziale rischio che la controparte non sia in grado di rimborsare il prestito. Ciò fa anche sì che le variazioni dell'Euribor possano riflettere variazioni del livello di fiducia fra banche o investitori anziché variazioni dell'evoluzione attesa per il tasso minimo di offerta. Nel valutare le informazioni del mercato monetario, è quindi essenziale fare una distinzione fra le variazioni nell'evoluzione attesa del tasso minimo di offerta e quella di altri elementi, come i premi per il rischio che variano nel tempo. Peraltro, il monitoraggio dei livelli futuri attesi dei tassi su operazioni di prestito interbancario non coperte da garanzie è rilevante in una prospettiva delle condizioni di finanziamento in quanto si prevede che questi incidano sui tassi applicati dalle IFM a prestiti e

depositi nonché su altri tassi di mercato nell'intera gamma delle scadenze.

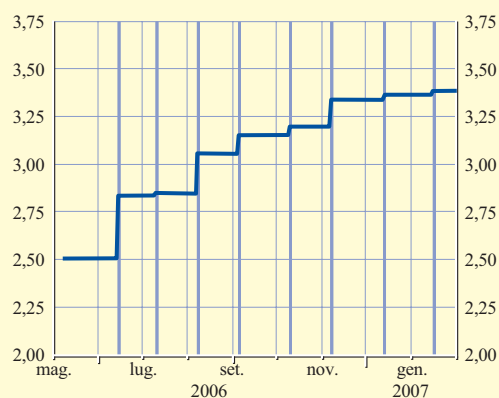
In una prospettiva di politica monetaria, è importante valutare con attenzione se i tassi di interesse di mercato riflettono un'evoluzione futura del tasso minimo di offerta in linea con i pareri e le comunicazioni del Consiglio direttivo. A questo scopo, l'indicatore più accurato è costituito dai tassi a termine calcolati sulla base della curva dei tassi *swap* sull'Eonia. Il premio per il rischio compreso in questi tassi è considerato trascurabile per scadenze fino a diversi mesi, per cui le banche e gli investitori li utilizzano comunemente a fini cautelativi<sup>9)</sup>. I tassi a termine sono costruiti in considerazione della data di inizio e di fine di ciascun periodo di mantenimento delle riserve. Assumendo che gli operatori di mercato si aspettino una variazione del tasso minimo di offerta solo all'inizio di un nuovo periodo di mantenimento (in linea con le date programmate delle riunioni in cui il Consiglio direttivo assume periodicamente decisioni di politica monetaria), i tassi a termine sono costruiti a gradini, a indicazione del livello medio atteso per il tasso Eonia in ciascun periodo di mantenimento. Il livello atteso del tasso minimo di offerta è ottenuto sottraendo i premi che corrispondono al normale differenziale dell'Eonia rispetto al tasso minimo di offerta. Essi sono in genere considerati costanti nell'orizzonte di previsione, a eccezione di alcuni periodi attorno alla fine dell'anno, quando si ritiene che siano di solito lievemente superiori. Questi tassi a termine della BCE corretti per il giorno di calendario sono entrati gradualmente nell'uso comune delle banche private e sono ora riportati periodicamente nei servizi di informazione su rete telematica.

Per illustrare questo procedere a gradini, la figura 3 presenta i dati raccolti il 5 maggio 2006, il giorno dopo una riunione del Consiglio direttivo. Essa mostra nove periodi di mantenimento successivi, dal periodo con inizio il 10 maggio 2006 a quello con inizio il 17 gennaio

9) Per un'analisi dettagliata della liquidità degli strumenti di mercato monetario, cfr. la pubblicazione *Euro money market study 2006*, BCE, febbraio 2007.

**Figura 3** Aspettative sul tasso minimo di offerta nei successivi periodi di mantenimento, desunte dalla curva dei contratti *swap* sull'Eonia (5 maggio 2006)

(percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

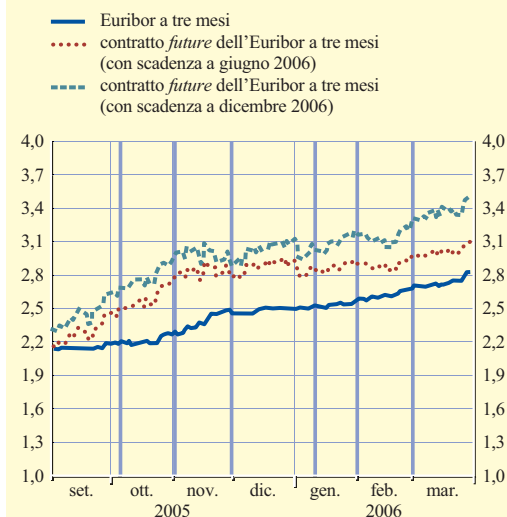
Nota: è stato sottratto un differenziale costante tra l'Eonia e il tasso minimo di offerta. Inoltre, a causa degli effetti di fine anno, è stato sottratto un ulteriore punto base dal periodo di mantenimento con inizio a dicembre. Le linee verticali indicano l'inizio del periodo di mantenimento.

2007. Quando è stata costruita in origine questa figura, il livello del tasso minimo di offerta nel periodo di mantenimento che iniziava in maggio era già noto (2,50 per cento). Lungo la curva, era opinione largamente diffusa nel mercato che la BCE avrebbe innalzato il tasso minimo di offerta al 2,75 per cento nella riunione di giugno per poi lasciarlo invariato in luglio. Per agosto e novembre 2006 erano pienamente valutati dal mercato ulteriori incrementi, rispettivamente al 3,00 e al 3,25 per cento.

Sulla base di tali informazioni, i responsabili della politica monetaria possono verificare se sono soddisfatti dell'evoluzione del tasso minimo di offerta riflesso nei tassi a più lunga scadenza. Tale valutazione può concorrere a rifinire la comunicazione in modo da mantenere, se desiderato, un grado elevato di prevedibilità, sia nel breve termine (ad esempio per quanto riguarda la decisione che sarà adottata nella successiva riunione intesa a fissare i tassi di interesse) sia possibilmente nel più lungo periodo <sup>10)</sup>.

**Figura 4** Evoluzione dei tassi di interesse a tre mesi del mercato monetario e dei tassi impliciti nei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi

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



Fonti: BCE e Reuters.

Nota: le linee verticali indicano il primo Consiglio Direttivo del mese.

Nel contempo la qualità dell'analisi dipende dall'assunzione di un differenziale costante fra l'Eonia e il tasso minimo di offerta, il che mette in rilievo l'importanza di un'evoluzione generalmente stabile dell'Eonia.

Un'altra rosa di indicatori comunemente utilizzata è ricavata dalla curva dell'Euribor, nonché dagli strumenti derivati connessi all'Euribor a tre mesi che consentono un'analisi più articolata rispetto alle curve del tasso *swap* sull'Eonia e dell'Euribor. In particolare, i contratti *future* forniscono informazioni sul livello atteso del tasso interbancario sugli orizzonti più lunghi. Inoltre, le opzioni sui contratti *future* agevolano l'analisi della dispersione che caratterizza le attese circa il livello implicito nei prezzi dei contratti *future* e sono quindi un indicatore dell'incertezza del mercato riguardo al livello dei tassi di mercato futuri.

10) Per un'analisi dettagliata, cfr. l'articolo *La prevedibilità della politica monetaria della BCE* nel numero di gennaio 2006 di questo Bollettino.

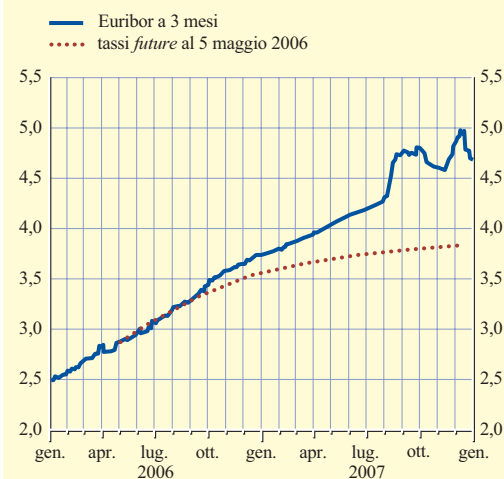
Benché i tassi Euribor comprendano notevoli premi per il rischio che sono sostanzialmente costanti in condizioni normali, questi ultimi possono aumentare in periodi in cui il settore finanziario è interessato da shock specifici o da un'accresciuta incertezza, come si è osservato ad esempio in occasione della transizione al nuovo millennio. In una prospettiva di politica monetaria, è importante tenere sotto osservazione l'andamento dei premi per il rischio e la liquidità, nonché delle attese del mercato circa i tassi di interesse di riferimento della BCE.

Per illustrare come si possono seguire da vicino gli andamenti degli indicatori basati sui tassi Euribor, la figura 4 offre un esempio dell'evoluzione dell'Euribor a tre mesi a pronti e dei tassi sui depositi a tre mesi impliciti nei contratti *future* con scadenza a metà giugno e a metà dicembre 2006. Essa mostra come il mercato ricavi le proprie aspettative sulla base del flusso continuo di informazioni. Mentre l'Euribor a tre mesi è progressivamente aumentato in linea con i due incrementi dei tassi di interesse da parte della BCE (in dicembre 2005 e marzo 2006), le attese circa i tassi di interesse futuri si sono gradualmente spostate verso l'alto, di riflesso alle crescenti attese da parte del mercato di ulteriori incrementi del tasso minimo di offerta nel corso del 2006. In particolare, gli spostamenti delle attese verso l'alto si sono manifestati nei periodi che intercorrevano fra le riunioni del Consiglio direttivo rilevanti ai fini della politica monetaria (indicate dalle linee verticali) e mostrano come il mercato valuti in tempo reale le informazioni in arrivo e corregga le proprie percezioni circa le azioni future della BCE.

Questa graduale evoluzione delle attese è altresì avvalorata dagli strumenti basati sui modelli, che mostrano che le decisioni di politica monetaria adottate nel 2005 e nel 2006 erano ampiamente previste dal mercato e che le informazioni divulgate nelle conferenze stampa ad esse seguite hanno avuto un impatto modesto, ancorché tangibile, sulle attese del mercato nell'orizzonte a medio termine<sup>11)</sup>. Tali strumenti dimostrano che le decisioni sui tassi di interesse

**Figura 5** Tassi di interesse a tre mesi e tassi *future* nell'area dell'euro

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



Fonte: Reuters.  
Nota: quotazioni dell'Euronext.liffe di contratti *future* a tre mesi con consegna alla fine del trimestre corrente e dei successivi sei-sette trimestri.

adottate dal Consiglio direttivo sono largamente prevedibili. In questo contesto, si considera che l'elevato grado di prevedibilità rifletta il fatto che le decisioni di politica monetaria sono adottate in maniera credibile e trasparente, nonché chiaramente spiegate al pubblico.

Nel contempo, i dati relativi ai contratti *future* sull'Euribor forniscono un utile indicatore dei tassi a tre mesi attesi per i prossimi quattro-otto trimestri. Nella figura 5 è presentato l'esempio della curva dei contratti *future* osservata il 5 maggio 2006. Essa mostra come sarebbero cresciuti secondo le attese i futuri tassi di interesse di mercato, estratti dai contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza nella seconda metà del 2006 e nel 2007. Nel contempo, l'Euribor a tre mesi a pronti effettivo si è rivelato relativamente prossimo al livello atteso nel 2006, mentre sono insorte discrepanze per gli orizzonti di previsione più lunghi. Ciò suffraga la tesi

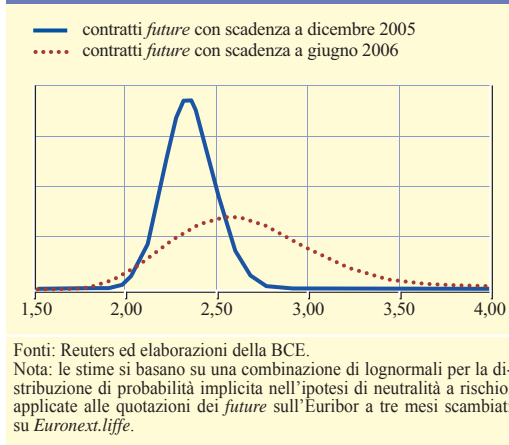
11) Cfr. l'articolo *La prevedibilità della politica monetaria della BCE* nel numero di gennaio 2006 di questo Bollettino e l'articolo *La comunicazione della politica monetaria ai mercati finanziari* nel numero di aprile 2007 di questa stessa pubblicazione.

complessiva secondo cui la politica monetaria della BCE sarebbe alquanto prevedibile nel breve termine, mentre alle previsioni a più lungo termine sui tassi di interesse sarebbe associata una maggiore incertezza, in larga misura per effetto della maggior incertezza che caratterizza l'evoluzione dell'economia negli orizzonti più lunghi.

In una prospettiva di politica monetaria, è altresì fondamentale valutare, parallelamente alle misure dei tassi di interesse attesi, la dispersione dei pareri degli operatori di mercato (ovvero l'incertezza del mercato). L'estrazione del livello dei tassi di interesse attesi in periodi di incertezza contenuta non fornisce lo stesso contenuto informativo delle attese ricavate in un contesto di incertezza elevata. Un contesto di scarsa incertezza riflette solitamente una maggior fiducia degli operatori di mercato circa l'andamento futuro dell'economia e può contribuire a ridurre i premi per il rischio. Allo stesso modo, se l'incertezza nel mercato rimane moderata lungo la curva dei rendimenti del mercato monetario dopo l'annuncio di politica monetaria, ciò suggerisce di solito che gli operatori di mercato comprendono correttamente l'evoluzione futura del tasso minimo di offerta e, quindi, la strategia della banca centrale nonché i dati più recenti su cui la banca centrale baserà le proprie decisioni.

Al fine di valutare la dispersione dell'incertezza, una misura comunemente utilizzata è costituita dalle densità neutrali al rischio (*risk-neutral density*, RND) implicite nelle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor<sup>12)</sup>. Le RND forniscono un'approssimazione di ciò che il mercato percepirebbe come la distribuzione delle probabilità del prezzo dei contratti *future* sottostanti, se gli operatori di mercato fossero neutrali al rischio. Dal momento che gli operatori di mercato nutrono in genere un'avversione al rischio, con ogni probabilità le RND sono diverse dalle percezioni "effettive" del mercato. Tuttavia, partendo dal presupposto che i premi per il rischio influenzano prevalentemente la distribuzione media (che corrisponde al prezzo dei contratti *future*), le RND di norma sono

**Figura 6** Distribuzioni di probabilità nell'ipotesi di neutralità al rischio per l'Euribor a tre mesi al 27 ottobre 2005



considerate utili misure della dispersione che caratterizza il prezzo.

Un esempio di queste densità è presentata nella figura 6, che riporta le RND desunte dalle opzioni sui contratti *future* con scadenza a metà dicembre 2005 e a metà giugno 2006 sulla base di dati raccolti il 27 ottobre 2005. La distribuzione delle probabilità ricavata dal contratto con scadenza a dicembre 2005 esibisce una dispersione inferiore a quella ricavata dal contratto con scadenza a giugno 2006, rispecchiando la crescente incertezza nelle prospettive a più lungo termine. Peraltro, entrambe le distribuzioni delle probabilità erano lievemente asimmetriche verso tassi più elevati, a indicazione che gli operatori di mercato attribuivano una distorsione positiva al livello medio dei tassi Euribor a tre mesi attesi.

Nel complesso, gli strumenti di mercato monetario forniscono ai responsabili delle politiche monetarie un'ampia gamma di strumenti a elevato contenuto informativo per verificare se i mercati hanno in ogni momento un'autentica comprensione delle prospettive dei tassi di interesse a breve termine e, quindi, dell'orientamento di politica monetaria.

12) Maggiori informazioni sulle RND sono reperibili nell'articolo *Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria* nel numero di maggio 2000 di questo Bollettino.

## 5 CONCLUSIONI

Il mercato monetario in euro riveste un'importanza fondamentale per la BCE ai fini della trasmissione dell'orientamento di politica monetaria ai mercati finanziari più ampi, da dove influenza le decisioni di investimento e risparmio del settore privato, la dinamica monetaria e, in ultima istanza, le prospettive per la stabilità dei prezzi.

I livelli dei tassi di interesse di riferimento della BCE sono stabiliti dal Consiglio direttivo della BCE con l'obiettivo di assicurare la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. L'assetto operativo per la politica monetaria e le decisioni per la gestione della liquidità adottate dal Comitato esecutivo della BCE sono strumenti efficienti per assicurare che i tassi di interesse nel segmento delle scadenze a più breve termine del mercato monetario in euro rimangano in un intervallo ristretto prossimo al tasso minimo di offerta. Ciò di norma limita le oscillazioni a non più di pochi giorni al mese ed

evita che la volatilità nelle scadenze a breve termine sia trasmessa all'intera curva dei rendimenti del mercato monetario. Nel contempo la BCE riconosce che gli andamenti dei tassi di interesse di mercato monetario a più lungo termine riflettono forze di mercato e che questo segmento del mercato è al di fuori del proprio controllo diretto. Ciò è particolarmente evidente durante determinati periodi di tensione nei mercati finanziari, quando le variazioni dei premi per il rischio e la scarsa fiducia di banche e investitori si ripercuotono sui tassi a più lungo termine e possono quindi interferire con la trasmissione dell'orientamento di politica monetaria.

Nel valutare la trasmissione dell'orientamento di politica monetaria ai mercati monetari, la BCE segue quindi con attenzione un'ampia gamma di indicatori desunti da vari strumenti del mercato monetario. Questi indicatori sono compresi nelle analisi economiche e monetarie sottostanti alle decisioni adottate dalla BCE in materia di politica monetaria.





## LA CARTOLARIZZAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

*Come è apparso evidente durante la recente turbolenza sui mercati creditizi, la cartolarizzazione si è trasformata in pochi anni da un'attività relativamente di nicchia nell'area dell'euro in un'importante forza alla base degli andamenti finanziari. La sua influenza crescente interessa le banche centrali per vari motivi. Dal punto di vista della politica monetaria, la cartolarizzazione – tramite i suoi effetti sul finanziamento delle banche e il mercato del credito – incide non solo sul meccanismo di trasmissione attraverso l'offerta di prestiti ma anche sull'analisi monetaria. In aggiunta, la recente turbolenza sui mercati creditizi ha messo chiaramente in luce la sua importanza nell'ottica della stabilità finanziaria. Infine, la cartolarizzazione ricopre un ruolo di primo piano nell'innovazione finanziaria e, attraverso il ricorso ai derivati creditizi e a strumenti connessi, ha contribuito all'integrazione dei mercati dei capitali dell'area dell'euro. Questo articolo presenta in primo luogo alcune indicazioni sugli andamenti delle cartolarizzazioni nell'area dell'euro e in secondo luogo alcune possibili implicazioni sul piano della politica monetaria, tenendo conto anche degli eventi recenti. Infine, evidenzia alcuni punti di debolezza dell'attività di cartolarizzazione che hanno determinato il rapido venir meno della liquidità durante la suddetta fase di turbolenza.*

### I INTRODUZIONE

Nell'ultimo decennio le operazioni di cartolarizzazione hanno registrato una crescita straordinaria in tutto il mondo. Il ritmo di espansione è stato tuttavia particolarmente rapido nell'area dell'euro a causa di fattori quali l'introduzione della moneta unica e il connesso aumento del grado di integrazione dei mercati dei capitali, oltre che l'orientamento verso un sistema finanziario più basato sul mercato. Tale processo si inserisce nel contesto di una più ampia tendenza verso l'innovazione finanziaria nel settore del credito, che comprende altresì lo sviluppo dei derivati creditizi e i cambiamenti nel mercato dei prestiti sindacati. Nell'area dell'euro, la cartolarizzazione bancaria ha interessato una gamma sempre più ampia di attività. Inizialmente concentrata sui mutui ipotecari, negli ultimi anni ha raggiunto livelli crescenti di sofisticazione che hanno consentito alle banche di cartolarizzare una parte crescente del loro portafoglio di crediti alle famiglie e alle imprese.

Assieme all'innovazione finanziaria sui mercati creditizi, la cartolarizzazione ha determinato cambiamenti significativi sia nella struttura finanziaria dell'area dell'euro sia nel ruolo delle banche. La sua crescente diffusione ha modificato il funzionamento dei mercati dei capitali, ridimensionando il ruolo fondamentale di trasformazione delle scadenze tradizionalmente svolto dagli intermediari finanziari. È probabile che

anche le mutate caratteristiche dell'attività bancaria – che non consiste più nell'originare e tenere in portafoglio (“*originate and hold*”) bensì nell'originare, riconfezionare e poi rivendere (“*originate, repack and sell*”) – possano influire in misura significativa sull'efficacia della politica monetaria per il tramite del settore bancario. Nel contempo, la recente turbolenza sui mercati del credito ha evidenziato che alcune caratteristiche di determinati prodotti – quali ad esempio l'elevato livello di complessità e opacità e, di conseguenza, l'eccessivo affidamento degli investitori sui *rating* creditizi e la scarsa liquidità – possono incidere negativamente sul funzionamento dei mercati nei periodi di tensione.

Questo articolo prende in esame gli andamenti sul mercato delle cartolarizzazioni nell'area dell'euro e alcune possibili implicazioni degli stessi dal punto di vista della politica monetaria. La seconda sezione introduce i concetti principali connessi al mercato delle cartolarizzazioni e illustra alcuni strumenti e alcune motivazioni alla base del loro utilizzo. La terza sezione si sofferma brevemente sulla crescita significativa delle cartolarizzazioni osservata negli ultimi anni nell'area dell'euro e sul suo successivo ridimensionamento negli ultimi trimestri del 2007, mentre la quarta affronta alcuni effetti potenziali di questo processo sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria e la quinta ne valuta l'impatto sull'assetto operativo della politica monetaria. Alla luce di quanto sopra,



la sesta sezione presenta alcune considerazioni connesse ai recenti problemi sul mercato delle cartolarizzazioni<sup>1)</sup>.

## 2 CONCETTI E MOTIVAZIONI

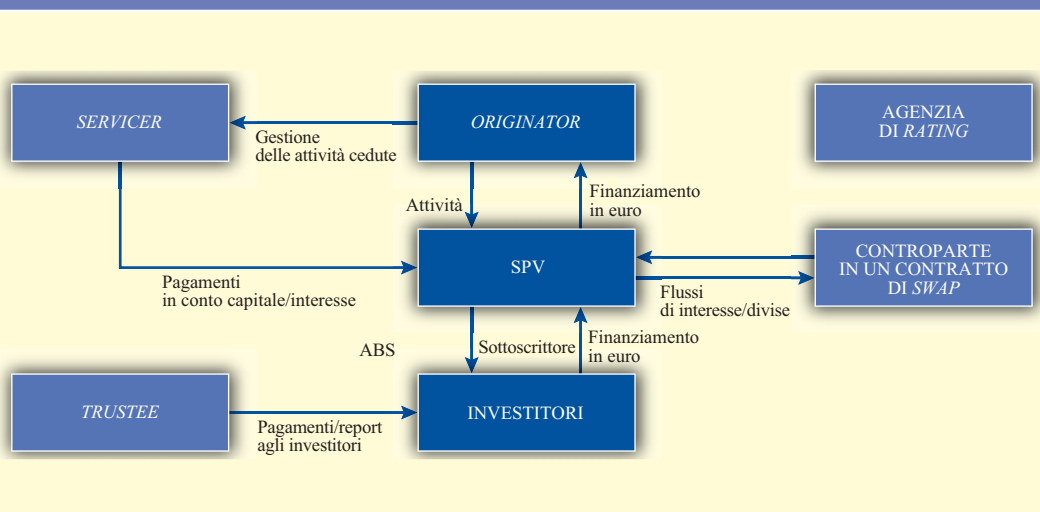
La cartolarizzazione tradizionale può essere definita come la cessione di un *pool* di attività finanziarie (ad esempio mutui ipotecari su immobili residenziali) a una società veicolo (*special-purpose vehicle*, SPV), che poi emette strumenti a reddito fisso da collocare presso gli investitori. Il capitale e le cedole di questi strumenti, noti come ABS (*asset-backed securities*, titoli garantiti da attività), dipendono dai flussi di cassa prodotti dalle attività finanziarie sottostanti (cfr. figura 1). L'istituzione cedente (*originator*) trasferisce le attività all'SPV con una transazione che si configura di norma come una cessione *pro soluto*<sup>2)</sup> e riceve poi dall'SPV i proventi del collocamento dei titoli emessi. Inoltre, l'SPV nomina un fornitore di servizi (*servicer*) per la riscossione dei pagamenti in conto interesse e capitale sui prestiti sottostanti (in Europa questo ruolo è svolto di solito dall'*originator*). Altri due importanti soggetti coinvolti nella transazione sono rappresentati dalla *swap counterparty*, che in genere forn-

sce la copertura dei rischi di tasso di interesse e di cambio sul *pool* di attività, e il *trustee*, il quale garantisce il trasferimento dei fondi dal *servicer* all'SPV e il pagamento degli investitori in base alla priorità promessa. Nonostante la sua apparente complessità, questo processo si basa su un concetto fondamentale: in caso di fallimento dell'*originator*, le garanzie detenute dall'SPV restano valide, il *servicer* assicura la prosecuzione dei pagamenti sulle stesse e gli investitori continuano quindi a ricevere i flussi in conto interessi e capitale. La qualità creditizia dei titoli emessi dall'SPV è pertanto svincolata dalla solvibilità dell'*originator*.

Dal punto di vista dell'*originator*, il ricorso alla cartolarizzazione può essere ispirato da motivazioni diverse che non si escludono a vicenda. In primo luogo, quella tradizionale *pro soluto* costituisce un'importante fonte di finanziamento. Inoltre, poiché il soggetto che investe in ABS

- 1) Questo articolo non affronta le possibili implicazioni dell'attività di cartolarizzazione per la stabilità finanziaria, poiché sono state già trattate nel numero di dicembre 2007 della *Financial Stability Review* e in altri lavori della BCE.
- 2) Per gli investitori, ciò concorre a garantire la "distanza" tra i flussi di cassa attesi dalle attività sottostanti e la solvibilità dell'*originator*. L'SPV di norma svolge l'unica funzione di emittente dei titoli e detentore delle attività sottostanti, per rimuovere qualunque incentivo di terzi a determinarne l'insolvenza.

Figura 1 Creazione di *asset-backed securities* (ABS): soggetti coinvolti e ruoli svolti



Fonte: versione ridotta e semplificata della figura pubblicata in *European Securitisation: A Resource Guide*, European Securitisation Forum.

è di norma diverso da chi acquista ad esempio *covered bond*<sup>3)</sup>, la cartolarizzazione consente di estendere e diversificare le fonti di finanziamento, rendendo la raccolta di fondi più stabile ed efficace in termini di costi. Un ulteriore vantaggio rispetto alla cessione diretta dei crediti è rappresentato dalla diversificazione che si ottiene riunendo i prestiti in un *pool* e poi ripartendo in *tranche* i rischi connessi agli stessi<sup>4)</sup>. In secondo luogo, la cartolarizzazione permette all'*originator* di trasferire fuori bilancio il rischio di credito. Ciò ha consentito alle banche di ridurre il fabbisogno di capitale regolamentare e, di conseguenza, l'onere complessivo delle fonti di finanziamento<sup>5)</sup>. In terzo luogo, la cartolarizzazione può essere utilizzata per la gestione generale dei rischi: l'istituzione cedente potrebbe utilizzare la porzione di capitale di vigilanza resasi disponibile e i nuovi finanziamenti per modificare il proprio profilo di rischio, ad esempio operando una diversificazione geografica o settoriale del portafoglio prestiti. Infine, l'introduzione dei titoli di debito obbligazionari garantiti (*collateralised debt obligations*, CDO) offre anche la possibilità di ottenere maggiori proventi dalla cartolarizzazione. In questo senso, le banche di investimento e i gestori promuovono spesso delle transazioni con l'unico scopo di sfruttare le opportunità di arbitraggio sui mercati del rischio creditizio.

Poiché finanziarsi in modo efficiente sotto il profilo dei costi costituisce un obiettivo importante, gli emittenti cercano di ottenere dalle agenzie di *rating* il merito creditizio più elevato possibile per l'insieme dei titoli che offrono agli investitori. Anche quando la qualità creditizia dei singoli prestiti sottostanti è piuttosto bassa, il *rating* può essere notevolmente migliorato riunendo in un *pool* le attività in portafoglio e utilizzando una serie di tecniche di *credit enhancement*. Ne costituiscono degli esempi il ricorso a garanzie di terzi oppure la suddivisione dell'emissione in diverse *tranche*. Nelle transazioni più semplici, i titoli emessi dall'*SPV* sono di norma ripartiti in tre *tranche*: *senior*, *mezzanine* e *equity*<sup>6)</sup>. Tutte sono garantite dallo stesso *pool* di attività ma, in caso di insolvenza di una di queste ultime, è prevista una "cascata" di pagamenti tale per cui

la *tranche equity* è la prima a subire perdite, seguita dalla *tranche mezzanine* e infine da quella *senior*. Per segnalare la qualità delle attività cartolarizzate e allineare i propri interessi a quelli degli investitori, l'*originator* può decidere di trattenere in bilancio parte della *tranche equity*. Accollandosi gran parte dei rischi, esso mantiene un forte incentivo a monitorare nel tempo il merito creditizio delle attività sottostanti<sup>7)</sup>.

La maggior parte delle cartolarizzazioni ha avuto tradizionalmente per oggetto grandi quantitativi di attività di importo limitato, relativamente omogenee e connesse al credito alle famiglie (ad esempio mutui ipotecari residenziali di qualità primaria). Tali attività si prestano particolarmente ad essere cartolarizzate, poiché le asimmetrie informative tra le banche originatrici, da un lato, e gli investitori esterni, dall'altro, sul merito creditizio del sottostante sono in genere piuttosto contenute. In questo caso, quindi, gli investitori possono stimare il valore del *pool* di attività con un buon grado di accuratezza. Inoltre, un *pool* di un gran numero di attività omoge-

- 3) I *covered bond* richiamano in genere investitori diversi da quelli interessati agli ABS, poiché spesso hanno le seguenti caratteristiche: (i) una data di scadenza prestabilita e certa; (ii) l'ulteriore tutela di un quadro giuridico particolare; (iii) maggiore liquidità. Gli ABS, da parte loro, prevedono di norma strutture di ammortamento in base alle quali il capitale viene rimborsato gradualmente nel tempo. Inoltre, in molti casi la loro scadenza non è nota in anticipo. Alcuni investitori non desiderano assumersi questo "rischio di rimborso anticipato" che è spesso insito negli ABS.
- 4) Cfr. De Marzo, P. M. (2005), «The Pooling and Tranching of Securities: A Model of Informed Intermediation», in *The Review of Financial Studies*, vol. 18, pagg. 1-35.
- 5) Nel quadro del primo accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali ("Basilea I"), le banche spesso cartolarizzavano una parte del loro portafoglio prestiti e trattenevano in bilancio la *tranche equity*, più rischiosa. In questo modo era spesso possibile abbassare i requisiti patrimoniali pur mantenendo un'esposizione significativa verso le attività cartolarizzate. Il nuovo accordo ("Basilea II"), entrato in vigore nel 2007, ha inteso raggiungere un migliore allineamento tra i suddetti requisiti obbligatori e l'effettivo rischio economico connesso all'esposizione, riducendo di conseguenza il livello di arbitraggio normativo spesso esistente all'epoca di Basilea I.
- 6) In realtà il numero è di solito molto superiore: la *tranche senior* può essere a sua volta ripartita in sotto-*tranche* che spesso hanno il medesimo *rating* ma scadenze distinte, per tener meglio conto delle diverse preferenze degli investitori.
- 7) Negli ultimi anni, tuttavia, le *tranche equity* sono state spesso collocate sul mercato. Allo stesso tempo, in diversi paesi le autorità di regolamentazione hanno frequentemente obbligato gli *originator* a mantenerle in bilancio.

nee e di norma di importo limitato contribuisce a ridurre i rischi idiosincratici, vale a dire quelli relativi alle singole attività (quali ad esempio i mutui ipotecari). Nel contempo, il portafoglio sottostante resta soggetto ai rischi macroeconomici – per esempio la riduzione dei prezzi delle abitazioni o le crisi di fiducia dei mercati – che, come è apparso evidente durante la recente fase di turbolenza sui mercati del credito, possono influire notevolmente sul valore dei titoli.

Negli ultimi anni è emersa una tendenza significativa verso la cartolarizzazione di attività generalmente di maggiore importo ed eterogenee – come le obbligazioni ad alto rendimento, i prestiti ad elevata leva finanziaria e le *tranche mezzanine* di altri ABS – combinando spesso alcune tecniche proprie della cartolarizzazione tradizionale con le recenti innovazioni in materia di gestione del rischio di credito (ad esempio i CDO, cfr. il riquadro 1). Le istituzioni organizzatrici (*arranger*) possono sia cedere all'SPV le attività sottostanti con una vendita

*pro soluto* sia tenerle in bilancio e trasferirne il solo rischio di credito per il tramite dei derivati creditizi (in un processo noto come “cartolarizzazione sintetica”).

La ricerca di attività ad alto rendimento da parte degli investitori ha fatto crescere progressivamente la complessità dei CDO, che sono passati ad avere una maggiore leva finanziaria ed esposizioni sottostanti più rischiose e opache. In quanto complessi e opachi, questi strumenti avevano un mercato secondario molto limitato e quindi venivano spesso valutati in base a modelli interni delle banche. La natura di questi modelli rendeva necessaria la formulazione di diverse ipotesi e, a causa della leva finanziaria, variazioni anche minime delle stesse facevano spesso variare notevolmente il prezzo degli strumenti. Come sarà spiegato in maggiore dettaglio nella sezione 6, l'estrema difficoltà di valutazione e la sostanziale illiquidità dei CDO hanno contribuito in misura significativa alla recente turbolenza sui mercati del credito.

#### Riquadro 1

##### TITOLI DI DEBITO OBBLIGAZIONARI GARANTITI (*COLLATERALIZED DEBT OBLIGATIONS, CDO*)

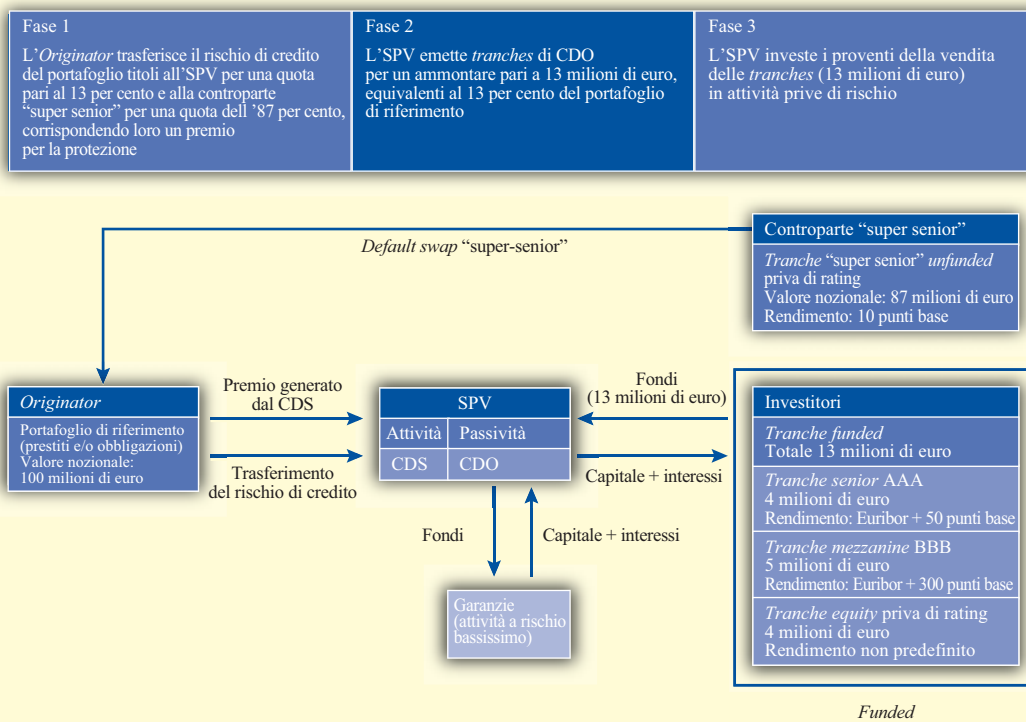
In termini molto generali, i titoli di debito obbligazionari garantiti (*collateralized debt obligations, CDO*) sono prodotti che consentono di trasferire rapidamente agli investitori una parte molto significativa del rischio di credito, spesso per il tramite di operazioni con un elevato grado di leva finanziaria. Il loro scopo è creare valore, richiamando liquidità verso il rischio di credito in classi di attività che sarebbero altrimenti troppo illiquide o complesse per alcuni investitori. Contrariamente a quanto avviene nelle cartolarizzazioni tradizionali, i CDO sono di norma garantiti da un numero piuttosto ridotto di attività che tuttavia si caratterizzano spesso per una notevole eterogeneità e per una forte concentrazione dell'esposizione verso singoli obbligati. Risulta quindi più difficile per gli investitori valutare il rischio di questi strumenti, perché devono tener conto non solo del rischio di credito delle singole attività ma anche delle correlazioni fra le stesse. Un ruolo fondamentale in questo senso è svolto nella pratica dalle agenzie specializzate, che assegnano un *rating* alle varie *tranche* sulla base dei loro modelli e delle correlazioni ipotizzate.

Oltre al metodo della cessione *pro soluto* per cassa, caratteristico delle cartolarizzazioni tradizionali, le banche che strutturano CDO ricorrono spesso a derivati creditizi quali i *credit default swap* (CDS) per trasferire il rischio di credito del *pool* di attività sottostanti (in un'operazione definita di solito “cartolarizzazione sintetica”). Nelle cartolarizzazioni sintetiche le transazioni sono molto flessibili in termini di composizione delle attività e caratteristiche di rischio-rendimento. Questo consente agli investitori di scegliere CDO “personalizzati” in base alle loro esigenze. Inoltre, le attività sottostanti restano nei bilanci dell'istituzione che ha originato o alle-

stato l'operazione, mentre l'SPV detiene un *pool* di CDS riferiti alle suddette attività. L'*originator* o l'*arranger* versano il premio del CDS all'SPV, ma in caso di insolvenza di una delle attività sottostanti l'SPV è responsabile delle relative perdite. Dal lato delle passività, l'SPV emette comunque titoli a reddito fisso – di tipo *funded* (finanziati) o *unfunded* (non finanziati) – da vendere agli investitori (cfr. il diagramma). Nelle cartolarizzazioni sintetiche di tipo *funded*, gli investitori acquistano i titoli in contante e l'SPV investe il ricavato in attività di qualità elevata come i titoli di Stato o i *covered bond*. In quelle di tipo *unfunded*, non è previsto alcun pagamento anticipato e quindi la banca *arranger* rischia che l'investitore non paghi in caso di insolvenza delle attività sottostanti. Gran parte delle cartolarizzazioni sintetiche è in genere di tipo misto, nel senso che la *tranche* con maggiore merito creditizio (*super-senior*) è di tipo *unfunded*, mentre le altre *tranche* *senior* e subordinate sono *funded*.

Come gli ABS tradizionali, i CDO sono classificati in base alle attività sottostanti. Se queste sono costituite da prestiti utilizzati ad esempio per finanziare operazioni di acquisizione societaria tramite capitale di prestito (*leveraged buy-out*), la transazione è nota come prestito obbligazionario garantito (*collateralised loan obligation*, CLO). Se invece sono rappresentate da obbligazioni societarie o altri titoli di debito, lo strumento prende il nome di *collateralised bond obligation* (CBO). Quest'ultima categoria, che ha registrato una crescita significativa nel 2006, è di norma costituita da strumenti per cassa più che sintetici: al pari di quanto avviene nelle cartolarizzazioni tradizionali, infatti, l'SPV acquista le attività sottostanti in via definitiva.

**CDO sintetici parzialmente finanziati**



Fonti: Cfr. Cousseran, O. e Rahmouni, I. (2005), *The CDO Market: Functioning and Implications in terms of Financial Stability*, in Financial Stability Review, n. 6, giugno, Banque de France; Tavakoli, J. M. (2003), *Collateralized Debt Obligations and Structured Finance: New Developments in Cash and Synthetic Securitization*, John Wiley & Sons.

### 3 ANDAMENTI DI MERCATO

L'attività di cartolarizzazione in euro ha accelerato alla fine degli anni novanta ed è stata particolarmente vivace negli ultimi anni (cfr. figura 2)<sup>8)</sup>. Benché l'accelerazione abbia costituito una tendenza mondiale, in Europa è stata connessa anche a fattori regionali. In particolare, l'introduzione della moneta unica ha favorito una maggiore integrazione finanziaria a livello europeo, consentendo agli investitori istituzionali di accrescere la propria esposizione transfrontaliera e agli emittenti di accedere a un insieme più ampio di investitori potenziali<sup>9)</sup>. La recente turbolenza sui mercati finanziari ha tuttavia esercitato un significativo effetto frenante su tale processo nella seconda metà del 2007.

Il mercato delle cartolarizzazioni nell'area dell'euro presenta una serie di caratteristiche. La prima è costituita dal ruolo particolare della cartolarizzazione sintetica (per una definizione si veda il riquadro 1) nel superare i problemi posti dalle dimensioni ridotte e dalla frammentazione dei mercati delle obbligazioni. La seconda è data dal diverso grado di diffusione delle operazioni di cartolarizzazione all'interno dell'area. La terza è infine rappresentata dal predominio dei titoli garantiti da mutui residenziali (*residential mortgage-backed securities*, RMBS) e più di re-

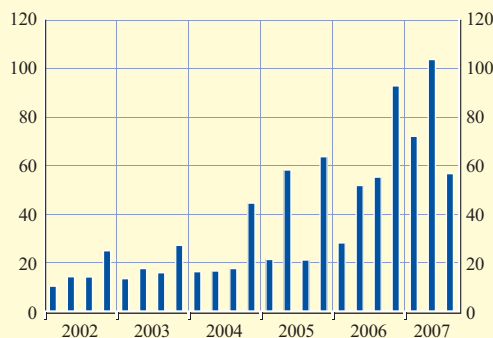
cente delle attività garantite da mutui commerciali (*commercial mortgage-backed securities*, CMBS) e dei CDO, oltre che dal livello relativamente modesto di cartolarizzazioni aventi per oggetto prestiti a piccole e medie imprese (PMI). Tali caratteristiche sono approfondite nel seguito di questa sezione.

#### IL RUOLO DELLA CARTOLARIZZAZIONE SINTETICA

Benché in notevole crescita dall'introduzione dell'euro, il finanziamento diretto delle imprese non finanziarie attraverso il mercato obbligazionario è stato tradizionalmente piuttosto ridotto<sup>10)</sup> e ha riguardato in genere settori particolari quali le telecomunicazioni. Alla luce di questo ruolo limitato delle obbligazioni, la cartolarizzazione sintetica con CDO ha contribuito a promuovere lo sviluppo di mercati più "completi" consentendo agli investitori di estendere la loro esposizione al rischio a un maggior numero di imprese e settori industriali rispetto al passato. Inoltre, poiché le attività possono restare nei bilanci dell'*originator*, essa comporta costi legali e amministrativi significativamente inferiori a quelli di una cessione in via definitiva<sup>11)</sup>. È difficile stimare le dimensioni di questo mercato, poiché gran parte delle transazioni è costituita da collocamenti privati e non sono disponibili dati completi, ma secondo alcune fonti nel 2006 sono stati emessi CDO sintetici per oltre 124 miliardi

**Figura 2 Emissione di ABS denominati in euro**

(miliardi di euro; emissioni trimestrali)



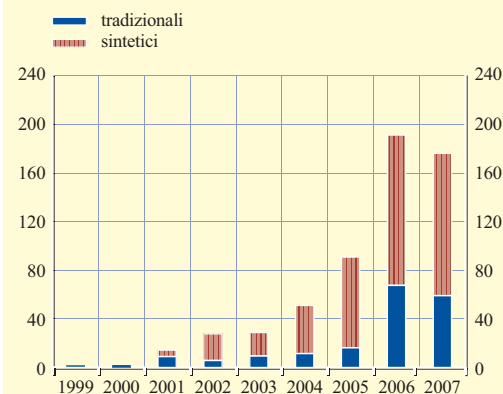
Fonte: Commissione europea. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2007.

Nota: comprende le emissioni in euro effettuate da *originator* non appartenenti all'area dell'euro.

- 8) Le statistiche sulle cartolarizzazioni a livello di area dell'euro non sono attualmente ottenibili dall'Eurosistema. Quelle presentate in questo articolo provengono da diverse fonti informative e sono spesso non direttamente confrontabili a causa delle differenze in termini di copertura geografica, definizioni concettuali e metodologie di compilazione.
- 9) Cfr. lo *Structural Issues Report* della BCE dal titolo «Corporate finance in the euro area», maggio 2007.
- 10) Secondo dati della BCE, alla fine del 2006 gli ammontari nominali in essere di titoli di debito in euro emessi da società non finanziarie dell'area raggiungevano appena i 561 miliardi di euro. Quelli emessi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) e dalle società finanziarie diverse dalle IFM, per lo più ABS e CDO emessi da SPV, erano invece rispettivamente pari a 3.668 e 1.035 miliardi.
- 11) Ciò è particolarmente importante in Europa, dove la vendita *pro soluto* (cartolarizzazione tradizionale) di un portafoglio di prestiti a soggetti di paesi diversi rende necessario affrontare le complessità giuridiche e amministrative di più giurisdizioni. Cfr. il rapporto 2007 dello European Financial Markets Lawyers Group sugli impedimenti legali alla cartolarizzazione transfrontaliera nell'UE ([www.efmlg.org](http://www.efmlg.org)).

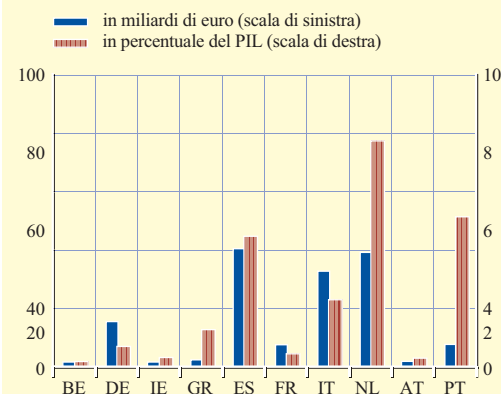
**Figura 3** Emissione di CDO tradizionali e sintetici denominati in euro

(miliardi di euro)



Fonte: Creditflux.

Nota: i dati per il 2007 si riferiscono solo ai primi tre trimestri.

**Figura 4** Cartolarizzazioni nell'area dell'euro per paese d'origine delle garanzie, anno 2006

Fonte: European Securitisation Forum e Eurostat.

Nota: non sono compresi i CDO e le cartolarizzazioni sintetiche.

di euro <sup>12</sup>) (cfr. figura 3). Per quanto concerne il 2007, si ritiene che le emissioni siano diminuite nell'ultimo trimestre dell'anno e seguito dalle tensioni sui mercati creditizi.

#### DIFFERENZE TRA PAESI IN TERMINI DI VOLUMI DI EMISSIONI

I volumi cartolarizzati sono generalmente cresciuti in tutta l'area dell'euro, ma le dimensioni maggiori sono state raggiunte in Spagna, Paesi Bassi e Italia (cfr. figura 4). Inoltre, in rapporto al PIL, anche il Portogallo ha registrato ritmi di espansione molto sostenuti. Uno dei fattori principali alla base delle differenze di volume è connesso agli andamenti degli RMBS, che costituiscono oltre la metà delle emissioni totali. Le emissioni di questi prodotti sono di norma più elevate in mercati come quello spagnolo e olandese, dove i prestiti per l'acquisto di abitazioni sono cresciuti molto più rapidamente dei depositi. Un'ulteriore determinante è rappresentata dalle norme nazionali che disciplinano il rimborso anticipato dei mutui. Nelle giurisdizioni in cui quest'ultimo è oggetto di penali che riducono l'incentivo al rimborso anticipato, gli emittenti hanno meno bisogno di strutture di ammortamento come gli RMBS per trasferire agli investitori il rischio di rimborso anticipato e possono invece optare per i *covered bond*,

con la restituzione dell'intero capitale a una data unica. Sui volumi delle emissioni – non solo di RMBS, ma anche di tutte le altre tipologie di cartolarizzazione – influiscono inoltre importanti fattori di ordine giuridico, amministrativo e regolamentare. Ad esempio, l'assenza di norme specifiche negli ordinamenti civili di alcuni paesi dell'Europa continentale ha disincentivato il ricorso alla cartolarizzazione o ha comunque imposto agli operatori costi economici e amministrativi relativamente elevati (connessi tra l'altro con la necessità di utilizzare veicoli *offshore*, di registrare nuovamente il contratto di mutuo e di ottenere il consenso preventivo del mutuatario o, comunque, di notificargli la cessione, nonché con il trattamento fiscale dell'operazione).

#### RILEVANZA DI RMBS, CDO E CMBS

Come indicato in precedenza, con una crescita annua di circa il 30 per cento, gli RMBS hanno costituito fin dall'inizio la quota principale delle cartolarizzazioni effettuate nell'UE. Anche altre classi di attività, e in particolare i CDO <sup>13</sup>) e i

12) Il dato comprende sia le *tranche* di tipo *funded* (finanziate) sia quelle di tipo *unfunded* (non finanziate).

13) I CDO pongono particolari difficoltà di quantificazione e ricognizione a causa dell'assenza di fonti coerenti e rappresentative del mercato nel suo insieme. Cfr. Cousseran, O. e Rahmouni, I., *op. cit.*

CMBS, hanno tuttavia registrato una forte accelerazione. Nel 2006 gli RMBS rappresentavano ancora il 54 per cento circa delle emissioni totali europee, ma l'incidenza dei CDO era comunque pari a circa il 19 per cento e quella dei CMBS al 13 per cento (cfr. figura 5).

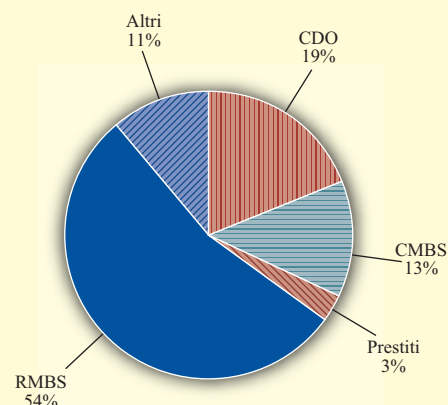
L'emissione di ABS garantiti da prestiti alle PMI potrebbe accrescere i fondi disponibili per il finanziamento a queste ultime. Nell'area dell'euro, tuttavia, tali titoli costituiscono una percentuale ridotta delle cartolarizzazioni totali e si concentrano soprattutto in Germania, Spagna e in una certa misura nei Paesi Bassi<sup>14</sup>. La robusta crescita del mercato tedesco e di quello spagnolo è stata alimentata da programmi di sostegno specifici, introdotti dalle autorità allo scopo di promuovere la cartolarizzazione dei prestiti alle PMI e di conseguenza il finanziamento al settore. Vari fattori hanno teso a ostacolare questo fenomeno nell'area dell'euro. Il primo è costituito dalla scarsa standardizzazione di tali prestiti, soprattutto se confrontati a prodotti quali i mutui o i crediti al consumo. Il secondo è connesso alla disponibilità dei dati: per gli *originator* può risultare difficile offrire statistiche storiche sull'andamento dei prestiti alle PMI lungo un ciclo economico. Il terzo va ricondotto al fatto che le grandi banche (che potrebbero realizzare le cartolarizzazioni di prestiti alle PMI) possono ricorrere a forme di finanziamento meno costose (ad esempio prestiti privi di garanzia), mentre gli intermediari più piccoli che sarebbero maggiormente incentivati a utilizzare questo tipo di cartolarizzazione non dispongono di una quantità di prestiti alle PMI sufficiente a realizzare transazioni su scala ragionevole.

#### 4 CARTOLARIZZAZIONE, PRESTITI BANCARI E POLITICA MONETARIA

La cartolarizzazione e l'innovazione finanziaria sui mercati del credito hanno determinato cambiamenti significativi sia nella struttura finanziaria dell'area dell'euro sia nel ruolo delle banche all'interno della stessa. Uno degli effetti più importanti delle cartolarizzazioni sia tradizionali sia, più in particolare, sintetiche è rappresen-

**Figura 5 Emissioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione in Europa nel 2006**

(valori percentuali; per tipologia di garanzia)



Fonte: European Securitisation Forum.

Nota: emissioni effettuate in Europa, comprese quelle all'esterno dell'area dell'euro, ad esempio le emissioni di strumenti finanziari assistiti da garanzie del Regno Unito. Sotto la voce "CDO" sono compresi solo strumenti finanziari emessi in euro. Sotto la voce "Prestiti" sono ricompresi i prestiti a leva finanziaria, quelli commerciali, i prestiti alle famiglie, alle imprese e quelli di altro tipo. La voce "Altri" include i prestiti per l'acquisto di auto, le disponibilità da carte di credito, canoni di *leasing*, anticipi in conto corrente, crediti relativi a polizze sanitarie e assicurative o di altra natura, crediti per erogazione di servizi di pubblica utilità e altri.

tato dal fatto che grandi quantitativi di crediti tradizionalmente illiquidi sono ora disponibili al di fuori del settore bancario. In un certo senso, mentre l'erogazione del prestito resta per lo più un'attività locale, la cartolarizzazione consente al finanziamento di diventare globale poiché rende il prestito negoziabile e disponibile agli investitori. Di conseguenza, le banche hanno mantenuto e forse anche accresciuto il loro ruolo di originatori del credito mentre hanno visto gradualmente ridursi quello di detentori principali di attività illiquide.

Dal punto di vista della politica monetaria, il fatto che la cartolarizzazione stia cambiando i mercati del credito vuol dire che modificherà anche la dinamica dei prestiti<sup>15</sup>, influenzando quindi sul

14) Alla fine del primo trimestre del 2007 il valore cumulato dei titoli di debito garantiti da prestiti alle PMI emessi dalle banche tedesche, spagnole e olandesi era rispettivamente pari a 72, 48 e 23 miliardi di euro.

15) Per una rassegna sul ruolo del settore bancario e del credito dal punto di vista della politica monetaria, cfr. Stiglitz, J. E. e Greenwald, B. (2003), *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge University Press.

comportamento delle controparti monetarie e sull'analisi monetaria in generale (cfr. riquadro 2). In un'ottica macroeconomica, tra le conseguenze attese figura un aumento complessivo dell'offerta aggregata di prestiti. Infatti, cartolarizzando parte dei loro attivi, le banche potrebbero ottenere nuovi fondi con i quali erogare ulteriori finanziamenti. Inoltre, rimuovendo interamente i prestiti

dai loro bilanci, le banche sono spesso riuscite a rendere disponibile parte del patrimonio di vigilanza, che hanno impiegato per ampliare l'offerta di credito. In questo senso, la forte crescita delle cartolarizzazioni ha probabilmente concorso alla robusta espansione dei prestiti e alle condizioni di finanziamento favorevoli osservate tra gli inizi del 2005 e la prima metà del 2007.

## Riquadro 2

### L'IMPATTO DELLA CARTOLARIZZAZIONE DEI PRESTITI BANCARI SULL'ANALISI MONETARIA

Scopo dell'analisi monetaria è identificare gli andamenti monetari connessi all'evoluzione dei prezzi nel medio-lungo periodo. L'individuazione di questo "segnale" rilevante ai fini della politica monetaria è diventata più difficile in un contesto in cui tali andamenti sono sempre più influenzati da innovazioni finanziarie quali la cartolarizzazione. Il presente riquadro valuta l'impatto della cartolarizzazione sui prestiti delle IFM al settore privato e sull'aggregato monetario M3, dal punto di vista sia concettuale sia quantitativo. La discussione riguarda in particolare gli effetti diretti sulle posizioni di bilancio delle IFM, ma affronta anche quelli più indiretti che operano attraverso la minore esposizione al credito di tali istituzioni.

#### Gli effetti della cartolarizzazione dei prestiti sul credito delle IFM al settore privato

L'impatto più ovvio della cartolarizzazione dei prestiti nei bilanci delle IFM è costituito dall'effetto diretto della stessa sulle posizioni in prestiti e su quelle creditorie. Nelle cartolarizzazioni tradizionali, il prestito passa dal bilancio dell'IFM a quello di una società veicolo (SV). Questo determina, sul piano strettamente statistico, una riduzione dei prestiti dell'IFM<sup>1)</sup> anche se, dal punto di vista del mutuatario, il prestito rimane in essere. La cartolarizzazione tradizionale può pertanto generare un differenziale fra il tasso di crescita dei prestiti totali erogati al settore privato e quello desumibile dai dati di bilancio delle IFM. Secondo una stima della BCE, elaborata a partire dai dati disponibili sulle cartolarizzazioni tradizionali, il tasso di crescita annuo dei prestiti delle IFM al settore privato dell'area dell'euro è oggi inferiore di circa un punto percentuale a quello del totale dei prestiti in essere a tale settore originati dalle IFM (cfr. figura A)<sup>2)</sup>. Nelle cartolarizzazioni sintetiche soltanto il rischio di credito connesso al prestito viene trasferito alla SV, mentre il prestito stesso rimane nel bilancio dell'IFM. Di conseguenza, questo secondo tipo di cartolarizzazione non esercita effetti diretti sulle statistiche relative agli impieghi delle IFM.

Un ulteriore aspetto rilevante in materia di effetti della cartolarizzazione sugli impieghi delle IFM è costituito dal fatto che la BCE ha adottato una definizione ampia del concetto di credito al settore privato. In aggiunta ai prestiti, essa include i finanziamenti erogati attraverso l'acquisto

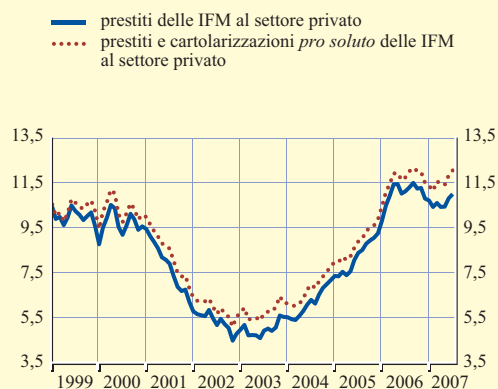
1) A seguito dell'adozione dei principi contabili internazionali (*International Accounting Standards*, in particolare dello IAS39) da parte delle IFM dell'area dell'euro le cartolarizzazioni tradizionali possono non determinare una riduzione delle consistenze del portafoglio prestiti se il prestito cartolarizzato non è effettivamente cancellato dal bilancio, ovvero escluso da quest'ultimo dal punto di vista contabile e statistico.

2) Occorre rilevare che le stime attualmente disponibili sulle cartolarizzazioni tradizionali nell'area dell'euro sono incerte e risentono di una copertura parziale. Il SEBC sta elaborando statistiche armonizzate e maggiormente dettagliate.



**Figura A Impatto delle cartolarizzazioni *pro soluto* sui prestiti al settore privato**

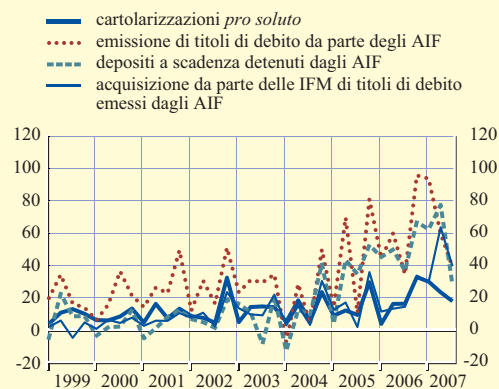
(variazioni percentuali annue)



Fonte: BCE, stime della BCE.

**Figura B Cartolarizzazioni, titoli emessi dagli AIF e acquisiti dalle IFM e depositi a scadenza detenuti dagli AIF**

(flussi trimestrali in miliardi di euro)



Fonte: BCE, stime della BCE.

di titoli di debito (come le obbligazione societarie), oltre che di azioni e di altri strumenti di capitale emessi da soggetti non bancari. Al fine di migliorare la diversificazione per attività del loro portafoglio crediti, le IFM potrebbero acquistare strumenti di debito emessi da altri intermediari finanziari (AIF) a seguito di una cartolarizzazione<sup>3)</sup>. In questo senso, la figura B mostra come i flussi trimestrali di acquisti di tali titoli da parte delle IFM corrispondano in termini di volumi alla riduzione dell'ammontare di prestiti in essere riconducibile alla cartolarizzazione tradizionale. Ciò vuol dire che il credito al settore privato ha semplicemente mutato composizione, senza registrare particolari variazioni quantitative. Per contro, quando il settore delle IFM acquista titoli emessi dagli AIF nel contesto di una cartolarizzazione sintetica, la crescita complessiva dei crediti iscritti in bilancio si intensifica senza che si registri un aumento corrispondente del finanziamento alle famiglie e alle imprese.

### Effetti sulle componenti e sulle altre contropartite di M3

Oltre che nei prestiti (e, più in generale, nel credito) al settore privato, l'attività di cartolarizzazione tra le IFM e gli SV può trovare riflesso in altre poste del bilancio consolidato del settore delle IFM. Le posizioni verosimilmente interessate dipendono dal tipo di cartolarizzazione, dalle modalità di finanziamento e dal domicilio dell'SV coinvolto.

Da un punto di vista concettuale, nelle cartolarizzazioni tradizionali il trasferimento dei prestiti dovrebbe determinare una corrispondente riduzione delle passività nei bilanci delle IFM. In un primo momento è probabile che tale riduzione si rispecchi in un calo dei depositi *overnight* degli AIF, ma potrebbe anche essere successivamente ribilanciata attraverso altre disponibilità

3) L'importanza della cartolarizzazione dei prestiti emerge dalle consistenti emissioni di titoli di debito da parte di istituzioni finanziarie non monetarie, quasi esclusivamente riconducibili agli AIF (cfr. anche le tavole nelle sezioni da 4.1 a 4.8 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino). A settembre 2007 gli strumenti collocati da società finanziarie non monetarie costituivano circa l'11 per cento del totale dei titoli di debito in essere e il 19 per cento dello stock di titoli di debito emessi, fatta esclusione per la raccolta delle Amministrazioni pubbliche. Tali quote sono superiori a quelle relative ai titoli di debito emessi dalle società non finanziarie e, in particolare, sono raddoppiate rispetto al periodo 1999-2000.

di depositi o titoli degli AIF. Ciò nonostante, poiché l'SV e l'IFM sono di norma strettamente collegati e operano congiuntamente, può darsi il caso che il primo debba indebitarsi per acquistare il prestito dalla seconda. Questo determinerebbe un aumento dei depositi a breve per una domanda a brevissimo termine connessa a scopi transattivi. Nel valutare i suddetti effetti della cartolarizzazione tradizionale, occorre tenere presente che – in virtù dei principi contabili in vigore o della capacità delle IFM di erogare ulteriori prestiti – la richiamata riduzione delle passività nei bilanci delle IFM potrebbe anche non avere luogo<sup>4)</sup>. A questo proposito, si segnala che i principi contabili applicati alle operazioni di cartolarizzazione sono diversi nei vari paesi dell'area dell'euro.

Le cartolarizzazioni sintetiche non esercitano effetti diretti sui bilanci delle IFM. Tuttavia, il finanziamento a più lungo termine per l'acquisto del rischio di credito da parte dell'SV avviene di norma con l'emissione e la vendita di ABS. I proventi di queste vendite devono essere detenuti come garanzie e possono essere investiti in vari strumenti. Nella misura in cui sono investiti presso le IFM, i proventi possono influire sulle posizioni in depositi o titoli di debito di queste ultime. A tale riguardo, la figura B mostra che – dalla metà del 2004 – gli afflussi verso i depositi a scadenza degli AIF seguono un profilo analogo a quello delle emissioni di titoli di debito da parte degli stessi. Occorre tuttavia rilevare che i suddetti depositi potrebbero riflettere non soltanto le garanzie detenute ma anche altri due elementi che dipendono dal paese in questione: i) la conseguenza di principi contabili che impediscono alle IFM di cancellare dai bilanci porzioni sostanziali delle loro cartolarizzazioni tradizionali; ii) i *covered bond* non negoziabili collocati dalle IFM presso gli AIF come base per la cartolarizzazione.

La vendita di ABS da parte degli AIF potrebbe inoltre determinare delle variazioni nei depositi dei settori detentori di moneta che acquistano tali titoli. In questo senso è ad esempio possibile che l'acquisto di un ABS da parte di una famiglia comporti una riduzione dei depositi a breve delle famiglie e un corrispondente aumento di quelli degli SV/AIF. Ciò influirebbe sulla composizione per settore delle consistenze di depositi a breve incluse nell'aggregato M3, ma lascerebbe inalterata la quantità complessiva dello stesso. Se tuttavia l'SV investisse i proventi della vendita in depositi a più lungo termine (che non rientrano nel calcolo dell'aggregato), verrebbe a determinarsi una riduzione di M3 nel suo insieme.

La cartolarizzazione potrebbe incidere anche sulle attività e le passività sull'estero delle IFM per due motivi. Primo, se i titoli degli SV sono acquistati da soggetti non residenti nell'area, a parità di altre condizioni si determina un aumento delle attività nette sull'estero delle IFM e quindi un possibile effetto su M3. Secondo, il fatto che le cartolarizzazioni coinvolgano spesso SV domiciliate in centri *offshore* può influire sulla posizione attiva netta sull'estero delle IFM a seconda del modo in cui viene realizzata l'operazione di finanziamento.

## Conclusioni

L'impatto complessivo della cartolarizzazione dei prestiti sugli aggregati monetari e creditizi non è semplice da quantificare poiché dipende da un lato dal tipo di transazione e dai principi contabili in vigore e dall'altro dalle strategie di finanziamento e di investimento sia degli SV che vendono

4) L'adozione della norma IAS39 da parte delle IFM dell'area dell'euro comporta che una cartolarizzazione tradizionale possa non determinare una riduzione corrispondente nelle consistenze del portafoglio prestiti se una parte di essa non è cancellata dal bilancio ma è, ad esempio, controbilanciata dal lato del passivo nell'ambito delle voci "depositi" o "passività residue". Nel contempo, gli strumenti liquidi nel portafoglio delle IFM aumentano di un importo pari ai prestiti ceduti.

gli ABS sia dei settori detentori di moneta che li acquistano. Molte operazioni di finanziamento e di investimento si realizzano presumibilmente allo stesso tempo e potrebbero neutralizzarsi a vicenda in termini di impatto su M3. Se tuttavia avvengono in momenti diversi, potrebbero determinare una certa volatilità di breve periodo negli andamenti dell'aggregato monetario M3.

Per poter ottenere dagli andamenti monetari dei segnali rilevanti ai fini della politica monetaria, risulta importante misurare l'impatto di innovazioni finanziarie quali la cartolarizzazione sugli aggregati monetari attraverso un'analisi approfondita dei bilanci delle IFM. L'analisi monetaria condotta dalla BCE è in grado di affrontare questa sfida, dato che essa può esaminare in dettaglio le varie componenti, le contropartite e i settori detentori di M3.

Influendo sull'attività delle banche, gli andamenti dell'attività di cartolarizzazione incidono presumibilmente anche sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Secondo la teoria del canale del credito, le condizioni bancarie esercitano un impatto significativo sul modo in cui la loro offerta di credito reagisce alle variazioni di politica monetaria<sup>16</sup>. In questo senso si ritiene che, dopo una restrizione monetaria, il calo dell'offerta di credito sia maggiore per le banche: (i) di piccole dimensioni, per lo più finanziate attraverso i depositi e il capitale di rischio; (ii) meno liquide<sup>17</sup>, che non sono in grado di proteggere il proprio portafoglio prestiti dalla stretta monetaria attingendo a contante e titoli; (iii) poco capitalizzate, che potrebbero trovarsi al di sotto del loro obiettivo patrimoniale e avere un minore accesso ai mercati per i finanziamenti non garantiti<sup>18</sup>. La cartolarizzazione dovrebbe comunque attenuare gli effetti di questi fattori sul meccanismo di trasmissione. In primo luogo, essa consente alle banche di erogare ulteriori finanziamenti senza accrescere le dimensioni dei loro bilanci. In secondo luogo, permette loro di ottenere nuova liquidità a prescindere dai titoli in portafoglio. In terzo luogo, con l'eliminazione dei prestiti dai bilanci, rende possibile un miglioramento della situazione patrimoniale delle banche grazie al trasferimento del rischio di credito.

Nell'insieme, la cartolarizzazione e le altre innovazioni sul mercato del rischio di credito dovrebbero influire in misura significativa sia sulla capacità e sugli incentivi delle banche di erogare prestiti sia, più nello specifico, sull'efficacia del canale del credito. A tale riguardo, la

cartolarizzazione ha probabilmente modificato le caratteristiche delle banche di solito indicate in letteratura come rilevanti per le variazioni nell'offerta di credito. Ad esempio, l'indicatore dimensionale perde importanza poiché l'attività di cartolarizzazione può ridurre notevolmente la quantità di prestiti presente nei bilanci bancari. La cartolarizzazione incide anche sulla liquidità, poiché gli afflussi a breve termine derivanti dalla vendita di ABS modificano il tradizionale *liquidity ratio*. Essa può inoltre determinare un abbassamento dei requisiti patrimoniali di vigilanza se il rischio sottostante viene interamente trasferito al mercato, rendendo il rapporto standard fra patrimonio e attività una semplice approssimazione dei vincoli patrimoniali cui le banche sono soggette. Più in generale, la cartolarizzazione offre alle banche una maggiore flessibilità di fronte al mutare delle condizioni di mercato connesse ai movimenti della politica monetaria.

Secondo alcuni riscontri empirici preliminari, l'aumento del ricorso a operazioni di cartolarizzazione dovrebbe attenuare l'impatto della politica monetaria sull'offerta di credito da

16) Cfr. Bernanke, B. (2007), «The Financial Accelerator and the Credit Channel», discorso tenuto alla conferenza dal titolo *The credit channel of monetary policy in the twenty-first century*, Federal Bank of Atlanta, Georgia, 15 giugno. Gli effetti della cartolarizzazione sui tassi di interesse restano scarsi e le conclusioni contrastanti.

17) Kashyap, A. e Stein, J. C. (2000), «What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy?», in *American Economic Review*, vol. 90, n. 3, pagg. 407-428.

18) Cfr. Van den Heuvel, S. J. (2002), «Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission?», in *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, maggio, pagg. 260-266.

parte delle banche, anche se tale effetto sembra dipendere dal ciclo economico<sup>19</sup>). Ciò non vuol dire, tuttavia, che il settore bancario abbia perso importanza dal punto di vista della politica monetaria. Ad esempio, accrescendo la dipendenza delle banche dalla raccolta di mercato (e data l'opacità di molti strumenti), la cartolarizzazione potrebbe determinare una relazione più stretta tra il finanziamento bancario e i mercati dei capitali. Si ritiene di conseguenza che la capacità delle banche di erogare prestiti e gli incentivi in questo senso dipendano dalle condizioni dei mercati finanziari in misura maggiore rispetto al passato, quando la principale fonte di finanziamento bancario era costituita dai depositi. Questo va ricondotto principalmente al fatto che, rispetto agli strumenti negoziabili, i depositi hanno di norma una remunerazione più stabile e sono più svincolati dalle condizioni sui mercati dei capitali. In casi più eccezionali, l'impatto della situazione del settore bancario sulle condizioni del credito potrebbe essere di fatto significativo (cfr. la sezione 6)<sup>20</sup>.

## 5 IL RUOLO DEGLI ABS NELL'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

La cartolarizzazione ha influito sull'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro, poiché gli ABS costituiscono una quota crescente delle garanzie accettate nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema. A fine settembre 2007, gli ABS stanziati ammontavano a 215 miliardi di euro, il 17 per cento delle attività depositate presso l'Eurosistema.

La rapida crescita del ricorso agli ABS nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema costituisce uno sviluppo importante da diversi punti di vista.

In primo luogo mostra la notevole flessibilità e reattività dell'assetto operativo delle garanzie dell'Eurosistema alle innovazioni sui mercati finanziari. I criteri di idoneità per le garanzie sono stati deliberatamente definiti in modo piuttosto generico, concentrandosi sulle qualità oggettive dell'attività e dell'emittente, in modo da mante-

nerne sufficientemente bassi i rischi per la banca centrale e assicurare la neutralità nei confronti degli andamenti sui mercati dei capitali. Di conseguenza, dopo l'avvio delle cartolarizzazioni nell'area dell'euro nel 1999, gli ABS conformi ai criteri generali esistenti sono stati considerati automaticamente idonei. Poiché alcuni di questi strumenti presentavano caratteristiche che l'Eurosistema non riteneva adeguate dal punto di vista del destinatario delle garanzie, nel 2006 sono stati introdotti alcuni criteri specifici per i prodotti di finanza strutturata. Tali criteri, che si aggiungono a quelli più generali come la denominazione in euro e un *rating* creditizio minimo di "singola A", stabiliscono che: (i) sono considerate idonee soltanto le *tranche* (o le sotto-*tranche*) di ABS più *senior*<sup>21</sup>); (ii) gli ABS devono essere garantiti da attività legalmente acquisite dall'SPV in quella che l'Eurosistema considera una vendita *pro soluto* (cartolarizzazione tradizionale); (iii) gli ABS non devono essere garantiti da attività collegate a derivati creditizi; (iv) l'SPV emittente deve trovarsi nello Spazio economico europeo (SEE)<sup>22</sup>). I suddetti criteri sono stati introdotti principalmente per escludere strumenti quali i CDO sintetici e i cash CDO (cioè un CDO con sottostanti strumenti non derivati) che contengono altre *tranche* sintetiche di ABS. Come ha mostrato la turbolenza sui mercati del credito, la volatilità del *rating* notevolmente più elevata e le considerevoli difficoltà di valutazione rendono queste attività non idonee ad essere utilizzate come garanzia per le operazioni di banca centrale. La residenza dell'SPV emittente

19) Le statistiche sul mercato statunitense delle grandi emissioni (jumbo) di titoli assistiti da ipoteche indicano che la cartolarizzazione potrebbe ridurre l'efficacia del canale del credito. A questo proposito, cfr. Loutskina, E. e Strahan, P. E. (2006), «Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Acceptance Rate», *NBER Working Paper Series*, n. 11983. Altunbas, Y., Gambacorta, L. e Marqués, D. hanno ottenuto risultati analoghi per l'area dell'euro, ma l'"effetto protezione" della cartolarizzazione sull'offerta di prestiti sembra dipendere dal ciclo economico e dal rischio bancario. A tale riguardo, cfr. (2007), «Securitisation and the Bank Lending Channel», *Bank of Italy Working Paper Series*, n. 653.

20) Cfr. Bernanke, B., *op. cit.*

21) Non si tratta di un criterio nuovo, poiché dal 1999 le *tranche* subordinate di ABS non sono mai state idonee. Anzi, nel 2006 la BCE ha chiarito esplicitamente cosa intende per subordinazione nel caso degli ABS.

22) Il SEE comprende i 27 Stati membri dell'UE assieme a Islanda, Norvegia e Liechtenstein.

è stata limitata al SEE per semplificare le procedure di valutazione dell' idoneità. Ciò nonostante, malgrado l' introduzione di questi criteri aggiuntivi, alla fine di settembre 2007 il volume di ABS idonei era pari a 756 miliardi di euro, che si ritiene corrispondente a circa il 60 per cento del totale delle cartolarizzazioni in essere in Europa. Rispetto ad altre banche centrali nel resto del mondo, l' Eurosistema accetta un volume elevato di ABS non garantiti da agenzie governative ("private label" ABS)<sup>23</sup>.

In secondo luogo, la capacità delle banche di mobilitare i propri portafogli di ABS per ottenere liquidità dalla banca centrale accrescerà verosimilmente il nesso fra gli andamenti sui mercati finanziari e l' erogazione di prestiti bancari, un aspetto già affrontato nella sezione 4 di questo articolo.

In terzo luogo, la diffusa accettazione di titoli di qualità elevata come garanzie per le operazioni di finanziamento dell' Eurosistema ha probabilmente concorso a mitigare, in via indiretta, i problemi di liquidità di vari segmenti del mercato.

## 6 ALCUNE CONSIDERAZIONI CONNESSE ALLE RECENTI TENSIONI NEI MERCATI CREDITIZI

La cartolarizzazione ha indubbiamente svolto un ruolo positivo sia nell' accrescere la "completezza" dei mercati creditizi dell' area dell' euro sia nell' agevolare il trasferimento e la diversificazione del rischio da parte delle banche e degli investitori. Nel contempo, la recente turbolenza sui mercati del credito<sup>24</sup> – innescata in un primo momento dalle perdite sui mutui *subprime* statunitensi – ha chiaramente mostrato alcuni punti di debolezza del mercato delle cartolarizzazioni. Essi si riferiscono soprattutto al segmento dei CDO, ma interessano anche le strutture *asset-backed commercial paper* (ABCP, che emettono carta commerciale garantita da specifiche attività), e i veicoli di investimento in prodotti strutturati (*structured investment vehicles*, SIV), utilizzati dalle banche per finanziare fuori bilancio strumenti quali i CDO e altri prodotti di credito strutturato.

Questi punti di debolezza riguardano: (i) l' elevata complessità degli strumenti; (ii) le difficoltà di valutazione degli stessi; (iii) l' eccessivo affidamento sui *rating* da parte di alcuni investitori; (iv) l' inadeguatezza delle informazioni sull' esposizione delle istituzioni finanziarie verso strumenti strutturati e verso posizioni fuori bilancio, che rende molto difficile monitorare le esposizioni finali attraverso il sistema finanziario. Gli eventi recenti hanno messo in luce la conseguente fragilità dei mercati del credito strutturato, illustrando come a episodi di scorretta valutazione del rischio creditizio possono fare seguito brusche correzioni delle condizioni del credito per l' opacità e la maggiore dipendenza dalle percezioni degli operatori<sup>25</sup>.

Gli elementi di debolezza del segmento dei CDO, e in particolare le difficoltà di valutazione, hanno concorso al prosciugamento della liquidità sui mercati di questi strumenti dall' inizio della turbolenza. Il calcolo dei prezzi richiede modelli teorici sofisticati ed è di norma molto sensibile alle metodologie e alle ipotesi di correlazione sottostanti. Da quando le agenzie di *rating* hanno iniziato ad abbassare il merito creditizio di un gran numero di CDO ed RMBS con un' esposizione verso i mutui *subprime* statunitensi, gli operatori hanno perso fiducia nell' accuratezza dei modelli di valutazione. L' incertezza a questo riguardo è stata esacerbata dal timore che i SIV – tra i principali investitori in queste attività – sarebbero stati costretti a iniziare a vendere le loro garanzie per rimborsare gli investitori. La liquidità ha inoltre risentito dei timori secondo i quali le banche che avevano sostenuto gli emittenti di ABCP avrebbero dovuto iscrivere di nuovo in bilancio le garanzie sottostanti a tali strumenti.

23) Nelle principali operazioni di mercato aperto, il Federal Reserve System considera stanziabili i titoli assistiti da crediti ipotecari (*mortgage-backed securities*, MBS) quando la garanzia è fornita da agenzie governative ma non quelli privi di tale garanzia ("private label" ABS).

24) Per una descrizione della recente turbolenza sui mercati creditizi, cfr. BCE (2007) *Financial Stability Review*, dicembre.

25) Cfr. Rajan, R. (2006), «Has Financial Development Made the World Riskier?», *NBER Working Paper Series*, n. 11728, e lo *Structural Issues Report* della BCE dal titolo «Corporate finance in the euro area», maggio 2007.

### Confronto degli *spreads* dei *covered bond* con rating tripla A e degli RMBS di qualità primaria registrati nei mesi di luglio e ottobre 2007

(punti base)

	Luglio	Ottobre
<i>Covered bond</i> spagnoli ( <i>Cedulas</i> , 5 anni, <i>swap</i> <sup>1)</sup> )	+3	+23
<i>Covered bond</i> tedeschi ( <i>Pfandbriefe</i> , 5 anni, <i>swap</i> <sup>1)</sup> )	-5	+1
RMBS Spagnoli ( <i>all-in debt only costm</i> , Libor <sup>2)</sup> )	+13	+80
RMBS del Regno Unito ( <i>all-in debt only cost</i> , Libor <sup>2)</sup> )	+11	+49
RMBS dei Paesi Bassi ( <i>all-in debt only cost</i> , Libor <sup>2)</sup> )	+14	+43

Fonti: RBS Global Banking and Markets.

1) Differenza tra il rendimento dei *covered bond* con scadenza a cinque anni e quello di un *interest rate swap* con scadenza equivalente.

2) Differenza tra il rendimento degli RMBS e il Libor sull'euro.

L'assorbimento di liquidità ha influito anche sul segmento degli ABS tradizionali, comprese le forme di cartolarizzazione più semplici quali gli RMBS garantiti da prestiti di qualità primaria (RMBS *prime*). Ancor prima dell'inizio della fase di turbolenza, il mercato secondario degli ABS tradizionali non era particolarmente attivo poiché gli investitori attuavano generalmente strategie *buy-and-hold* e la valutazione delle loro posizioni ai valori di mercato era di norma effettuata mediante forti approssimazioni<sup>26)</sup>. Ciò nonostante, da quando sono emersi i problemi sui mercati del credito, la gestione del rischio è diventata cruciale e la valutazione accurata dei titoli ha quindi assunto grande importanza anche per gli investitori *buy-and-hold*. La scarsa liquidità nel segmento degli ABS tradizionali ha inoltre determinato perdite connesse con la valutazione al valore di mercato che, seppure molto inferiori a quelle dei prodotti garantiti da mutui *subprime* statunitensi, hanno accresciuto l'avversione al rischio degli investitori e l'assorbimento di liquidità.

Per effetto del circolo vizioso rappresentato da un assorbimento di liquidità che determina perdite del valore di mercato e ulteriori contrazioni della liquidità, nell'area dell'euro l'emissione di ABS tradizionali è diminuita notevolmente durante il terzo trimestre del 2007 rispetto ai trimestri precedenti. In parallelo, in gran parte dei paesi i rendimenti degli RMBS e dei *covered bond* sono aumentati in misura considerevole (cfr. tavola). Finora, tuttavia, i mutui ipotecari a garanzia di RMBS e *covered bond* hanno registrato anda-

menti relativamente favorevoli, in presenza di livelli di perdite e tassi di insolvenza storicamente bassi in gran parte dei paesi dell'area.

## 7 CONCLUSIONI

La crescita significativa dell'attività di cartolarizzazione nell'area dell'euro durante l'ultimo decennio ha modificato sia il funzionamento dei mercati creditizi sia il ruolo tradizionalmente svolto dalle banche in materia di erogazione e monitoraggio del credito. Questo articolo ha descritto alcuni concetti e strumenti fondamentali, oltre a evidenziare talune peculiarità del mercato delle cartolarizzazioni nell'area dell'euro. Ha altresì mostrato che l'impatto delle operazioni di cartolarizzazione sulla conduzione della politica monetaria ha accresciuto l'interesse delle banche centrali verso queste attività, in grado di modificare sia la dinamica dei prestiti sia gli effetti delle variazioni dei tassi di interesse sull'offerta di credito. L'importanza di accettare in garanzia un ampio ventaglio di attività per assicurare l'ordinato funzionamento del mercato monetario interbancario e la stabilità dei mercati finanziari è emersa con grande chiarezza durante il recente episodio di volatilità nei mercati dei capitali. L'episodio ha inoltre mostrato che, in condizioni estreme, la cartolarizzazione può altresì influire sulle condizioni del credito e la stabilità finanziaria.

26) Cfr. il rapporto del gruppo di esperti della Commissione sul finanziamento ipotecario, *Report of the Mortgage Funding Expert Group*, Commissione europea, 22 dicembre 2006.





## LE NUOVE CURVE DEI RENDIMENTI DELL'AREA DELL'EURO

*Le curve dei rendimenti descrivono la relazione esistente tra la vita residua degli strumenti finanziari e i relativi tassi di interesse. Questo articolo illustra i diversi modi di rappresentare tale relazione usando i tassi a pronti, i tassi a termine o i tassi di parità, nonché il modello adottato per le stime giornaliere della BCE, che si basano sui titoli emessi dalle amministrazioni centrali dei paesi dell'area dell'euro. Vengono inoltre fornite informazioni dettagliate sui dati utilizzati, le relative modalità di selezione e le procedure di verifica applicate. La sezione dei dati, i controlli di qualità e il modello usato per la stima delle curve di riferimento fanno sì che la struttura per scadenza mostri un profilo regolare e un'ottima approssimazione ai dati di mercato. Le curve dei rendimenti calcolate dalla BCE forniscono agli operatori di mercato un indicatore affidabile della struttura a termine su base giornaliera.*

### I INTRODUZIONE

Il livello dei tassi di interesse di mercato dipende tipicamente da numerosi fattori, fra i quali la vita residua dello strumento finanziario sottostante. La relazione esistente tra i tassi di interesse e la vita residua viene definita "struttura per scadenza" dei tassi di interesse ed è rappresentata dalla curva dei rendimenti. Le curve dei rendimenti, comportando il calcolo dei tassi a termine impliciti, contengono informazioni sulle aspettative degli operatori di mercato riguardo al futuro andamento dei tassi di interesse a breve termine. Dal gennaio 1999 la BCE riporta regolarmente nel proprio Bollettino mensile l'evoluzione della curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nei tassi *swap* per l'area dell'euro; dal 10 luglio 2007 stima e pubblica giornalmente le curve dei rendimenti calcolate sulla base dei titoli emessi dalle amministrazioni centrali dei paesi dell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Queste curve, in particolare quella basata sui titoli con *rating* AAA, possono essere assunte come ter-

mine di riferimento per la determinazione dei tassi di interesse su impieghi privi di rischio, poiché i titoli utilizzati per calcolarle sono caratterizzati da un rischio di insolvenza trascurabile. Le curve dei rendimenti calcolate dalla BCE forniscono agli operatori di mercato un indicatore affidabile della struttura a termine su base giornaliera. Questo articolo spiega come le curve dei rendimenti possono essere rappresentate e traccia un quadro generale sulla selezione dei dati e dei modelli per il calcolo giornaliero delle curve dei rendimenti dell'area dell'euro da parte della BCE. Il riquadro 1 illustra l'utilità della curva dei rendimenti anche ai fini della politica monetaria, mentre il riquadro 2 mette a confronto le nuove curve dei rendimenti dei titoli di Stato con quelle ricavate sulla base degli *swap* sui tassi di interesse, utilizzate dalla BCE a partire da gennaio 1999.

1) I dati pubblicati giornalmente, incluse le figure e le tavole, sono disponibili all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>.

#### Riquadro 1

#### UTILITÀ DELLA CURVA DEI RENDIMENTI AI FINI DELLA POLITICA MONETARIA

I prezzi dei titoli obbligazionari, così come quelli di altre attività finanziarie, riflettono nell'insieme le aspettative degli operatori di mercato; per natura, quindi contengono informazioni sugli andamenti futuri dell'economia. A tale proposito, la curva dei rendimenti offre una particolare ricchezza di informazioni utili ai fini della politica monetaria. Questo riquadro esamina le informazioni sull'andamento atteso dei tassi a breve termine e sulle prospettive economiche e di inflazione<sup>1)</sup>, approfondendo anche possibili metodi di scomposizione della curva nei suoi elementi reali e puramente nominali.

1) Per una trattazione molto più ampia del contenuto informativo dei tassi di interesse cfr. l'articolo *Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria* nel numero di maggio 2000 di questo Bollettino.



### **Curva dei rendimenti e aspettative sugli andamenti dei tassi di interesse a breve termine**

La curva dei rendimenti presenta tassi di interesse relativi a impieghi di diversa durata. Il livello relativo dei tassi di interesse a breve e a lungo termine in una certa data (inclinazione della curva dei rendimenti) dovrebbe dipendere dalle aspettative degli operatori di mercato riguardo al futuro andamento dei tassi a breve<sup>2)</sup>. In base alla cosiddetta ipotesi pura delle aspettative della curva dei rendimenti, le operazioni di arbitraggio stabiliscono una stretta relazione tra l'inclinazione della curva e le attese sui tassi di interesse. Anziché acquistare un titolo a lungo termine, l'operatore può anche considerare di rinnovare i propri investimenti in titoli a breve per una durata pari alla vita residua del titolo a lungo termine. Tralasciando considerazioni di rischio, il rendimento totale dell'investimento nel titolo a lungo termine dovrebbe essere pari al rendimento atteso cumulato dell'investimento rinnovabile in titoli a breve. Ciò implica altresì che il tasso di interesse a lungo termine dovrebbe essere pari alla media dei tassi di interesse a breve termine che si prevede saranno in vigore durante il periodo di vita del titolo a lungo termine. Ad esempio, una curva con inclinazione positiva, che presenta tassi a lungo termine più elevati di quelli a breve, comporterebbe l'aspettativa di un incremento dei tassi a breve termine.

Tuttavia, l'ipotesi pura delle aspettative viene fortemente confutata dall'evidenza empirica. Il livello medio del tasso di interesse atteso a breve termine su un determinato orizzonte temporale tende a discostarsi dai tassi di interesse a lungo termine corrispondenti poiché questi ultimi contengono anche premi al rischio o a termine non osservabili. Per tale ragione, la curva dei rendimenti mostra in media un'inclinazione positiva. Di conseguenza, per ricavare dalla curva le aspettative del mercato riguardo al futuro andamento dei tassi di interesse a breve termine occorre effettuare una stima di tali premi. Il compito è tuttavia reso arduo soprattutto dal fatto che i premi a termine sembrano oscillare nel tempo secondo modalità non ancora sufficientemente comprese. Nondimeno, l'ipotesi delle aspettative pare ancora un punto di partenza ragionevole per derivare le attese sui tassi di interesse dalla curva dei rendimenti. Soprattutto sugli orizzonti più brevi, i premi a termine tendono a essere relativamente stabili e contenuti.

In sintesi, la curva dei rendimenti fornisce due informazioni fondamentali sulle percezioni degli operatori di mercato: da un lato, un'indicazione delle aspettative sui tassi di interesse, dall'altro una misura della percezione del rischio da parte degli investitori a livello globale. Entrambi gli elementi sono essenziali per l'adozione delle decisioni di politica monetaria e l'analisi della stabilità finanziaria.

### **Inclinazione della curva dei rendimenti come indicatore delle prospettive economiche**

L'inclinazione della curva dei rendimenti si è spesso rivelata un utile indicatore dell'evoluzione futura dell'attività economica. Un aumento della pendenza positiva della curva ha spesso anticipato un'accelerazione dell'attività mentre la sua diminuzione, in particolare un'inversione della pendenza, ne ha spesso indicato l'imminente rallentamento.

La spiegazione di questo fatto stilizzato è che un ampio differenziale positivo tra i tassi di interesse a lungo e a breve termine può segnalare che il mercato anticipa un aumento dei

2) I tassi a termine basati sulla curva dei rendimenti sono usati dalla BCE come ipotesi sui tassi di interesse a breve termine dal giugno 2006. Cfr. il riquadro 10 *Ipotesi tecniche* nel numero di giugno 2006 di questo Bollettino.

secondi a seguito di prospettive di crescita più positive. Se tali aspettative non sono sistematicamente errate, il differenziale a termine tende a essere un indicatore anticipatore piuttosto affidabile dell'attività economica. Al tempo stesso, i premi a termine precedentemente menzionati possono talvolta rendere meno evidente l'utilità della curva dei rendimenti come indicatore anticipatore del ciclo economico. Di fatto, da recenti analisi effettuate dagli esperti della BCE è emerso che la forte riduzione dell'inclinazione della curva dei rendimenti dell'area dell'euro registrata negli ultimi anni è stata principalmente sospinta da un calo del premio a termine e non da una progressiva riduzione delle aspettative sui tassi di interesse. Di conseguenza, è probabile che la curva dei rendimenti dell'area si sia appiattita nel corso di tale periodo senza anticipare un calo dell'attività economica interna<sup>3)</sup>.

### Scomposizione della curva dei rendimenti nei suoi elementi reali e connessi all'inflazione

Oltre alle aspettative di crescita, il segmento a più lungo termine della curva dei rendimenti può anche riflettere l'opinione degli operatori di mercato riguardo all'evoluzione tendenziale dell'inflazione (relazione di Fisher). Per separare i tassi di interesse reali dalle aspettative di inflazione sono necessari i tassi di interesse reali calcolati *ex ante* o una misura delle aspettative di inflazione degli operatori. Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione forniscono informazioni sui tassi di interesse reali *ex ante*. Sebbene siano relativamente pochi i titoli di Stato ancora indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro, è comunque possibile effettuare una stima delle curve dei rendimenti reali dell'area<sup>4)</sup>.

Sottraendo la curva dei rendimenti dei titoli indicizzati all'inflazione dalla curva comparabile relativa ai rendimenti nominali dei titoli di Stato di tipo tradizionale si ottiene una stima della struttura per scadenza dei cosiddetti tassi di inflazione di pareggio. I tassi di inflazione di pareggio possono essere interpretati esclusivamente come misure "pure" delle aspettative di inflazione prescindendo dall'esistenza di un premio per il rischio di inflazione. Tuttavia tale ipotesi appare confutata dai fatti empirici. Per disaggregare i tassi di inflazione di pareggio in aspettative pure di inflazione e premio al rischio di inflazione occorre effettuare un'analisi, basata su un modello, dell'interazione tra le curve dei rendimenti nominali e reali, da un lato, e le dinamiche dell'inflazione e corrispondenti aspettative al riguardo, dall'altro. Utilizzando curve dei rendimenti reali e nominali come *input*, un esercizio di scomposizione della curva dei rendimenti dell'area dell'euro basato su modello ha suggerito che sono gli andamenti della componente reale e non quelli della componente nominale (connessa all'inflazione) il principale elemento alla base delle variazioni della curva dagli esordi dell'unione monetaria nel 1999<sup>5)</sup>.

Sebbene l'esistenza di premi a termine che variano nel tempo complichino l'interpretazione degli andamenti della curva dei rendimenti, quest'ultima rimane una fonte di informazioni essenziale ai fini della politica monetaria. Ciò vale soprattutto alla luce dei recenti progressi compiuti nella modellizzazione e nella comprensione degli andamenti dei premi a termine.

3) Cfr. il riquadro 3 *Ruolo dei premi al rischio nel recente appiattimento della curva dei rendimenti dell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2006 di questo Bollettino.

4) Cfr. il riquadro 3 *Stima dei rendimenti di obbligazioni indicizzate con vita residua costante e dei corrispondenti tassi di inflazione di pareggio per l'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.

5) Cfr. il riquadro 3 *I premi per il rischio sul tasso di interesse reale e sull'inflazione nel mercato obbligazionario dell'area dell'euro* nel numero di aprile 2007 di questo Bollettino.

## 2 METODI PER LA RAPPRESENTAZIONE DELLA CURVA DEI RENDIMENTI

La curva dei rendimenti è una rappresentazione grafica della cosiddetta struttura per scadenza dei tassi di interesse, ossia della relazione tra la vita residua di un insieme omogeneo di strumenti finanziari e i tassi di interesse calcolati su ciascuno di essi. Il calcolo viene effettuato sulla base dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari sottostanti, ad esempio titoli di Stato scambiati nelle borse valori. In circostanze normali le curve dei rendimenti presentano un'inclinazione positiva: gli strumenti a più lungo termine offrono un tasso di rendimento più elevato rispetto a quelli a più breve termine, poiché all'aumentare del periodo che il datore di fondi deve attendere per l'ammortamento del proprio prestito si accresce il premio al rischio atteso, o premio a termine (cfr. anche riquadro 1).

La relazione esistente tra il valore di rimborso e il prezzo corrente di mercato determina il tasso di rendimento (annuale), anche denominato "rendimento a scadenza", di un investimento in strumenti a reddito fisso come le obbligazioni. Il calcolo di questo tasso di interesse è semplice e immediato nel caso delle obbligazioni senza cedola, che danno luogo a un solo pagamento. Tuttavia, in pratica esse non sono sempre disponibili, soprattutto nel segmento dei titoli con vita residua superiore a 12 mesi. Infatti, la maggior parte dei titoli di debito dell'area dell'euro prevede il regolare pagamento di interessi e dunque presenta una cedola. Nel calcolo del rendimento a scadenza dei titoli con cedola tutti i flussi di pagamento (cedole e rimborsi) sono attualizzati applicando lo stesso tasso, cioè il rendimento a scadenza. A meno che non si applichi un tasso di sconto costante a tutte le scadenze, dando luogo a una struttura per scadenza piatta, i tassi di interesse (a cedola zero), anche denominati "tassi a pronti", e i rendimenti a scadenza delle obbligazioni con cedola differiranno.

Per ricavare il tasso di interesse medio implicito dal prezzo di mercato di un titolo con cedola occorre attualizzare tutti i pagamenti di interessi futuri ai diversi tassi di interesse medi correnti

relativi ai periodi in cui questi avverranno. Ciò comporta la risoluzione di una serie di equazioni a più incognite. Per agevolare la stima della struttura per scadenza è utile stabilire una forma funzionale tra tassi di interesse e vita residua. La struttura per scadenza si ottiene quindi per via iterativa. La BCE ha deciso di adottare una forma funzionale proposta da Nelson e Siegel e generalizzata da Svensson<sup>2)</sup>.

Tale modello assicura un buon equilibrio tra diversi criteri, inclusi capacità di approssimazione, profilo regolare e stabilità della curva. La capacità di approssimazione fa sì che la curva dei rendimenti ricavata descriva di fatto i dati osservati nella maniera più accurata possibile; ciò è riscontrabile mediante comuni misure di errore quali l'errore medio assoluto. Il modello di Svensson è generalmente anche in grado di cogliere le diverse dinamiche della struttura per scadenza sottostante (flessibilità); tale caratteristica è particolarmente rilevante per le scadenze a più breve termine, poiché su tali orizzonti i rendimenti reagiscono con maggior forza agli annunci e alle attese di cambiamenti dei tassi di interesse ufficiali. Un indicatore di fondamentale importanza in relazione a tale criterio è la percentuale di casi in cui il prezzo stimato per un titolo si colloca entro il relativo differenziale denaro-lettera, come di seguito illustrato.

Un profilo regolare è importante per assicurare che le attese sui tassi di interesse, ricavate dalla struttura per scadenza, restino significative e non assumano un andamento erratico. La curva dei rendimenti dovrebbe inoltre risultare stabile, anche in caso di valutazioni di prezzo eccezionalmente errate o lacunosità dei dati. Queste rare eventualità, rese ancor meno probabili dai me-

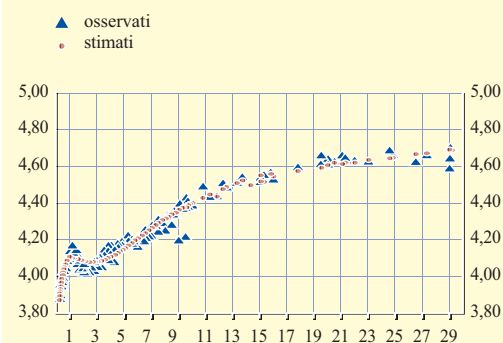
2) La formula funzionale di Svensson del tasso di interesse sui titoli a cedola zero  $z(TTM)$  è:

$$z(TTM) = \beta_0 + \beta_1 \left[ \frac{1 - e^{-\left(\frac{-z(TTM)}{\tau_1}\right)}}{TMM/\tau_1} \right] + \beta_2 \left[ \frac{1 - e^{-\left(\frac{-z(TTM)}{\tau_1}\right)} - e^{-\left(\frac{-z(TTM)}{\tau_2}\right)}}{TMM/\tau_1} \right] + \beta_3 \left[ \frac{1 - e^{-\left(\frac{-z(TTM)}{\tau_2}\right)}}{TMM/\tau_2} - e^{-\left(\frac{-z(TTM)}{\tau_1}\right)} \right]$$

ove TTM = term to maturity (vita residua) e  $\beta_i$ ,  $\tau_i$  sono i parametri da stimare. Cfr. Svensson, 1994, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Working Paper dell'NBER n. 4871.

**Figura 1** Confronto tra i rendimenti osservati e i rendimenti stimati sulla base del modello di Svensson

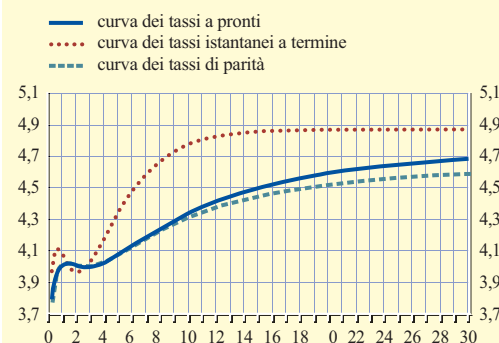
(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: elaborazioni della BCE e EuroMTS; rating di Fitch Ratings. Note: i dati si riferiscono al 14 dicembre 2007. Sull'asse orizzontale sono riportati gli anni di vita residua. Per la prossimità dei valori stimati a quelli osservati i 160 punti non sono visibilmente distintamente.

**Figura 2** Tassi a pronti, istantanei a termine e di parità: stime della curva dei rendimenti

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: elaborazione della BCE ed EuroMTS; rating di Fitch Ratings. Note: i dati si riferiscono al 14 dicembre 2007. Sull'asse orizzontale sono riportati gli anni di vita residua.

todi di selezione dei dati di seguito presentati, non dovrebbero avere un impatto sensibile sul profilo complessivo della curva. Al tempo stesso, dovrebbero essere adeguatamente riflessi i cambiamenti di prezzo dei titoli lungo la curva, ad esempio in seguito ad annunci tali da modificare le aspettative.

La figura 1 illustra diversi concetti esposti finora: sebbene il ventaglio dei titoli sia piuttosto ampio, permangono alcune lacune, in particolare nel segmento dei titoli a più lunga scadenza, nel quale il numero di titoli emessi è minore. Da un confronto fra i rendimenti stimati per ciascuna scadenza in base al modello di Svensson e i corrispondenti rendimenti effettivamente osservati emerge una capacità di approssimazione piuttosto buona. Ciò è ascrivibile alla qualità e all'omogeneità dei dati utilizzati, che già di per sé presentano un profilo molto regolare. Va menzionato che questo grado di approssimazione è conseguito malgrado il fatto che il modello di Svensson sia parsimonioso, cioè caratterizzato da pochi parametri. Tale caratteristica agevola la comunicazione della curva dei rendimenti, poiché consente agli operatori di replicarla sulla base di una serie limitata di parametri. La BCE pubblica tali parametri con frequenza giornaliera, unitamente alla serie dei tassi di interesse che descrive la struttura per scadenza.

La curva dei rendimenti stimata può essere rappresentata in diversi modi. La forma più essenziale si basa sui tassi (di interesse) a pronti, come illustrato in precedenza. Dai tassi a pronti è possibile ricavare i tassi (di interesse) a termine, che si riferiscono a un periodo futuro e sono impliciti nei tassi a pronti correnti. Ad esempio, il tasso di interesse a termine su un prestito a un anno che sarà concesso fra due anni si ottiene dai tassi a pronti a tre e a due anni<sup>3)</sup>. Per rappresentare i tassi a termine ricavati utilizzando il modello di Svensson, la BCE elabora la curva dei tassi di interesse a termine impliciti istantanei, che riflette i tassi di interesse applicabili nel futuro più prossimo (ad esempio un tasso *overnight*) per un titolo emesso in un determinato momento. Poiché i tassi a pronti sono calcolati per le scadenze

- 3) Se i tassi a pronti per due e tre anni sono pari rispettivamente al 4,0 e al 4,5 per cento, il tasso a termine a un anno implicito, usando una semplice formula discreta, è del 5,5 per cento a distanza di due anni. In tal caso non farebbe differenza per un soggetto investire nel tasso a pronti a tre anni oppure inizialmente nel tasso a pronti a due anni per poi effettuare un deposito al tasso a termine a un anno prestabilito applicabile fra due anni. In questo semplice esempio il tasso a termine è dato

$$\text{da } \frac{R_2 T_2 - R_1 T_1}{T_2 - T_1} \text{ ove } R_i \text{ è il tasso a pronti al tempo } T_i. \text{ Qui } R_1 =$$

0,04,  $R_2 = 0,045$ ,  $T_1 = 2$  anni e  $T_2 = 3$  anni. Cfr. ad esempio J. Hull (1997), *Introduction to Futures and Options Markets*, Prentice Hall.

fino a trent'anni, i tassi a termine istantanei sono disponibili anche per un orizzonte di questa durata.

Un terzo modo di rappresentare la struttura per scadenza dei tassi di interesse si basa sui tassi di parità. I tassi a pronti sono quindi convertiti nei rendimenti dei titoli con cedola scambiati alla pari: il loro prezzo è equivalente al valore nominale (prezzo di rimborso) e il loro rendi-

mento è pertanto pari ai rispettivi tassi sui titoli con cedola. Questo tipo di rappresentazione è spesso preferito dagli operatori di mercato poiché normalmente trattano titoli con cedola. I valori della curva dei tassi di parità sono pertanto i più prossimi ai rendimenti dei singoli titoli di riferimento quotati nella stampa specializzata. La figura 2 mostra le diverse modalità di rappresentazione della curva dei rendimenti per un dato giorno.

## Riquadro 2

### RAFFRONTO TRA CURVA *SWAP* E CURVA DEI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO

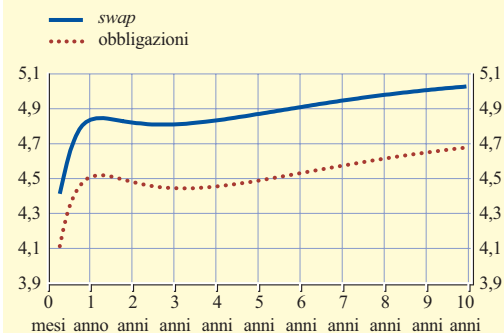
Dal gennaio 1999 la BCE riporta regolarmente nel suo Bollettino mensile gli andamenti della curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nei tassi *swap* per l'area dell'euro. La curva è stimata sulla base dei tassi di interesse osservati nella parte a tasso fisso dei contratti *swap* su tassi di interesse con scadenza da 1 a 10 anni e nel mercato monetario per le scadenze inferiori a 1 anno. Di conseguenza, questa curva dei tassi a termine dovrebbe riflettere le aspettative degli operatori riguardo al futuro andamento dei tassi di interesse a breve del mercato monetario indipendentemente dalla scadenza e da premi al rischio non osservabili specifici dei singoli strumenti. La nuova curva dei rendimenti dei titoli di Stato disponibile, presentata in questo articolo, offre un'alternativa per il calcolo di una curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nei tassi *swap* per l'area dell'euro. Entrambe le curve forniscono informazioni complementari e la scelta tra le due dipende dalla finalità analitica specifica. Inoltre la curva *swap* è spesso utilizzata dal settore finanziario come base per la determinazione dei prezzi dei prodotti derivati, mentre gli investitori a lungo termine, ad esempio, tendono a preferire la curva dei rendimenti dei titoli di Stato per l'allocazione strategica delle attività finanziarie.

Qual è la differenza principale tra la curva dei rendimenti dei titoli di Stato e la curva *swap*? La prima può ritenersi riferita ad impieghi privi di rischio se il rischio di insolvenza relativo ai titoli di Stato viene assunto essere trascurabile. Questa è un'ipotesi ragionevole soprattutto se la curva si basa su titoli con *rating* AAA. La curva *swap* è invece costruita a partire da strumenti più vulnerabili a insolvenza delle controparti. Le differenze non si limitano tuttavia al rischio di credito; diversamente dai contratti *swap*, i titoli di Stato possono essere utilizzati come garanzie. Entrambi gli aspetti contribuiscono al differenziale fra i tassi *swap* e i rendimenti dei titoli di Stato su scadenze corrispondenti.

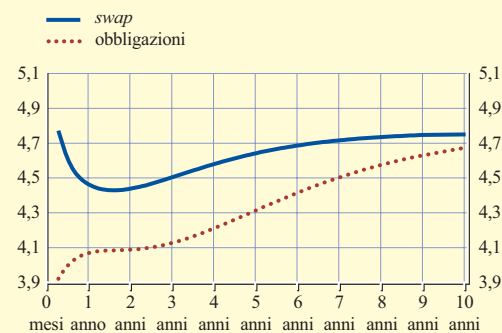
Da un confronto fra gli andamenti della curva dei rendimenti dei titoli di Stato e quelli della curva dei tassi *swap* possono emergere informazioni di grande utilità, specialmente in periodi di tensione nei mercati finanziari. Ad esempio, le curve a termine ricavate sia dagli *swap* sui tassi di interesse sia dai titoli di Stato contenevano all'incirca le stesse informazioni alla fine di giugno 2007 (cfr. figura A). In tale periodo entrambe le curve segnalavano aspettative di un incremento dei tassi di interesse a breve termine durante l'anno successivo. Inoltre, il differenziale fra le due curve, calcolato in corrispondenza a scadenze differenti, risultava all'incirca costante. Questo quadro è tuttavia radicalmente mutato in concomitanza con le tensioni del mercato monetario verificatesi nell'agosto del 2007 (cfr. figura B).

**Figura A Tassi di interesse *overnight* a termine impliciti al 29 giugno 2007**

(valori percentuali in ragione d'anno)

Fonte: BCE. I dati utilizzati sono stati forniti da Reuters e EuroMTS; *rating* di Fitch Ratings.**Figura B Tassi di interesse *overnight* a termine impliciti dell'area dell'euro al 31 agosto 2007**

(valori percentuali in ragione d'anno)

Fonte: BCE. I dati utilizzati sono stati forniti da Reuters e EuroMTS; *rating* di Fitch Ratings.

Infatti, a fine agosto, i tassi di interesse nel segmento a breve della curva a termine relativa ai titoli di Stato avevano registrato un calo considerevole rispetto alla fine di giugno. Ciò è probabilmente riconducibile all'effetto combinato di una diminuzione del tasso futuro atteso a breve termine per impieghi privi di rischio e di ricomposizioni di portafoglio da parte degli operatori alla ricerca di investimenti più sicuri. Allo stesso tempo i tassi a termine a breve ricavati dalla curva *swap* hanno registrato un incremento significativo, principalmente riconducibile alla percezione degli operatori che la liquidità del mercato monetario fosse scarsa.

### 3 COSTRUZIONE DELLA CURVA DEI RENDIMENTI DELL'AREA DELL'EURO

#### 3.1 SELEZIONE DEI DATI

Ogni giornata di apertura dei mercati la BCE riceve e verifica una serie di documenti elettronici contenenti i prezzi e i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro che sono stati scambiati o quotati nel corso della precedente giornata di contrattazione<sup>4)</sup>. Il paniere di titoli iniziale è sottoposto a un controllo di qualità predefinito ed eventuali dati sui prezzi o rendimenti che risultino falsati sono eliminati (ad esempio non dovrebbero essere presenti prezzi e rendimenti pari a zero o negativi). Successivamente vengono applicati diversi criteri di selezione per assicurare che la curva dei rendimenti sia stimata sulla base di un ventaglio di titoli sufficientemente omogeneo. Soltanto i titoli emessi in euro dalle amministrazioni centrali dei paesi dell'area dell'euro

vengono presi in considerazione; i titoli con caratteristiche particolari e le obbligazioni con cedola variabile sono eliminati.

Normalmente le curve dei rendimenti sono utilizzate per ottenere tassi di riferimento per impieghi privi di rischio. Di regola, gli emittenti con minor rischio di credito sono le amministrazioni centrali. Nell'area dell'euro le amministrazioni centrali di numerosi paesi sono emittenti con *rating* AAA. Al momento la BCE pubblica due diverse serie di curve dei rendimenti per l'area dell'euro: una curva di riferimento basata sui titoli di Stato con *rating* AAA e un'ulteriore curva basata sui titoli emessi dalle amministrazioni centrali di tutti i paesi dell'area dell'euro indipendentemente dal *rating*.

4) I dati sottostanti provengono da EuroMTS; i *rating* sono forniti da Fitch Ratings.

## LIQUIDITÀ

La liquidità è un fattore importante alla base della selezione dei titoli: maggiore è la liquidità del mercato, migliore è il contenuto informativo dei prezzi in quel particolare segmento. Normali misure della liquidità sono: il volume totale delle contrattazioni<sup>5)</sup>, il numero medio di titoli negoziati per operazione e gli scarti denaro-lettera. Inoltre, i titoli con modeste consistenze in essere sono spesso poco liquidi. Per la costruzione delle curve dei rendimenti della BCE si utilizzano soltanto titoli con un volume di scambi minimo di 1 milione di euro al giorno; inoltre, si considerano soltanto i titoli di debito con uno scarto denaro-lettera non superiore a 3 punti base.

## SINCRONIA

Le aspettative del mercato possono essere misurate dalla curva dei rendimenti se i rendimenti sottostanti riflettono un insieme di informazioni omogeneo. A tal fine è necessario che i dati sui rendimenti o sui prezzi siano rilevati circa allo stesso tempo. La serie di dati usata per la stima della curva dei rendimenti dell'area dell'euro comprende le quotazioni alla chiusura dei mercati, ossia i prezzi delle ultime operazioni eseguite alle ore 17.00 (ora dell'Europa centrale) per ciascun titolo. Se non sono state effettuate operazioni, si utilizzano i prezzi quotati in quel momento.

## GAMMA DI SCADENZE

Le curve dei rendimenti dei titoli emessi dalle amministrazioni centrali dei paesi dell'area dell'euro sono stimate utilizzando strumenti di debito con vita residua superiore a 3 mesi e inferiore a 30 anni. I titoli con scadenza inferiore a 3 mesi sono meno scambiati e quindi presentano normalmente prezzi e rendimenti più volatili rispetto ad altre obbligazioni. All'altra estremità della gamma di scadenze, i titoli con durata residua superiore a 30 anni sono poco numerosi e il loro prezzo riflette per lo più l'eccezionale domanda da parte degli investitori istituzionali che necessitano di attività a lungo termine. Date queste possibili distorsioni e la scarsa liquidità dei titoli a lunghissimo termine, essi non sono presi in considerazione.

## CORREZIONI PER TENERE CONTO DELL'IMPOSIZIONE FISCALE E DELLE CONVENZIONI DI MERCATO

Per motivi di comparabilità si utilizzano i rendimenti al lordo dell'imposizione fiscale. Il ventaglio dei titoli usato per la stima delle curve dei rendimenti dell'area dell'euro comprende strumenti negoziati in mercati diversi con calendari e convenzioni di mercato differenti. Vengono pertanto effettuate alcune correzioni per assicurare la comparabilità dei dati, ad esempio per quanto riguarda le convenzioni di regolamento e la formula convenuta per la determinazione dei giorni.

## INDIVIDUAZIONE E DEPURAZIONE DELLE ANOMALIE

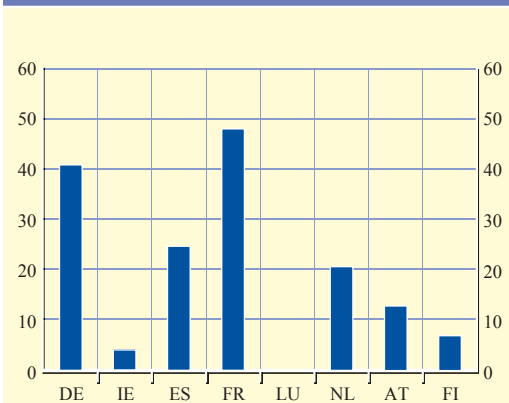
Malgrado i criteri di selezione menzionati, i rendimenti di alcuni titoli possono comunque presentare significativi scostamenti rispetto agli altri. Per evitare fenomeni di disturbo nella stima delle curve, il campione viene depurato da tali anomalie. Dopo aver suddiviso i titoli in gruppi in base alla loro vita residua, le potenziali anomalie vengono individuate separatamente per ciascun gruppo. I titoli con rendimenti che si discostano più di due deviazioni standard dalla media sono ritenuti casi anomali ed eliminati dal campione. Il rendimento medio e la deviazione standard vengono calcolati all'interno di ciascun gruppo; tale procedura viene ripetuta per ridurre la sensibilità dell'analisi ad anomalie potenzialmente cospicue eliminate nel primo passaggio che avrebbero potuto distorcere il livello medio dei rendimenti e la deviazione standard.

## 3.2 VENTAGLIO DI TITOLI E RISULTATI DELLE STIME

Applicando i menzionati criteri di selezione e processi di verifica si ottiene un ventaglio di titoli molto stabile che viene utilizzato per la stima effettiva delle curve dei rendimenti; contiene all'incirca 160 titoli di debito per la curva degli strumenti AAA e circa 260 per quella

5) Misurato come volume totale delle operazioni giornaliere.

**Figura 3 Titoli di debito emessi dalle amministrazioni centrali con rating AAA: numero medio per paese**



Fonti: BCE e EuroMTS; rating di Fitch Ratings.  
Nota: i dati si riferiscono al periodo 29 dicembre 2006-14 dicembre 2007.

basata sulle emissioni di tutte le amministrazioni centrali dei paesi dell'area dell'euro. Le oscillazioni giornaliere sono trascurabili.

Il campione è molto stabile anche in termini di contributo per paese. La figura 3 mostra il numero medio di titoli per paese considerati per la curva AAA negli ultimi 12 mesi.

La qualità della stima risulta evidente se si esamina il differenziale tra i rendimenti osservati e i rendimenti teorici ricavati dalla curva stimata (cfr. anche figura 1).

La tavola seguente presenta alcune statistiche sulla capacità di approssimazione su base giornaliera della curva dei rendimenti di riferi-

mento per l'area dell'euro. In media quasi l'80 per cento dei rendimenti effettivi può essere replicato con un margine di 3 punti base.

L'errore medio assoluto giornaliero relativo al periodo per il quale si dispone attualmente di dati è stato pari a 2,08; ciò significa che in media la differenza assoluta tra il rendimento reale osservato di un titolo e quello stimato dal modello è di circa 2 punti base. Applicando una ponderazione per la durata di ciascun titolo, l'errore medio assoluto per il periodo ammonta a soli 1,27 punti base. Tali risultati suggeriscono un'ottima capacità di approssimazione. Persino nella recente fase di turbolenza dei mercati finanziari, in cui anche le quotazioni dei titoli emessi dalle amministrazioni centrali hanno registrato una maggiore volatilità, l'accuratezza dell'approssimazione è rimasta elevata, seppure non così elevata come nei periodi di maggior calma, durante i quali l'indice di successo (vedi la Tavola) si è collocato intorno al 90 per cento. La fase di turbolenza sopra menzionata ha determinato anche un incremento della deviazione standard degli indicatori della qualità dell'approssimazione. Inoltre, l'elevato numero di titoli inclusi nel ventaglio finale limita l'impatto di lievi errori commessi nella valutazione di singoli titoli.

La sezione dei dati, i controlli di qualità e il modello usato per la stima delle curve di riferimento fanno sì che la struttura per scadenza mostri un profilo regolare e un'ottima approssimazione ai dati di mercato.

**Tavola Misure della bontà di approssimazione della curva dei rendimenti dei titoli con rating AAA nell'area dell'euro**

(punti base, salvo diversa indicazione)

	Indice di successo: percentuale dei titoli il cui rendimento teorico presenta uno scarto da quello osservato non superiore a 3 punti percentuali	Errore medio assoluto	Errore medio assoluto ponderato	Scarto quadratico medio
Media	78,4	2,08	1,27	2,93
Deviazione standard	11,8	0,62	0,37	0,78

Fonte: BCE. I dati utilizzati sono stati forniti da EuroMTS; rating di Fitch Ratings.  
Nota: i dati si riferiscono al periodo 29 dicembre 2006 - 14 dicembre 2007.





#### 4 CONCLUSIONI

Ai fini della politica monetaria e per l'analisi degli andamenti dei mercati finanziari, le banche centrali e gli altri operatori di mercato necessitano di rappresentazioni attendibili della struttura per scadenza dei tassi di interesse. Le nuove curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro che vengono pubblicate su base giornaliera costituiscono un utile complemento alle informazioni già disponibili. In

particolare, le curve dei rendimenti stimate utilizzando titoli con *rating* AAA si ritengono riferibili ad impieghi privi di rischio di credito e forniscono, dunque, una misura del limite inferiore per il costo dei finanziamenti. Grazie a un'attenta selezione dei dati e a una serie di controlli di qualità la nuova curva dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro mostra un profilo regolare, è stabile, evidenzia un'ottima approssimazione ai dati di mercato e risponde molto bene alle finalità di quest'ultimo.

# 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 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro	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	Conto corrente e conto capitale	S65
7.3	Conto finanziario	S66
7.4	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	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	15,8	3,08	3,86
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	.	4,28	4,33
2007 1° trim.	7,0	9,1	10,2	-	10,6	16,5	3,82	4,08
2° trim.	6,2	9,2	10,6	-	10,5	18,7	4,07	4,42
3° trim.	6,6	10,3	11,5	-	11,0	20,3	4,49	4,48
4° trim.	5,9	10,8	12,0	-	11,1	.	4,72	4,34
2007 ago.	6,7	10,5	11,5	11,5	11,2	20,6	4,54	4,43
set.	6,1	10,2	11,3	11,7	11,0	19,3	4,74	4,37
ott.	6,4	11,2	12,3	12,0	11,3	19,5	4,69	4,40
nov.	6,3	11,0	12,3	12,1	11,1	18,8	4,64	4,25
dic.	4,0	10,1	11,5	.	11,1	.	4,85	4,38
2008 gen.	.	.	.	.	.	.	4,49	4,23

### 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	83,2	1,5	8,2
2007	2,1	2,8	.	.	.	84,2	.	7,4
2007 2° trim.	1,9	2,4	2,4	2,5	2,8	84,3	1,8	7,5
3° trim.	1,9	2,1	2,5	2,7	4,0	84,0	1,9	7,3
4° trim.	2,9	3,9	.	.	.	84,0	.	7,2
2007 ago.	1,7	1,8	-	-	4,7	-	-	7,4
set.	2,1	2,7	-	-	3,5	-	-	7,3
ott.	2,6	3,3	-	-	4,4	84,0	-	7,3
nov.	3,1	4,2	-	-	3,0	-	-	7,2
dic.	3,1	4,3	-	-	.	-	-	7,2
2008 gen.	3,2	.	-	-	.	83,9	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <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	.	.	.	.	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 1° trim.	4,8	8,6	-14,6	129,8	331,5	105,5	106,3	1,3106
2° trim.	-2,4	20,1	-66,8	72,4	325,3	107,1	107,7	1,3481
3° trim.	11,0	18,5	-37,8	76,2	340,5	107,6	108,2	1,3738
4° trim.	.	.	.	.	347,4	110,5	111,2	1,4486
2007 ago.	0,5	4,0	0,3	1,9	330,4	107,1	107,6	1,3622
set.	4,9	6,5	-37,4	48,9	340,5	108,2	108,8	1,3896
ott.	5,1	8,7	21,3	-56,1	346,6	109,4	110,1	1,4227
nov.	2,2	5,1	11,0	10,2	339,2	111,0	111,7	1,4684
dic.	.	.	.	.	347,4	111,2	111,7	1,4570
2008 gen.	.	.	.	.	.	112,0	112,4	1,4718

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

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

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



## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

### I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	11 gennaio 2008	18 gennaio 2008	25 gennaio 2008	1 febbraio 2008
<b>Oro e crediti in oro</b>	201.704	201.663	201.612	201.452
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	140.648	140.963	140.031	143.046
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	38.713	36.942	36.356	34.525
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	14.531	14.658	16.194	14.501
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	420.172	459.024	444.491	435.999
Operazioni di rifinanziamento principali	151.500	190.500	175.500	167.501
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	268.487	268.487	268.487	268.491
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	184	1	492	4
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	36	12	3
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	26.987	30.294	28.572	30.695
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	97.302	96.695	98.057	99.340
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	38.705	38.705	38.705	38.634
<b>Altre attività</b>	332.300	331.835	333.524	332.726
<b>Attività totali</b>	1.311.062	1.350.779	1.337.542	1.330.918

#### 2. Passività

	11 gennaio 2008	18 gennaio 2008	25 gennaio 2008	1 febbraio 2008
<b>Banconote in circolazione</b>	659.395	653.245	649.514	652.624
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	181.285	231.056	193.199	199.240
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	180.614	230.825	192.680	198.471
Depositi overnight	665	212	501	510
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	6	19	18	259
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	345	334	314	256
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	55.043	47.068	71.972	55.057
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	45.604	48.621	51.041	48.797
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	1.105	1.369	1.180	1.301
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	18.795	18.458	17.978	19.267
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.311	5.311	5.311	5.311
<b>Altre passività</b>	126.791	127.944	129.663	131.749
<b>Rivalutazioni</b>	147.665	147.665	147.665	147.665
<b>Capitale e riserve</b>	69.723	69.708	69.705	69.651
<b>Passività totali</b>	1.311.062	1.350.779	1.337.542	1.330.918

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	10 ott.	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
	16	242.078	281	190.500	4,00	4,16	4,21	7
	23	234.633	276	175.500	4,00	4,16	4,19	7
	30	253.268	264	167.500	4,00	4,18	4,20	7
	6 feb.	223.805	226	161.500	4,00	4,17	4,20	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2007	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
2008	31 gen	98.183	151	50.000	-	4,21	4,33	92

#### 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	11 set.	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
	15	Raccolta di depositi a tempo determinato	45.712	28	20.000	4,00	-	-	-	1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							1
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007 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	
nov. <sup>2)</sup>	17.338,9	9.302,0	804,7	2.096,9	1.489,0	3.646,4	

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

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
1	2	3	4	5	
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
2008 15 gen. <sup>3)</sup>	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12 feb.	201,6				

**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	
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8	
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9	
2007 1° trim.	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2	
2° trim.	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7	
3° trim.	317,3	268,7	171,7	0,2	10,7	0,4	639,2	52,3	-117,8	192,7	832,4	
2007 9 ott.	321,9	194,3	262,3	0,3	0,0	1,6	637,3	63,7	-118,0	193,4	832,3	
13 nov.	327,6	180,2	265,0	0,1	0,0	0,6	640,1	55,9	-123,3	194,4	835,1	
11 dic.	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9	
2008 15 gen.	343,8	255,7	268,8	0,3	0,0	1,1	668,2	46,4	-116,4	200,9	870,2	

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) Include le passività soggette a obbligo di riserva degli enti creditizi siti in Malta o Cipro. Nella fase transitoria gli enti creditizi siti nell'area dell'euro potrebbero aver deciso di portare in deduzione dall'aggregato soggetto a riserva tutte quelle passività che hanno come controparte un ente creditizio sito in Malta e Cipro. A partire dal calcolo dell'aggregato soggetto a obbligo di riserva della fine di gennaio del 2007, dovrà essere applicata la modalità standard di calcolo (cfr. Regolamento (CE) n. 1348/2007 della BCE del 9 novembre 2006 in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca Centrale Europea in seguito all'introduzione dell'euro a Cipro e Malta (BCE/2007/11)).

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.

4) A partire dal 1° gennaio 2008, include le operazioni di politica monetaria condotte mediante raccolta di depositi a scadenza fissa dalla Central Bank of Malta e dalla Banca Centrale di Cipro prima del 1° gennaio 2008 e ancora in essere successivamente a tale data.



## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 1° trim.	1.576,7	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,6
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	2,1	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.	1.805,1	814,3	17,8	0,6	795,9	266,9	223,3	2,1	41,6	-	17,6	367,9	15,6	322,8
dic. <sup>(p)</sup>	2.048,0	1.029,4	17,8	0,6	1.010,9	268,6	224,9	2,0	41,7	-	17,4	373,7	15,3	343,6
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.	28.476,1	16.172,0	793,0	9.948,6	5.430,4	3.748,4	1.214,9	805,1	1.728,4	95,9	1.257,2	4.878,6	203,1	2.120,9
ott.	29.163,4	16.554,5	944,0	10.027,3	5.583,1	3.833,7	1.214,0	878,3	1.741,4	98,6	1.307,8	4.987,5	216,6	2.164,7
nov.	29.443,2	16.723,7	944,9	10.110,1	5.668,7	3.851,1	1.212,2	892,8	1.746,1	99,2	1.296,4	5.023,7	215,4	2.233,6
dic. <sup>(p)</sup>	29.385,8	16.876,9	956,3	10.145,7	5.774,9	3.882,1	1.194,3	950,6	1.737,3	93,7	1.310,7	4.868,9	207,5	2.146,0

#### 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.	1.805,1	665,5	570,0	48,2	24,1	497,7	-	0,1	226,0	53,9	289,6
dic. <sup>(p)</sup>	2.048,0	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,3	66,0	331,9
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	120,8	8.319,3	5.602,6	801,7	4.576,7	1.567,7	4.539,0	2.633,8
set.	28.476,1	-	14.250,3	144,3	8.408,9	5.697,1	776,7	4.577,4	1.589,5	4.527,3	2.755,0
ott.	29.163,4	-	14.624,8	129,4	8.631,1	5.864,2	782,6	4.649,3	1.643,3	4.629,7	2.833,6
nov.	29.443,2	-	14.803,9	151,6	8.692,9	5.959,4	795,9	4.654,5	1.641,0	4.636,5	2.911,3
dic. <sup>(p)</sup>	29.385,8	-	15.077,5	128,2	8.872,2	6.077,0	754,7	4.639,3	1.678,8	4.531,2	2.704,4

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	783,0	854,2	5.278,3	214,0	2.218,2
set.	21.691,7	10.760,0	810,8	9.949,2	2.241,4	1.434,2	807,3	857,8	5.247,3	218,7	2.366,4
ott.	22.241,1	10.989,8	961,8	10.028,0	2.314,8	1.434,4	880,4	914,8	5.365,5	232,2	2.424,0
nov.	22.441,2	11.073,4	962,7	10.110,7	2.330,3	1.435,5	894,8	905,5	5.391,6	231,0	2.509,5
dic. <sup>(p)</sup>	22.293,9	11.120,4	974,1	10.146,4	2.371,8	1.419,2	952,6	905,1	5.242,6	222,9	2.431,1
<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	101,6	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.	312,8	111,8	0,1	111,7	14,7	-10,9	25,6	2,9	31,2	4,7	147,5
ott.	368,3	77,4	-3,2	80,6	46,1	6,3	39,7	47,7	149,9	4,8	42,5
nov.	261,1	88,1	0,9	87,2	14,0	-1,2	15,2	-5,4	80,7	-1,3	84,8
dic. <sup>(p)</sup>	-138,1	55,8	11,4	44,4	44,4	-13,6	58,0	-0,4	-145,3	-8,0	-84,7

**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	-4,0
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	173,7	8.336,8	706,1	2.807,8	1.368,3	4.585,9	2.884,2	-19,3
set.	21.691,7	610,4	196,0	8.428,0	680,7	2.811,0	1.395,1	4.575,5	3.023,4	-28,6
ott.	22.241,1	613,5	184,3	8.654,0	684,1	2.868,3	1.461,1	4.681,5	3.111,3	-16,9
nov.	22.441,2	618,6	199,8	8.717,0	696,7	2.866,9	1.458,5	4.690,4	3.200,9	-7,6
dic. <sup>(p)</sup>	22.293,9	638,5	152,1	8.891,3	661,0	2.860,5	1.494,1	4.597,2	3.036,3	-37,1
<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	4,6	19,7	58,4	-48,8	15,8
ago.	-11,9	-2,3	-6,3	-10,4	-6,9	32,6	3,8	40,2	-34,8	-27,7
set.	312,8	-0,1	22,3	103,8	-26,2	21,5	21,9	55,4	113,5	0,8
ott.	368,3	3,1	-16,5	76,3	13,7	15,2	41,7	136,1	76,8	22,0
nov.	261,1	5,1	15,5	67,6	11,6	6,7	4,7	48,6	86,2	15,0
dic. <sup>(p)</sup>	-138,1	19,9	-47,7	174,9	-35,9	-4,3	38,1	-84,9	-169,5	-28,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

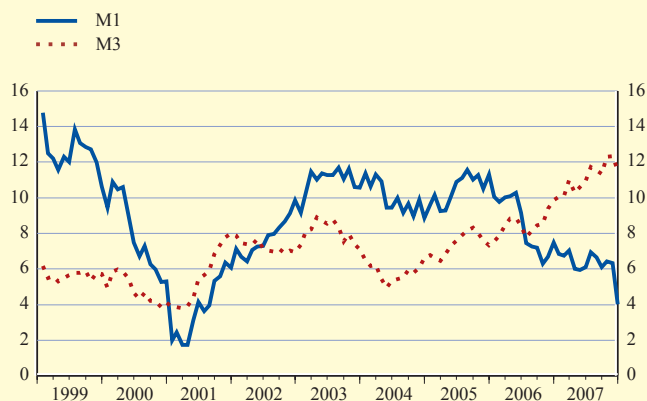
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	425,8
2006	3.676,6	2.953,1	6.629,7	1.102,1	7.731,8	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	636,8
2007 1° trim.	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,3	8.002,0	-	5.604,1	2.301,4	10.978,1	9.444,7	755,9
2° trim.	3.785,4	3.170,7	6.956,1	1.228,3	8.184,4	-	5.728,2	2.297,9	11.324,9	9.684,5	728,3
2007 lug.	3.809,3	3.228,3	7.037,7	1.235,6	8.273,3	-	5.765,5	2.286,4	11.436,7	9.782,9	728,5
ago.	3.823,5	3.273,7	7.097,2	1.243,3	8.340,5	-	5.795,9	2.265,6	11.553,5	9.888,8	696,4
set.	3.821,2	3.316,7	7.138,0	1.260,0	8.398,0	-	5.799,1	2.253,5	11.648,0	9.958,2	666,9
ott.	3.836,2	3.421,1	7.257,3	1.273,2	8.530,4	-	5.916,4	2.400,9	11.856,7	10.045,4	668,1
nov.	3.859,7	3.447,7	7.307,4	1.312,9	8.620,3	-	5.911,2	2.389,1	11.918,3	10.106,8	695,8
dic. <sup>(p)</sup>	3.826,5	3.505,3	7.331,8	1.310,4	8.642,2	-	5.976,2	2.417,8	12.027,9	10.155,9	626,4
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.	37,9	108,0	146,0	32,1	178,0	-	123,9	-0,1	354,9	255,6	-27,0
2007 lug.	24,7	58,8	83,4	7,9	91,4	-	42,1	-11,8	119,5	101,4	3,0
ago.	13,8	45,1	58,9	10,5	69,4	-	27,4	-21,9	118,9	106,4	-32,4
set.	0,6	47,4	48,0	19,7	67,7	-	18,0	-11,0	107,2	81,3	-33,2
ott.	16,3	73,5	89,7	22,1	111,9	-	48,5	-1,0	167,5	89,1	2,9
nov.	24,6	28,7	53,3	39,2	92,6	-	11,0	-14,0	70,9	65,9	42,6
dic. <sup>(p)</sup>	-33,6	58,1	24,5	-2,5	22,0	-	70,1	31,3	118,7	57,9	-73,9
Variazioni percentuali											
2005 dic.	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1
2006 dic.	7,5	11,7	9,3	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,2
2007 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.	7,0	15,0	10,5	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	11,5	11,5	9,3	-4,1	11,8	11,2	242,9
set.	6,1	15,4	10,2	17,9	11,3	11,7	9,0	-4,3	11,7	11,0	201,9
ott.	6,4	17,0	11,2	19,1	12,3	12,0	9,1	-4,0	12,4	11,3	188,9
nov.	6,3	16,7	11,0	20,7	12,3	12,1	8,6	-4,2	12,2	11,1	152,6
dic. <sup>(p)</sup>	4,0	17,7	10,1	20,0	11,5	.	9,0	-2,3	12,7	11,1	8,9

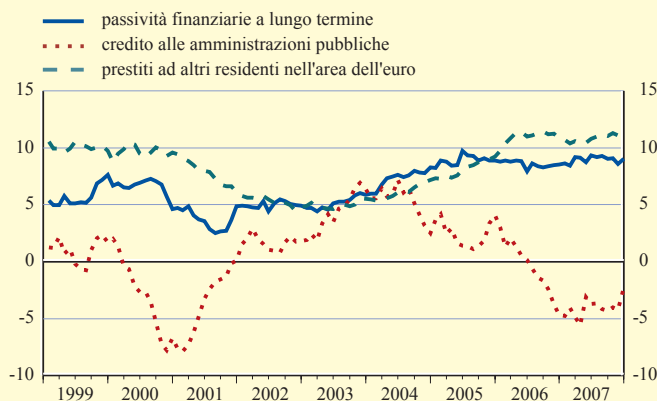
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(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>

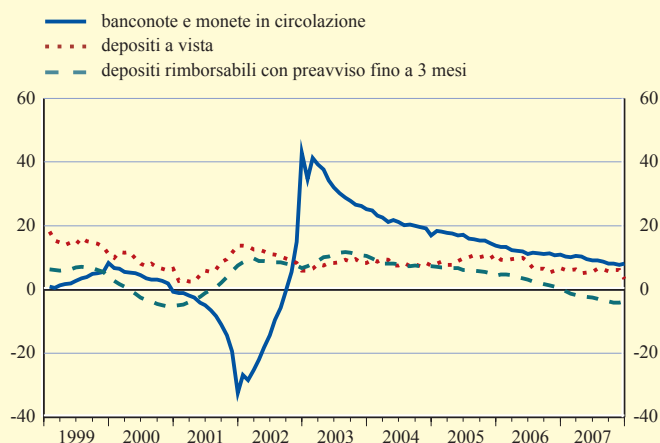
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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	3.186,2	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	3.204,7	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	3.215,3	1.762,9	1.510,8	287,0	695,4	260,8	2.550,2	111,1	1.767,8	1.366,8
set.	610,6	3.210,6	1.808,2	1.508,5	298,0	679,6	282,4	2.528,7	113,0	1.769,6	1.387,9
ott.	617,8	3.218,4	1.883,7	1.537,4	288,7	684,7	299,8	2.558,8	120,6	1.780,6	1.456,5
nov.	618,8	3.240,9	1.914,3	1.533,4	300,4	700,1	312,4	2.547,9	120,5	1.781,0	1.461,9
dic. <sup>(p)</sup>	627,0	3.199,5	1.970,8	1.534,5	312,7	680,4	317,3	2.550,4	119,9	1.812,4	1.493,6
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	30,9	118,5	-10,5	3,4	28,3	0,4	62,8	1,7	52,9	6,5
2007 lug.	5,5	19,2	65,4	-6,6	5,6	5,2	-2,8	9,3	1,2	16,5	15,1
ago.	3,6	10,2	53,2	-8,2	-3,6	-9,8	24,0	17,9	0,5	2,9	6,1
set.	2,4	-1,8	49,5	-2,1	14,3	-16,6	22,0	-3,7	1,9	3,8	16,1
ott.	7,2	9,1	83,9	-10,4	-9,3	15,4	16,0	-10,4	0,8	13,7	44,5
nov.	1,0	23,6	32,6	-3,9	11,8	14,4	13,0	-3,4	-0,1	1,7	12,7
dic. <sup>(p)</sup>	8,2	-41,8	57,0	1,1	12,3	-19,9	5,1	4,6	-0,7	31,9	34,2
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	6,5	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	45,0	10,7	15,4	9,5	5,9
set.	8,2	5,7	38,2	-3,6	11,7	9,4	55,7	10,0	15,1	9,0	6,8
ott.	8,1	6,1	41,8	-4,2	12,7	11,4	51,4	8,6	13,8	8,9	9,6
nov.	7,7	6,1	40,4	-4,1	16,0	11,0	57,9	7,3	11,5	8,4	10,7
dic. <sup>(p)</sup>	8,2	3,2	41,4	-3,6	15,7	9,2	60,2	6,1	9,7	9,9	13,2

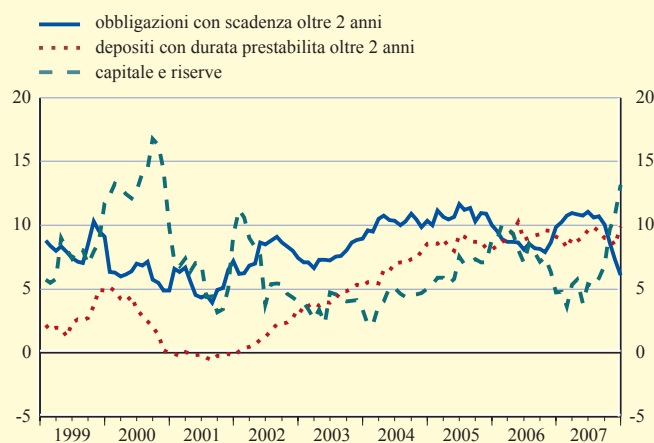
### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(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>

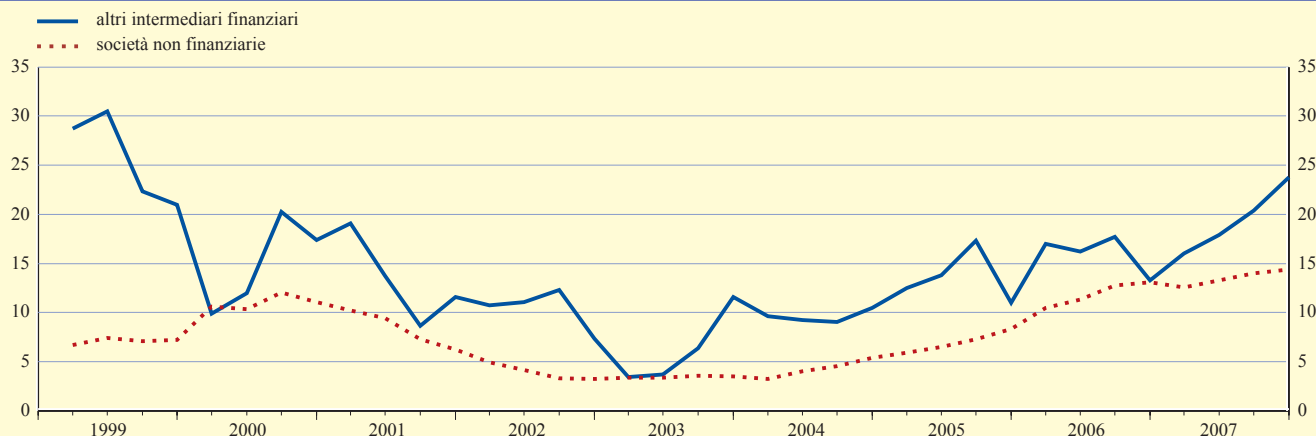
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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
3° trim.	112,0	87,7	852,8	534,2	4.231,6	1.248,1	815,1	2.168,4
2007 ott.	115,5	90,3	867,0	528,9	4.272,6	1.246,5	831,8	2.194,4
nov.	108,8	83,3	875,3	531,0	4.326,6	1.267,0	842,2	2.217,4
dic. <sup>(p)</sup>	95,9	70,3	859,0	520,8	4.383,2	1.276,3	856,4	2.250,6
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
3° trim.	1,7	4,4	56,5	36,3	129,3	25,7	39,6	64,0
2007 ott.	3,6	2,6	15,9	-4,2	39,4	-0,9	16,3	23,9
nov.	-6,6	-6,9	9,6	3,9	57,2	20,8	12,5	23,9
dic. <sup>(p)</sup>	-12,9	-13,0	-15,2	-9,7	59,6	10,1	16,2	33,3
Variazioni percentuali								
2005 dic.	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 dic.	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 mar.	20,4	26,1	16,0	19,6	12,6	9,9	18,7	12,1
giu.	30,7	40,6	17,9	20,4	13,3	11,1	20,1	12,2
set.	25,6	40,0	20,4	23,0	14,0	12,6	20,5	12,5
2007 ott.	30,2	46,4	23,1	22,7	13,9	11,5	21,1	12,8
nov.	14,9	22,9	23,5	23,7	14,0	11,6	21,2	12,8
dic. <sup>(p)</sup>	16,4	27,9	23,8	25,7	14,4	12,7	21,8	12,7

### 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>

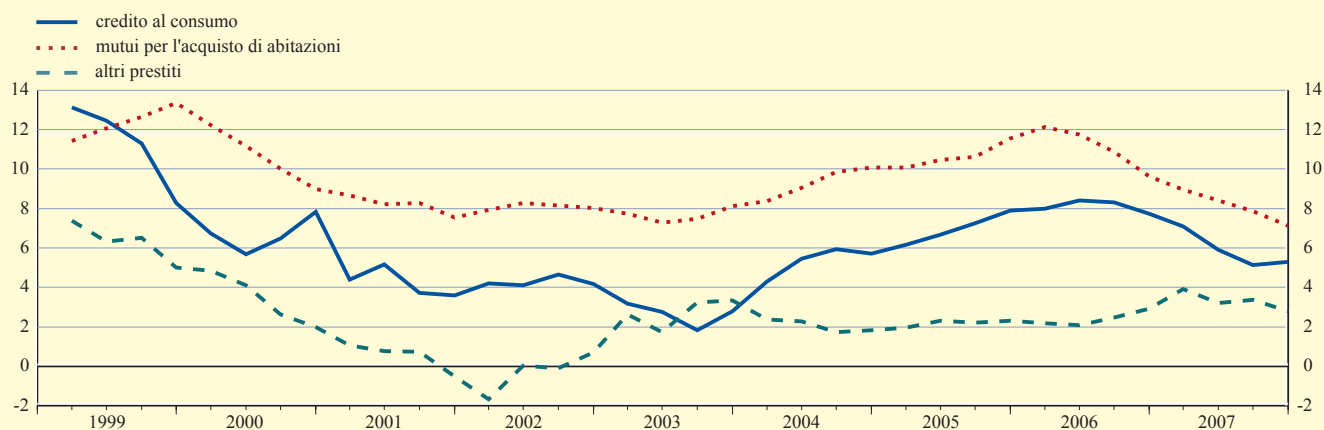
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 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
Consistenze													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,5	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.	4.752,3	607,3	134,1	203,1	270,1	3.392,3	16,1	73,4	3.302,9	752,7	146,6	104,2	501,9
ott.	4.772,2	613,2	136,0	203,9	273,3	3.407,1	16,0	73,7	3.317,4	751,8	145,4	104,2	502,3
nov.	4.799,4	613,9	132,9	205,1	275,9	3.427,5	15,9	73,6	3.338,0	757,9	150,1	104,6	503,2
dic. <sup>(p)</sup>	4.807,5	617,6	136,0	205,4	276,2	3.436,7	16,0	73,7	3.347,1	753,2	147,4	103,7	502,2
Transazioni													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,6	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.	24,4	1,0	-0,7	-1,2	2,9	19,5	0,2	0,3	19,0	3,9	2,7	0,1	1,1
ott.	21,7	5,8	2,0	0,9	2,8	15,8	-0,1	0,3	15,5	0,1	-1,0	0,3	0,9
nov.	27,0	0,0	-3,0	0,9	2,1	20,6	0,0	0,0	20,6	6,5	4,8	0,5	1,2
dic. <sup>(p)</sup>	12,8	4,8	3,4	0,8	0,6	10,1	0,2	0,1	9,9	-2,1	-2,7	-0,1	0,7
Variazioni percentuali													
2005 dic.	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 dic.	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	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	0,5	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	3,9	-0,5	10,5	7,9	7,1	4,4	8,0	3,4	1,0	5,3	3,7
ott.	6,8	5,6	4,2	0,0	11,0	7,9	8,9	4,4	7,9	3,2	0,8	5,1	3,5
nov.	6,5	5,1	1,6	0,0	11,3	7,6	6,8	4,6	7,7	3,1	1,3	4,7	3,3
dic. <sup>(p)</sup>	6,2	5,3	1,3	1,5	10,5	7,1	6,6	3,0	7,2	2,8	0,8	4,0	3,1

### 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>

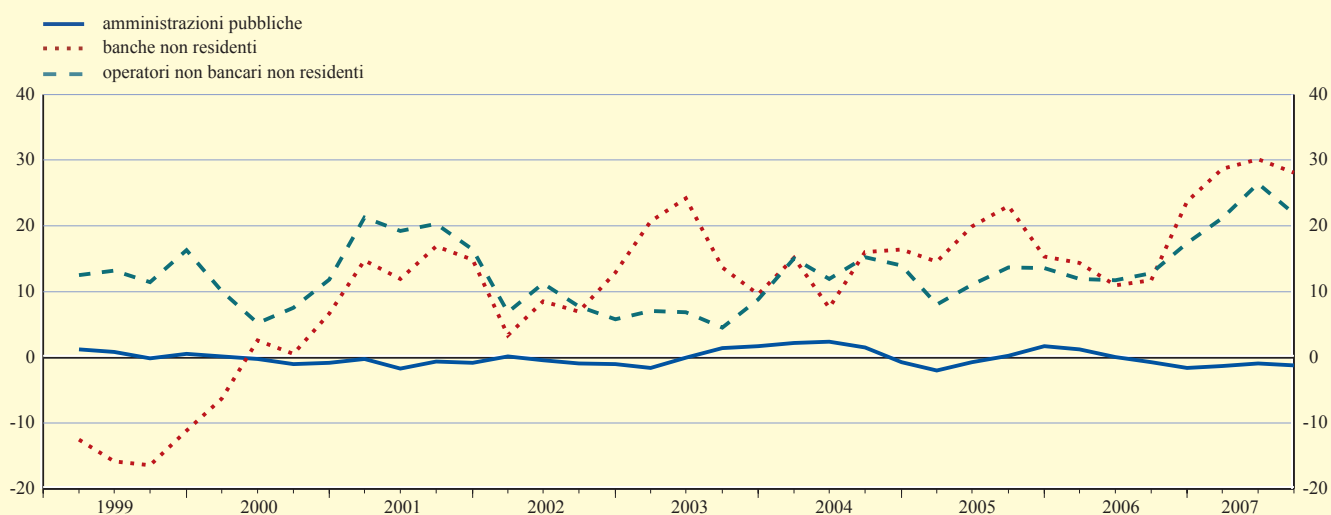
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 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>	793,0	92,4	213,9	447,8	39,1	3.301,6	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	1,3	87,7
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,6	0,0	129,6
2007 1° trim.	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-2,7	53,5
2° trim.	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,3	79,6	55,7	1,8	53,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	-5,1	-3,2	-5,0	1,7	1,5	76,2	57,5	18,5	-0,2	18,6
<b>Variazioni percentuali</b>										
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	2,0	14,9
2006 dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 mar.	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,2	-0,9	23,2
giu.	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,5	-5,2	29,4
set. <sup>(p)</sup>	-1,2	-8,2	-6,3	2,3	9,7	26,2	28,1	21,9	-4,2	24,2

### 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)

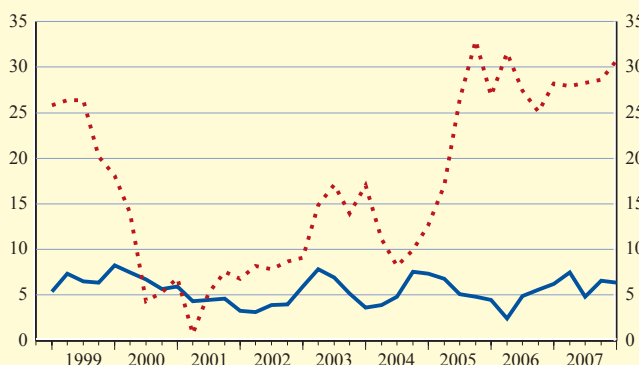
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	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
3° trim.	676,6	67,9	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.391,8	331,7	305,9	580,9	13,0	0,8	159,5
2007 ott.	695,9	73,7	73,9	524,6	0,8	1,1	21,8	1.430,8	323,4	339,6	599,9	12,4	0,8	154,6
nov.	691,7	69,0	76,6	524,6	0,8	1,1	19,6	1.452,4	340,3	327,9	607,1	11,7	0,9	164,4
dic. <sup>4)</sup>	687,8	70,9	68,8	525,2	0,8	1,1	20,9	1.481,6	322,9	347,9	652,8	12,2	0,3	145,4
<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
3° trim.	22,9	3,0	5,1	13,1	0,0	-0,1	1,8	50,0	12,0	19,8	7,9	1,6	0,6	8,2
2007 ott.	19,4	5,9	11,1	1,6	0,0	0,0	0,8	41,4	-7,7	34,5	19,9	-0,5	0,0	-4,8
nov.	-2,9	-4,6	2,5	1,4	0,0	0,0	-2,2	21,3	17,6	-12,8	7,3	-0,7	0,0	9,9
dic. <sup>4)</sup>	-4,0	1,9	-7,8	0,6	0,0	0,0	1,3	29,7	-17,3	20,1	46,0	0,5	-0,5	-19,0
<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
set.	6,5	1,5	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,6	20,7	31,1	38,5	29,0	-	11,0
2007 ott.	9,5	11,5	53,5	6,9	-19,8	-	-22,0	32,3	23,2	43,7	37,0	23,1	-	15,1
nov.	9,3	8,2	51,7	7,3	-18,8	-	-28,0	30,2	24,0	35,2	34,5	9,0	-	21,2
dic. <sup>4)</sup>	6,4	0,9	20,5	6,8	-22,4	-	-16,3	30,7	15,3	39,4	39,1	15,9	-	17,7

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



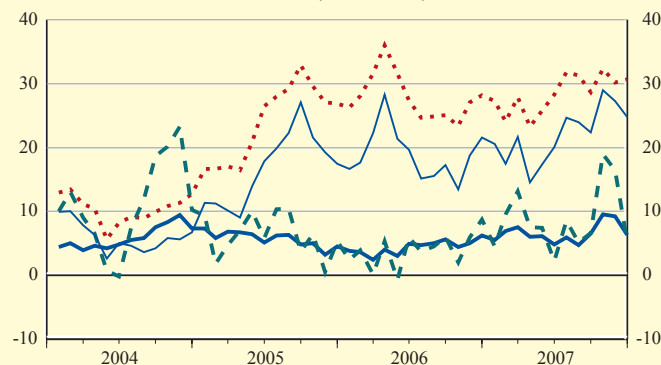
Fonte: BCE.

- 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>

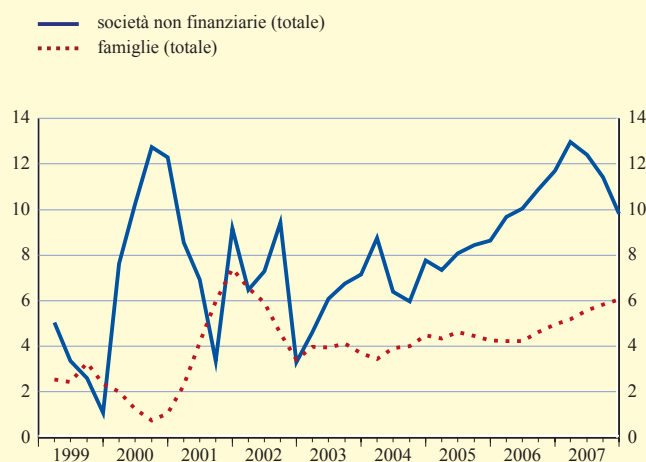
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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
3° trim.	1.405,0	844,6	438,8	64,1	31,6	1,4	24,3	4.706,3	1.754,3	886,5	565,7	1.308,0	107,9	84,0
2007 ott.	1.415,3	836,7	460,1	63,8	29,0	1,4	24,2	4.855,0	1.730,3	927,5	559,5	1.442,3	109,0	86,3
nov.	1.429,3	850,9	460,2	61,3	31,3	1,4	24,2	4.876,6	1.734,2	954,1	556,3	1.434,7	110,0	87,3
dic. <sup>4)</sup>	1.467,8	880,0	474,1	59,5	29,2	1,4	23,7	4.988,9	1.777,8	994,7	560,8	1.457,5	111,1	87,1
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
3° trim.	23,3	-15,6	48,0	-2,6	-4,4	0,1	-2,0	29,5	-31,1	85,3	-11,6	-21,0	1,7	6,3
2007 ott.	10,9	-7,4	20,7	-0,3	-1,9	-0,1	-0,2	2,6	-23,9	40,4	-4,5	-12,9	1,1	2,4
nov.	17,3	14,3	3,1	-2,4	2,3	0,0	0,0	21,9	4,0	26,9	-3,4	-7,5	1,0	1,0
dic. <sup>4)</sup>	38,7	28,9	14,0	-1,6	-2,2	0,0	-0,5	112,2	43,4	40,7	4,5	22,8	1,1	-0,2
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
set.	11,4	7,1	32,5	-8,8	-28,4	-26,9	-2,9	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
2007 ott.	11,5	7,4	31,2	-9,2	-30,7	-31,9	-3,0	5,8	1,8	46,6	-7,4	-4,1	14,6	29,1
nov.	11,5	6,7	32,7	-11,7	-24,4	-31,8	1,8	6,0	1,8	47,2	-7,5	-4,0	12,5	27,5
dic. <sup>4)</sup>	9,8	3,5	34,6	-11,8	-26,9	-31,6	-4,5	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4

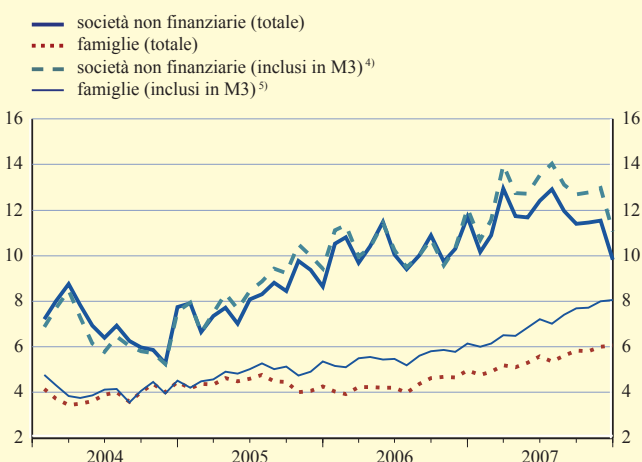
### F10 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

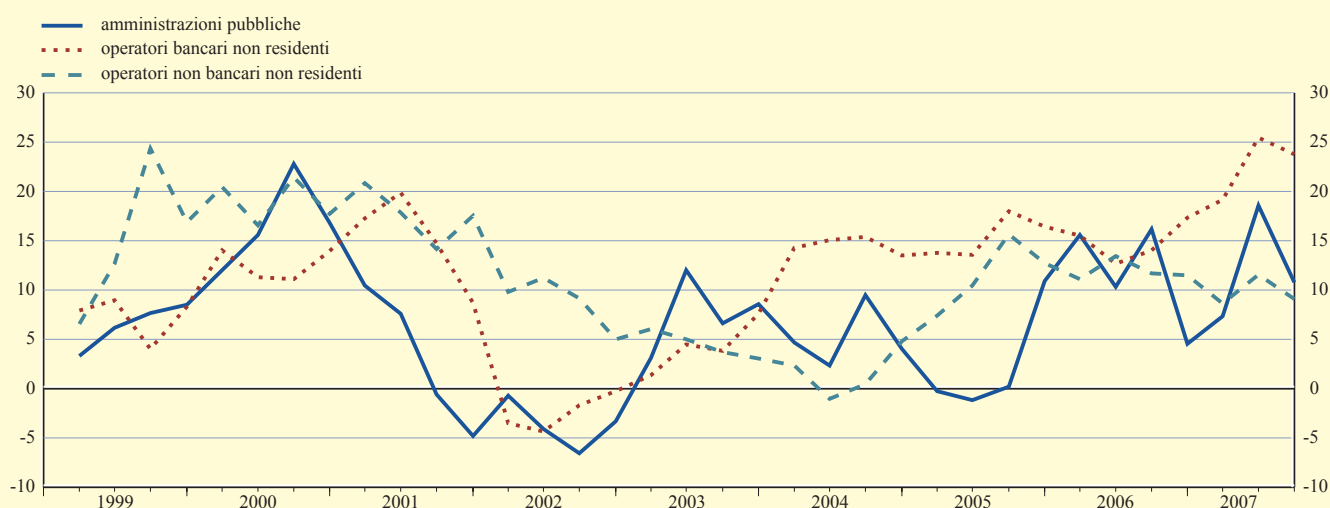
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

**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>	373,5	144,3	60,0	97,5	71,7	3.875,5	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	17,8	70,5
2006	14,2	-24,5	7,0	8,7	22,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007 1° trim.	7,8	14,1	-3,3	-3,3	0,2	256,6	237,2	19,4	4,2	15,2
2° trim.	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,7	136,1	41,6	5,7	35,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	-7,3	-26,1	16,1	2,3	0,4	128,7	103,9	23,1	10,4	12,7
<b>Variazioni percentuali</b>										
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 dic.	4,5	-16,5	18,4	10,8	51,3	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 mar.	7,3	-6,3	10,4	12,3	38,6	16,4	19,2	8,6	5,8	9,1
giu.	18,5	21,9	10,5	12,2	25,3	21,8	25,4	11,5	8,9	12,0
set. <sup>(p)</sup>	10,7	-3,5	44,0	13,6	19,0	20,0	23,8	9,1	12,9	8,4

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

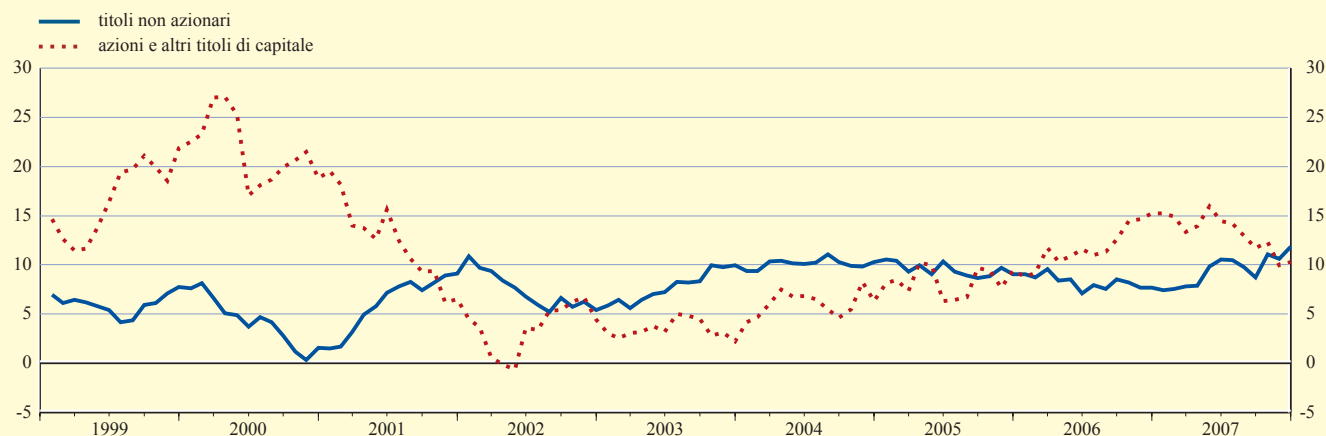
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 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.	4.973,7	1.646,4	82,1	1.200,2	14,7	769,3	35,7	1.225,3	1.607,5	412,5	844,6	350,3
ott.	5.092,8	1.656,3	85,1	1.199,4	14,7	840,0	38,3	1.259,1	1.655,7	406,5	901,4	347,8
nov.	5.126,6	1.664,3	81,9	1.197,6	14,6	858,9	33,9	1.275,5	1.644,0	404,0	892,4	347,6
dic. <sup>(p)</sup>	5.114,9	1.653,5	83,8	1.177,7	16,6	917,3	33,3	1.232,8	1.653,9	418,5	892,2	343,2
<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	-3,5	0,8	-13,0	0,0	22,5	3,0	-14,4	19,4	6,3	3,0	10,1
ott.	147,1	50,9	3,9	5,6	0,2	36,7	3,1	46,8	39,3	-6,2	47,7	-2,1
nov.	48,6	7,6	-1,8	-3,7	0,1	19,1	-3,8	31,1	-3,7	-1,9	-5,4	3,6
dic. <sup>(p)</sup>	-2,4	-10,2	2,6	-18,4	2,2	58,8	-0,7	-36,6	12,3	16,0	-0,3	-3,4
<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	6,3	27,2	-9,8	-5,7	31,4	49,2	21,1	11,7	19,2	3,9	25,3
ott.	11,0	8,8	32,2	-8,7	-3,6	34,7	54,1	23,3	12,3	17,1	7,6	20,1
nov.	10,6	8,3	25,4	-9,1	-5,2	36,1	41,7	22,2	9,9	7,6	6,3	23,6
dic. <sup>(p)</sup>	11,9	8,8	25,3	-6,3	10,6	43,0	32,9	17,8	10,3	11,0	7,5	17,0

## 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.	-0,7	-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.	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,1	-0,3
dic. <sup>(p)</sup>	-1,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,9	-0,1	0,0	-0,8	-2,6	-0,1	-0,7	-1,8

**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.	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
dic. <sup>(p)</sup>	-3,4	-0,7	-1,8	-0,8	-1,0	-0,7	-0,3

**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.	-0,8	0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,6	0,6	-1,0	0,5	1,0
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.	-0,7	-0,7	0,0	2,0	0,0	-0,1	-0,1	-1,8	-8,0	-0,5	-3,6	-3,8
dic. <sup>(p)</sup>	-4,9	-0,8	0,0	-1,5	0,0	-0,3	-0,1	-2,0	-2,5	-0,8	-0,7	-1,0

Fonte: BCE.

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

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

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

## 2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <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>	5.697,4	91,2	8,8	5,4	0,4	1,3	0,9	8.553,2	96,0	4,0	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>	4.862,4	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>	5.430,4	-	-	-	-	-	10.741,6	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>	1.728,4	95,3	4,7	2,3	0,3	0,2	2.020,0	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 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.	5.713,3	332,4	2.031,8	181,0	1.850,8	2.068,9	718,7	188,9	372,7
2° trim.	5.989,0	346,2	2.044,3	192,9	1.851,5	2.216,1	784,0	182,0	416,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.895,2	361,8	2.013,8	186,9	1.826,9	2.172,1	769,5	181,0	397,0

### 2. Passività

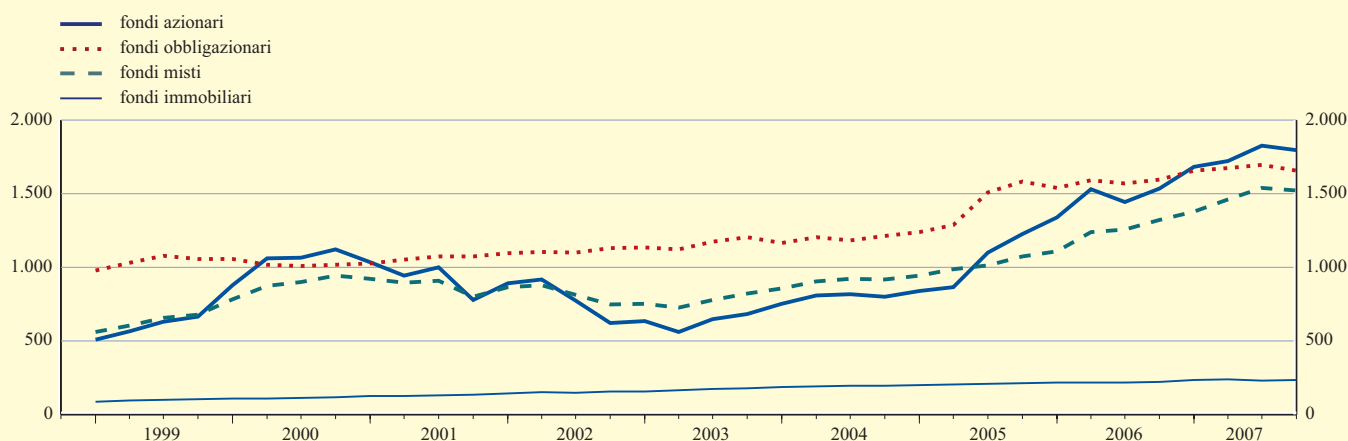
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2006 2° trim.	5.137,9	76,4	4.789,5	272,0
3° trim.	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
4° trim.	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 1° trim.	5.713,3	82,2	5.349,7	281,8
2° trim.	5.989,0	85,9	5.586,9	316,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.895,2	81,8	5.497,6	316,2

### 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 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.	5.713,3	1.723,2	1.674,9	1.459,3	238,4	617,5	4.372,7	1.340,5
2° trim.	5.989,0	1.824,8	1.693,4	1.539,2	230,9	700,7	4.577,2	1.411,8
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.895,2	1.797,2	1.655,7	1.522,5	234,4	685,3	4.466,5	1.428,7

## F14 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 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.	1.824,8	60,9	67,9	27,4	40,4	1.546,2	84,0	-	65,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.797,2	73,3	68,6	26,7	41,9	1.504,8	82,2	-	68,4
<b>Fondi obbligazionari</b>									
2006 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.	1.693,4	114,9	1.346,7	99,5	1.247,2	62,9	55,7	-	113,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.655,7	109,9	1.319,4	96,9	1.222,5	62,7	53,2	-	110,5
<b>Fondi misti</b>									
2006 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.	1.539,2	84,0	529,2	50,2	479,0	398,9	346,4	0,9	179,8
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.522,5	86,0	523,0	46,3	476,7	405,2	343,9	0,5	163,9
<b>Fondi immobiliari</b>									
2006 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.	230,9	18,8	6,6	1,9	4,7	2,0	10,0	180,4	12,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	234,4	20,7	6,3	1,5	4,8	2,0	13,1	179,5	12,8

**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 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.	4.372,7	274,3	1.420,9	1.693,5	529,0	155,6	299,5
2° trim.	4.577,2	280,9	1.432,0	1.816,8	576,5	147,3	323,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.466,5	289,0	1.376,8	1.788,2	563,2	143,3	306,0
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
2006 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.	1.340,5	58,0	610,8	375,4	189,7	33,3	73,2
2° trim.	1.411,8	65,3	612,4	399,3	207,6	34,7	92,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.428,7	72,8	637,0	383,9	206,3	37,7	91,0

Fonte: BCE.



## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

### 3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>3° trim. 2007</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						496,8
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-24,7
<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	1.015,7	106,6	646,7	50,7	211,7	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	27,0	6,4	13,9	3,4	3,3	
Consumo di capitale fisso	318,6	86,9	179,2	11,2	41,4	
Margine operativo lordo e reddito misto <sup>1)</sup>	609,5	292,0	289,4	28,6	-0,6	
<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	776,9	50,9	284,2	378,1	63,7	127,8
Interessi	471,5	48,5	78,2	281,2	63,6	80,3
Altri redditi da capitale	305,3	2,4	206,1	96,9	0,0	47,5
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	1.880,9	1.499,6	117,6	55,2	208,5	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	265,7	199,0	55,5	10,9	0,3	2,0
Contributi sociali	386,5	386,5				1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	390,7	1,3	15,3	23,4	350,6	0,7
Altri trasferimenti correnti	176,8	68,4	22,8	45,0	40,7	7,8
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	43,0	32,7	8,8	0,9	0,7	1,0
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	42,9			42,9		0,7
Altro	90,9	35,7	14,0	1,2	40,0	6,0
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	1.858,1	1.318,4	50,7	58,4	430,6	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.686,3	1.262,8			423,5	
Spese per consumi individuali	1.520,7	1.262,8			257,9	
Spese per consumi collettivi	165,6				165,6	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16,3	0,0	2,1	14,3	0,0	0,1
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	171,8	71,9	48,6	44,1	7,1	-0,9
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	489,6	162,1	260,6	11,1	55,7	
Investimenti fissi lordi	478,4	159,9	252,1	10,8	55,6	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	11,1	2,2	8,6	0,3	0,2	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,5	0,1	0,4	0,1	0,0	-0,5
Trasferimenti in conto capitale	33,2	8,9	1,5	1,9	20,8	4,6
Imposte in conto capitale	5,9	5,6	0,3	0,0	0,0	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	27,3	3,3	1,3	1,9	20,8	4,6
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	2,6	-3,4	-19,4	43,1	-17,6	-2,6
Discrepanza statistica	0,0	10,2	-10,2	0,0	0,0	0,0

Fonti: BCE e Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						472,1
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	1.970,8	491,9	1.129,2	93,9	255,8	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	229,7					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.200,5					
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	609,5	292,0	289,4	28,6	-0,6	
Redditi da lavoro dipendente	1.016,6	1.016,6				3,2
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	255,8				255,8	1,0
Redditi da capitale	775,9	241,8	112,4	404,6	17,0	128,8
Interessi	464,2	73,5	42,9	341,4	6,3	87,6
Altri redditi da capitale	311,7	168,3	69,5	63,2	10,7	41,1
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	1.880,9	1.499,6	117,6	55,2	208,5	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	267,0				267,0	0,7
Contributi sociali	386,5	1,0	16,6	38,5	330,4	1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	388,5	388,5				2,9
Altri trasferimenti correnti	155,0	84,6	10,2	44,1	16,2	29,6
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	42,9			42,9		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	42,4	34,0	7,3	0,9	0,3	1,2
Altro	69,7	50,5	2,9	0,4	15,9	27,2
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	1.858,1	1.318,4	50,7	58,4	430,6	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16,4	16,4				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	171,8	71,9	48,6	44,1	7,1	-0,9
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	318,6	86,9	179,2	11,2	41,4	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	35,5	8,8	15,3	0,8	10,5	2,4
Imposte in conto capitale	5,9				5,9	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	29,6	8,8	15,3	0,8	4,6	2,4
<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>3° trim. 2007</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		17.772,4	14.345,0	21.322,7	10.123,0	6.175,6	2.918,9	14.719,8
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				177,5				
Banconote, monete e depositi		5.449,6	1.669,8	2.426,5	1.445,4	761,0	623,9	3.944,1
Titoli di debito a breve termine		44,8	136,5	111,2	319,4	238,2	32,4	782,0
Titoli di debito a lungo termine		1.262,9	255,7	3.520,1	1.857,7	1.944,9	207,6	2.319,7
Prestiti		35,0	1.779,9	11.485,6	1.360,2	357,9	356,7	1.504,7
<i>di cui a lungo termine</i>		18,5	983,9	8.619,0	1.037,7	295,7	314,5	.
Azioni e altre partecipazioni		5.546,1	7.810,2	1.905,7	4.885,3	2.432,7	1.144,9	5.430,5
Azioni quotate		1.301,1	1.993,0	749,3	2.545,1	860,0	441,1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.541,5	5.406,5	872,6	1.615,6	482,1	555,3	.
Quote di fondi di investimento		1.703,5	410,7	283,8	724,5	1.090,6	148,4	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.083,1	134,0	1,9	0,0	150,6	3,1	190,7
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		350,9	2.558,8	1.694,1	255,1	290,2	550,4	548,2
<b>Ricchezza finanziaria netta</b>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni attività finanziarie		72,1	163,1	372,3	181,7	59,3	-29,6	455,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-1,1				1,1
Banconote, monete e depositi		35,4	13,9	78,7	50,0	23,8	-44,6	126,9
Titoli di debito a breve termine		11,3	9,9	-3,2	-16,5	-3,9	8,8	15,7
Titoli di debito a lungo termine		-7,1	-21,1	-8,6	40,2	25,8	5,3	52,4
Prestiti		0,2	50,0	267,1	137,8	-2,1	1,0	210,8
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,1	30,1	190,5	151,4	5,1	1,1	.
Azioni e altre partecipazioni		-2,5	78,8	-7,6	-12,6	8,5	0,3	37,9
Azioni quotate		-9,6	29,5	-20,9	34,3	2,3	-3,3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		28,5	83,7	16,8	-27,3	8,7	-1,2	.
Quote di fondi di investimento		-21,4	-34,4	-3,5	-19,6	-2,6	4,7	.
Riserve tecniche di assicurazione		42,3	0,7	0,0	0,0	1,4	0,0	11,2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-7,5	30,8	46,9	-17,3	5,8	-0,4	-0,3
<b>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-242,1	-207,3	-79,1	-90,6	-29,2	-7,8	-118,8
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				15,3				
Banconote, monete e depositi		-0,3	-2,4	-38,9	-6,7	0,2	0,0	-77,9
Titoli di debito a breve termine		-1,2	-4,9	-1,1	0,3	-1,8	-0,1	-0,5
Titoli di debito a lungo termine		14,7	4,1	-31,9	20,4	-13,2	3,0	0,4
Prestiti		-0,1	-5,9	-38,9	-1,9	-1,7	0,1	-26,9
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,1	-3,8	-16,2	-4,1	-0,4	-0,1	.
Azioni e altre partecipazioni		-243,6	-200,1	-13,8	-98,8	-28,8	-10,3	-25,8
Azioni quotate		-80,0	-122,1	-15,2	-53,4	-9,5	-14,5	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-147,3	-73,8	8,1	-38,4	-11,2	7,4	.
Quote di fondi di investimento		-16,2	-4,2	-6,8	-7,0	-8,0	-3,1	.
Riserve tecniche di assicurazione		-12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,6
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		0,8	2,0	30,4	-3,9	16,1	-0,5	3,4
<b>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		17.602,4	14.300,8	21.615,8	10.214,2	6.205,7	2.881,5	15.055,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				191,7				
Banconote, monete e depositi		5.484,8	1.681,3	2.466,3	1.488,8	785,0	579,3	3.993,0
Titoli di debito a breve termine		54,8	141,6	106,9	303,2	232,5	41,1	797,2
Titoli di debito a lungo termine		1.270,5	238,7	3.479,6	1.918,4	1.957,5	215,9	2.372,5
Prestiti		35,1	1.823,9	11.713,7	1.496,1	354,2	357,8	1.688,6
<i>di cui a lungo termine</i>		18,4	1.010,2	8.793,4	1.185,0	300,4	315,5	.
Azioni e altre partecipazioni		5.300,1	7.688,9	1.884,3	4.773,9	2.412,4	1.134,9	5.442,6
Azioni quotate		1.211,5	1.900,4	713,2	2.526,1	852,9	423,3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.422,7	5.416,3	897,5	1.549,9	479,6	561,5	.
Quote di fondi di investimento		1.665,9	372,2	273,6	697,9	1.079,9	150,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.112,9	134,8	2,0	0,0	152,0	3,1	210,4
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		344,2	2.591,7	1.771,4	233,8	312,1	549,4	551,2
<b>Ricchezza finanziaria netta</b>								

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>3° trim. 2007</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		5.709,4	23.478,2	21.660,9	10.046,3	6.315,1	6.767,3	13.222,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			26,6	13.022,9	221,4	3,8	328,0	2.717,5
Titoli di debito a breve termine			304,9	372,0	78,9	0,2	655,7	253,0
Titoli di debito a lungo termine			438,0	2.674,8	1.422,1	25,2	4.311,6	2.496,9
Prestiti		5.195,5	6.608,5		1.336,6	193,6	1.079,4	2.466,3
<i>di cui a lungo termine</i>		4.879,2	4.426,7		612,0	73,9	919,3	
Azioni e altre partecipazioni			13.416,1	3.399,8	6.761,4	688,5	5,6	4.884,1
Azioni quotate			5.061,3	1.121,1	363,2	338,1	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			8.354,8	1.222,9	935,0	349,8	5,6	
Quote di fondi di investimento				1.055,8	5.463,3			
Riserve tecniche di assicurazione		32,7	333,9	53,6	0,6	5.142,2	0,5	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		481,2	2.350,3	2.137,9	225,3	261,6	386,4	405,0
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.319,6	12.063,0	-9.133,3	-338,2	76,7	-139,5	-3.848,4	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		65,4	192,6	354,6	157,0	58,6	-12,0	458,2
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	245,5	-8,5	0,1	2,3	44,8
Titoli di debito a breve termine			-11,0	40,4	7,4	0,3	2,6	-17,6
Titoli di debito a lungo termine			-2,3	35,9	12,3	0,1	-5,0	45,9
Prestiti		82,5	168,6		171,1	8,3	-1,4	235,5
<i>di cui a lungo termine</i>		85,5	130,9		135,0	0,3	-3,4	
Azioni e altre partecipazioni			49,2	0,3	-43,2	3,7	0,0	92,8
Azioni quotate			8,7	6,9	6,6	0,9	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			40,5	2,2	11,0	2,8	0,0	
Quote di fondi di investimento				-8,8	-60,8			
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	1,9	-0,3	0,0	54,0	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-17,1	-13,7	32,8	17,9	-8,0	-10,6	56,7
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	2,6	6,7	-29,6	17,6	24,7	0,7	-17,6	-2,6
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-0,8	-222,2	-323,9	-61,7	-32,2	49,7	-198,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	-88,4	0,2	0,0	0,0	-37,8
Titoli di debito a breve termine			0,4	-6,9	0,0	0,0	0,0	-3,0
Titoli di debito a lungo termine			3,0	-20,2	1,0	-0,2	43,5	-29,6
Prestiti		-2,8	-2,0		-7,6	-2,5	0,3	-60,8
<i>di cui a lungo termine</i>		-1,9	-3,0		-2,3	-3,3	0,0	
Azioni e altre partecipazioni			-263,9	-226,8	-61,0	-39,9	0,4	-30,0
Azioni quotate			-135,4	-95,8	-74,0	-44,0	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			-128,4	-131,5	15,8	4,1	0,4	
Quote di fondi di investimento				0,4	-2,8			
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	-3,9	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		2,0	40,3	18,3	5,7	14,2	5,4	-37,7
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-64,9	-241,3	14,9	244,8	-28,9	3,0	-57,5	80,2
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		5.773,9	23.448,7	21.691,6	10.141,6	6.341,4	6.804,9	13.482,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			26,6	13.180,0	213,1	3,9	330,3	2.724,5
Titoli di debito a breve termine			294,3	405,5	86,3	0,5	658,3	232,3
Titoli di debito a lungo termine			438,8	2.690,6	1.435,3	25,2	4.350,1	2.513,1
Prestiti		5.275,2	6.775,1		1.500,2	199,5	1.078,4	2.641,0
<i>di cui a lungo termine</i>		4.962,8	4.554,7		744,7	70,9	915,8	
Azioni e altre partecipazioni			13.201,4	3.173,3	6.657,2	652,3	6,0	4.946,9
Azioni quotate			4.934,6	1.032,2	295,8	295,1	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			8.266,8	1.093,7	961,7	356,6	6,0	
Quote di fondi di investimento				1.047,4	5.399,7			
Riserve tecniche di assicurazione		32,7	335,7	53,3	0,6	5.192,3	0,5	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		466,0	2.376,9	2.189,0	248,9	267,8	381,3	424,1
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.381,9	11.828,5	-9.148,0	-75,8	72,6	-135,8	-3.923,4	

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	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° 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	3.666,5	3.772,0	3.878,7	3.994,4	4.031,2	4.075,3	4.117,7	4.157,4
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	110,3	122,1	129,9	131,8	128,7	130,4	133,0	134,3
Consumo di capitale fisso	1.073,7	1.121,3	1.173,1	1.212,4	1.225,0	1.236,7	1.247,5	1.258,9
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	1.887,3	1.988,6	2.051,7	2.126,0	2.162,8	2.196,8	2.228,5	2.268,6
<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	2.281,8	2.335,9	2.553,9	2.820,4	2.935,5	3.026,2	3.119,8	3.196,0
Interessi	1.267,3	1.242,4	1.328,9	1.525,3	1.602,3	1.671,7	1.737,1	1.798,7
Altri redditi da capitale	1.014,5	1.093,6	1.225,0	1.295,0	1.333,2	1.354,6	1.382,7	1.397,3
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	6.406,2	6.684,1	6.907,9	7.153,9	7.234,6	7.330,4	7.412,5	7.504,2
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	856,8	882,3	932,0	990,6	1.023,4	1.037,2	1.060,5	1.088,2
Contributi sociali	1.388,2	1.427,4	1.469,5	1.517,9	1.532,8	1.545,1	1.557,4	1.568,6
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.407,9	1.453,1	1.497,1	1.531,5	1.542,2	1.549,6	1.557,7	1.567,6
Altri trasferimenti correnti	658,5	683,2	702,5	703,7	705,8	710,4	718,7	722,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	174,0	175,8	175,7	175,5	174,9	175,7	176,8	177,3
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	174,6	176,3	176,8	175,8	175,0	176,0	177,1	177,4
Altro	309,9	331,1	350,0	352,3	355,9	358,8	364,8	367,3
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	6.336,3	6.606,8	6.821,7	7.067,2	7.145,3	7.240,8	7.323,7	7.415,8
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	5.854,7	6.076,3	6.308,3	6.502,7	6.564,7	6.619,5	6.669,3	6.724,0
Spese per consumi individuali	5.234,6	5.432,6	5.647,8	5.830,1	5.886,6	5.935,7	5.981,8	6.031,1
Spese per consumi collettivi	620,1	643,7	660,5	672,6	678,2	683,8	687,5	692,9
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	54,6	57,3	59,5	62,2	63,2	63,2	63,4	64,4
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	481,9	530,7	513,7	564,8	581,0	621,6	654,7	692,1
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.526,1	1.607,4	1.698,5	1.816,5	1.841,5	1.881,8	1.914,4	1.945,0
Investimenti fissi lordi	1.527,3	1.599,9	1.688,2	1.780,5	1.813,5	1.856,5	1.888,7	1.918,0
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	-1,2	7,5	10,3	35,9	28,0	25,3	25,7	26,9
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,6	-1,1	-0,1	1,1	1,2	1,0	1,1	1,3
Trasferimenti in conto capitale	182,6	167,5	181,6	176,7	191,4	190,3	188,2	171,6
Imposte in conto capitale	35,9	29,8	24,2	22,5	22,3	22,9	23,3	23,8
Altri trasferimenti in conto capitale	146,8	137,7	157,4	154,2	169,1	167,4	164,9	147,8
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	41,1	62,1	1,9	-26,7	-21,7	-6,9	3,6	20,6

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	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	6.737,8	7.004,0	7.233,3	7.464,7	7.547,7	7.639,2	7.726,7	7.819,1
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	761,2	797,2	839,7	885,9	904,5	921,7	934,6	945,2
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	7.499,0	7.801,2	8.073,0	8.350,6	8.452,2	8.560,8	8.661,3	8.764,3
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	1.887,3	1.988,6	2.051,7	2.126,0	2.162,8	2.196,8	2.228,5	2.268,6
Redditi da lavoro dipendente	3.673,6	3.779,1	3.884,2	4.000,3	4.037,1	4.081,3	4.123,7	4.163,4
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	880,7	933,1	981,1	1.028,8	1.044,4	1.061,9	1.077,0	1.088,1
Redditi da capitale	2.246,4	2.319,3	2.544,8	2.819,2	2.925,8	3.016,7	3.103,1	3.180,1
Interessi	1.236,3	1.211,5	1.302,7	1.502,7	1.578,3	1.645,7	1.710,7	1.768,5
Altri redditi da capitale	1.010,1	1.107,8	1.242,1	1.316,6	1.347,5	1.370,9	1.392,4	1.411,5
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	6.406,2	6.684,1	6.907,9	7.153,9	7.234,6	7.330,4	7.412,5	7.504,2
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	858,7	885,4	935,7	995,2	1.028,2	1.042,4	1.067,3	1.095,5
Contributi sociali	1.387,3	1.426,5	1.469,1	1.517,4	1.532,4	1.544,7	1.556,9	1.568,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.401,4	1.445,6	1.489,4	1.524,0	1.534,7	1.541,7	1.549,5	1.559,2
Altri trasferimenti correnti	594,1	611,1	620,7	620,3	619,6	623,9	631,7	635,3
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	174,6	176,3	176,8	175,8	175,0	176,0	177,1	177,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	171,3	173,5	174,4	173,0	172,4	173,3	174,6	175,1
Altro	248,2	261,3	269,5	271,5	272,2	274,7	280,0	282,8
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	6.336,3	6.606,8	6.821,7	7.067,2	7.145,3	7.240,8	7.323,7	7.415,8
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	54,8	57,5	59,8	62,5	63,5	63,5	63,7	64,6
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	481,9	530,7	513,7	564,8	581,0	621,6	654,7	692,1
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.073,7	1.121,3	1.173,1	1.212,4	1.225,0	1.236,7	1.247,5	1.258,9
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	194,8	184,0	195,1	190,3	206,4	207,8	205,1	187,6
Imposte in conto capitale	35,9	29,8	24,2	22,5	22,3	22,9	23,3	23,8
Altri trasferimenti in conto capitale	158,9	154,2	170,9	167,9	184,1	185,0	181,8	163,8
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE e Eurostat.

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



### 3.3 Famiglie

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

	2003	2004	2005	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.673,6	3.779,1	3.884,2	4.000,3	4.037,1	4.081,3	4.123,7	4.163,4
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.228,6	1.280,5	1.329,3	1.383,6	1.403,9	1.424,9	1.445,8	1.466,6
Interessi attivi (+)	237,5	230,6	228,7	249,6	259,8	267,7	275,2	282,8
Interessi passivi (-)	124,1	125,2	128,9	148,7	156,9	165,0	173,2	180,5
Altri redditi da capitali attivi (+)	615,4	650,3	696,7	725,4	736,6	742,9	753,0	756,9
Altri redditi da capitali passivi (-)	8,9	9,4	9,4	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	702,0	705,5	738,4	770,8	788,8	797,1	810,5	829,5
Contributi sociali netti (-)	1.384,4	1.423,7	1.465,5	1.513,7	1.528,6	1.540,8	1.553,2	1.564,3
Prestazioni sociali nette (+)	1.396,7	1.440,7	1.484,2	1.518,6	1.529,3	1.536,3	1.544,0	1.553,7
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	65,3	64,6	67,4	62,8	62,9	64,5	65,3	66,4
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>4.997,7</b>	<b>5.182,1</b>	<b>5.348,4</b>	<b>5.497,5</b>	<b>5.545,8</b>	<b>5.605,1</b>	<b>5.660,8</b>	<b>5.705,9</b>
Spese per consumi finali (-)	4.319,7	4.485,4	4.653,3	4.798,2	4.843,5	4.882,1	4.920,9	4.961,2
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	54,5	57,1	59,4	62,0	63,1	63,0	63,4	64,4
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>732,5</b>	<b>753,8</b>	<b>754,4</b>	<b>761,4</b>	<b>765,4</b>	<b>786,1</b>	<b>803,4</b>	<b>809,1</b>
Consumo di capitale fisso (-)	288,1	303,3	318,4	331,0	335,2	338,8	342,1	344,8
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	12,6	18,9	25,0	28,9	32,3	30,3	27,6	20,5
Altre variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup> (+)	256,1	300,1	617,9	366,5	479,4	386,1	604,1	200,0
<b>= Variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup></b>	<b>713,2</b>	<b>769,5</b>	<b>1.078,9</b>	<b>825,8</b>	<b>941,9</b>	<b>863,7</b>	<b>1.092,9</b>	<b>684,8</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	495,8	526,7	559,7	600,4	612,0	627,1	638,1	644,8
Consumo di capitale fisso (-)	288,1	303,3	318,4	331,0	335,2	338,8	342,1	344,8
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	211,3	214,6	207,7	262,2	301,6	345,8	378,5	398,9
Banconote, monete e depositi	226,5	213,0	247,9	265,6	283,8	293,2	316,9	328,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	25,1	-6,4	-20,2	-17,5	0,3	25,7	44,7	42,9
Titoli di debito <sup>2)</sup>	-40,3	8,0	-20,1	14,0	17,6	26,9	16,8	27,7
Attività a lungo	311,0	342,3	443,3	359,7	303,1	257,9	222,5	157,7
Depositi	-5,7	33,7	-10,1	-0,3	-6,7	-19,7	-29,3	-34,1
Titoli di debito	25,8	65,8	17,0	69,1	62,4	46,4	29,7	-2,0
Azioni e altre partecipazioni	59,9	-8,5	136,1	-7,3	-29,7	-26,3	-32,8	-32,5
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	7,6	-13,5	61,4	-8,7	-1,4	30,2	32,2	38,0
Quote di fondi comuni di investimento	52,2	5,0	74,7	1,5	-28,3	-56,5	-65,0	-70,6
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	231,0	251,3	300,4	298,2	277,1	257,4	254,8	226,3
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	262,8	311,7	390,3	411,4	390,7	382,4	364,6	361,6
di cui da IFM dell'area dell'euro	211,6	280,8	358,3	372,1	346,5	337,2	316,8	302,3
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)	272,5	256,5	521,4	353,8	460,0	371,4	587,4	196,1
Azioni e altre partecipazioni	29,0	56,9	129,4	55,0	48,5	33,4	66,1	29,8
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	-55,5	-12,5	-73,8	-62,9	-57,4	-50,7	-92,9	-36,0
Flussi netti restanti (+)	713,2	769,5	1.078,9	825,8	941,9	863,7	1.092,9	684,8
<b>= Variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup></b>	<b>713,2</b>	<b>769,5</b>	<b>1.078,9</b>	<b>825,8</b>	<b>941,9</b>	<b>863,7</b>	<b>1.092,9</b>	<b>684,8</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.058,0	4.275,7	4.494,8	4.644,7	4.751,6	4.830,1	4.969,5	5.020,9
Banconote, monete e depositi	3.710,1	3.926,0	4.176,7	4.318,2	4.456,5	4.497,3	4.613,3	4.653,9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	321,0	313,9	300,5	285,4	261,3	281,0	305,0	302,8
Titoli di debito <sup>2)</sup>	27,0	35,7	17,6	41,2	33,8	51,8	51,2	64,3
Attività a lungo	9.214,9	9.847,5	10.931,5	11.483,6	11.761,0	11.981,2	12.081,2	11.863,0
Depositi	841,9	876,6	883,9	870,9	871,0	847,8	836,3	830,9
Titoli di debito	1.202,1	1.243,3	1.239,6	1.286,8	1.286,5	1.301,8	1.256,5	1.261,1
Azioni e altre partecipazioni	3.629,8	3.878,4	4.529,1	4.808,2	4.999,0	5.160,4	5.241,1	4.997,3
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.480,8	2.712,8	3.207,9	3.462,0	3.613,6	3.775,6	3.842,6	3.634,2
Quote di fondi di investimento	1.149,1	1.165,6	1.321,2	1.346,2	1.385,4	1.384,8	1.398,5	1.363,1
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	3.541,0	3.849,2	4.278,9	4.517,6	4.604,6	4.671,1	4.747,3	4.773,7
Restanti attività finanziarie (+)	190,2	228,0	184,0	203,9	202,6	215,0	207,8	219,8
Passività (-)								
Prestiti	3.922,2	4.245,6	4.630,0	4.915,9	5.015,6	5.099,1	5.195,5	5.275,2
di cui da IFM dell'area dell'euro	3.521,2	3.812,5	4.195,9	4.464,5	4.543,0	4.611,3	4.692,7	4.752,9
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>9.540,8</b>	<b>10.105,6</b>	<b>10.980,3</b>	<b>11.416,3</b>	<b>11.699,7</b>	<b>11.927,2</b>	<b>12.063,0</b>	<b>11.828,5</b>

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

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	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	3.835,1	3.989,3	4.112,9	4.240,3	4.296,1	4.353,8	4.409,9	4.467,2
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.313,0	2.382,6	2.445,6	2.518,8	2.544,8	2.574,4	2.606,7	2.634,9
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	58,7	65,2	71,1	72,9	72,7	74,7	77,1	78,1
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.463,4	1.541,5	1.596,2	1.648,6	1.678,7	1.704,7	1.726,2	1.754,2
Consumo di capitale fisso (-)	607,9	632,6	661,7	681,5	688,0	694,0	699,7	706,4
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	855,4	908,9	934,4	967,1	990,7	1.010,7	1.026,5	1.047,8
Redditi da capitale attivi (+)	320,6	365,9	423,7	453,0	465,0	470,0	474,8	480,5
Interessi attivi	126,6	121,9	132,5	149,3	154,7	159,1	163,7	166,9
Altri redditi da capitale	194,1	244,1	291,2	303,7	310,3	311,0	311,1	313,6
Interest and rents payable (-)	228,6	226,4	235,1	265,0	278,2	290,3	301,5	311,1
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	947,5	1.048,4	1.123,0	1.155,1	1.177,5	1.190,4	1.199,8	1.217,2
Utili distribuiti (-)	692,6	753,6	839,4	878,9	906,1	913,8	921,4	929,0
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	117,1	135,7	148,1	169,5	184,3	189,1	197,7	206,2
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,3	73,5	74,1	76,3	76,7	77,3	74,7	72,5
Prestazioni sociali da erogare (-)	59,7	60,3	62,1	62,4	61,9	62,0	61,9	62,1
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	55,9	62,1	60,4	60,1	59,9	60,6	59,9	58,9
= <b>Risparmio netto</b>	95,6	110,1	87,3	60,6	41,9	42,2	33,7	33,5
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	193,8	211,8	237,2	287,5	288,0	301,6	316,8	329,7
Investimenti fissi lordi (+)	803,6	840,8	888,8	936,7	950,3	973,2	993,8	1.012,0
Consumo di capitale fisso (-)	607,9	632,6	661,7	681,5	688,0	694,0	699,7	706,4
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	-1,8	3,6	10,1	32,3	25,8	22,5	22,7	24,1
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	106,0	102,9	125,9	156,3	179,2	210,0	221,1	185,7
Banconote, monete e depositi	64,3	84,1	113,2	124,8	145,1	163,9	164,5	158,4
Partecipazioni in fondi comuni monetari	22,5	16,5	8,6	8,0	3,6	19,7	23,5	-9,4
Titoli di debito	18,5	-2,5	4,4	24,1	31,0	27,1	34,2	37,5
Attività a lungo	284,5	188,9	348,4	298,8	320,9	342,3	365,1	423,2
Depositi	43,4	0,6	30,7	20,2	21,4	29,4	29,1	16,8
Titoli di debito	-46,4	-53,2	-27,5	-36,2	-22,5	-30,1	-34,8	-31,5
Azioni e altre partecipazioni	147,3	175,8	214,3	191,5	174,6	174,6	192,1	240,2
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	140,2	65,7	130,9	123,2	147,4	166,8	178,7	197,7
Restanti attività nette (+)	59,5	75,8	68,0	143,0	159,8	136,3	130,1	145,5
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	296,3	219,0	400,9	596,9	627,8	649,6	686,6	743,5
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	102,8	172,5	264,6	425,1	448,7	444,9	484,6	521,6
di cui titoli di debito	63,1	7,3	3,3	28,4	41,3	44,3	59,7	40,6
Azioni e altre partecipazioni	205,7	192,1	230,3	162,3	197,4	212,9	224,4	229,0
Azioni quotate	19,0	11,9	100,5	37,8	34,3	46,5	66,2	74,1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	186,7	180,1	129,8	124,5	163,1	166,4	158,2	154,9
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	46,3	58,3	61,1	65,9	80,8	85,5	86,2	75,8
= <b>Risparmio netto</b>	95,6	110,1	87,3	60,6	41,9	42,2	33,7	33,5
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.307,5	1.368,0	1.499,8	1.603,2	1.672,7	1.711,8	1.766,3	1.780,9
Banconote, monete e depositi	1.028,9	1.102,6	1.220,7	1.276,9	1.356,8	1.364,8	1.405,0	1.428,9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	143,8	163,7	176,3	194,4	185,8	204,2	205,2	185,6
Titoli di debito <sup>1)</sup>	134,8	101,7	102,9	131,9	130,1	142,8	156,1	166,3
Attività a lungo	6.424,8	6.907,1	8.029,6	8.781,6	9.206,2	9.511,2	9.885,7	9.793,4
Depositi	137,6	136,8	175,4	214,3	206,3	260,5	264,8	252,3
Titoli di debito	377,6	324,4	285,2	255,5	260,7	234,1	236,1	213,9
Azioni e altre partecipazioni	4.563,9	5.047,2	6.049,0	6.697,8	7.059,1	7.283,6	7.605,0	7.503,3
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.345,7	1.398,7	1.520,0	1.614,0	1.680,2	1.733,0	1.779,9	1.823,9
Restanti attività nette	230,9	268,0	265,2	304,2	301,0	358,9	369,1	376,1
Passività								
Debito	6.037,5	6.221,0	6.632,8	7.103,9	7.244,9	7.431,3	7.685,3	7.843,8
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.034,4	3.160,8	3.419,5	3.743,8	3.857,4	3.957,3	4.107,8	4.231,6
di cui titoli di debito	628,2	667,8	671,3	696,9	698,8	710,4	742,9	733,0
Azioni e altre partecipazioni	8.241,7	9.172,2	10.715,8	11.634,5	12.349,5	12.770,6	13.416,1	13.201,4
Azioni quotate	2.731,9	2.987,1	3.680,9	4.077,3	4.451,5	4.664,2	5.061,3	4.934,6
Azioni non quotate e altre partecipazioni	5.509,8	6.185,2	7.034,9	7.557,1	7.897,9	8.106,4	8.354,8	8.266,8

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

### 3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

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

	2003	2004	2005	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007	4° trim. 2006- 3° trim. 2007
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	21,7	40,1	28,6	-7,1	17,5	43,8	41,7	42,4
Banconote, monete e depositi	7,0	13,2	7,2	8,3	12,4	18,0	2,4	8,9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	7,7	2,7	0,4	-4,2	3,6	7,1	3,6	0,3
Titoli di debito <sup>1)</sup>	7,1	24,2	21,0	-11,2	1,4	18,7	35,7	33,3
Attività a lungo	230,2	217,0	281,3	344,2	323,1	282,8	284,8	243,5
Depositi	22,8	36,7	18,5	40,7	52,2	63,7	71,3	69,3
Titoli di debito	144,5	131,0	128,7	147,3	145,4	146,5	155,6	138,5
Prestiti	11,5	6,6	-2,7	10,5	4,0	-9,3	-8,4	-14,7
Azioni quotate	9,5	13,0	31,6	14,7	16,7	12,1	5,7	2,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	5,1	-0,9	18,2	25,5	20,5	12,8	15,1	21,6
Quote di fondi comuni di investimento	36,7	30,6	87,0	105,5	84,2	57,1	45,5	26,0
Restanti attività finanziarie (+)	-3,7	9,9	9,3	15,5	11,5	25,4	25,7	34,9
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	5,0	-1,8	0,1	-0,3	4,0	4,0	3,6	3,4
Prestiti	12,4	4,5	12,5	37,1	32,7	34,0	44,0	42,5
Azioni e altre partecipazioni	11,4	12,9	8,8	11,4	7,3	9,6	11,8	10,4
Riserve tecniche di assicurazione	237,0	261,2	335,3	334,2	314,4	299,8	297,3	272,5
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	210,3	229,5	291,8	291,5	267,4	249,2	247,9	230,9
Riserve premi e riserve sinistri	26,8	31,6	43,5	42,7	47,0	50,5	49,4	41,6
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>-17,5</b>	<b>-9,8</b>	<b>-37,4</b>	<b>-29,7</b>	<b>-6,3</b>	<b>4,7</b>	<b>-4,6</b>	<b>-7,9</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	107,1	110,2	190,2	125,6	190,6	155,8	250,3	148,0
Altre attività nette	-10,1	159,2	43,7	-0,7	-51,3	-69,3	-81,9	-116,1
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	98,4	21,0	117,4	86,3	48,3	34,6	97,7	13,0
Riserve tecniche di assicurazione	33,7	84,3	139,4	61,1	57,8	44,4	67,0	36,9
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	34,2	64,6	145,6	63,7	61,7	46,9	68,7	38,4
Riserve premi e riserve sinistri	-0,5	19,8	-6,2	-2,6	-4,0	-2,4	-1,6	-1,5
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-35,0</b>	<b>164,0</b>	<b>-22,9</b>	<b>-22,5</b>	<b>33,3</b>	<b>7,4</b>	<b>3,6</b>	<b>-18,1</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	264,6	418,4	437,4	445,8	457,2	479,2	483,0	486,2
Banconote, monete e depositi	121,3	133,6	142,7	144,4	154,6	155,9	144,4	154,0
Partecipazioni in fondi comuni monetari	68,5	72,2	74,3	80,4	80,4	82,8	84,3	80,9
Titoli di debito <sup>1)</sup>	74,8	212,5	220,4	221,0	222,2	240,5	254,3	251,3
Attività a lungo	3.770,2	4.126,0	4.622,1	4.972,8	5.076,9	5.162,4	5.251,8	5.255,4
Depositi	457,6	497,1	516,6	559,9	569,5	595,7	616,6	631,0
Titoli di debito	1.483,7	1.652,8	1.800,6	1.903,2	1.894,1	1.915,8	1.928,8	1.938,7
Prestiti	368,3	363,7	367,2	376,3	365,8	355,0	357,9	354,2
Azioni quotate	526,1	574,9	702,1	761,6	831,0	855,0	860,0	852,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	306,7	337,1	396,9	435,2	457,1	460,4	482,1	479,6
Quote di fondi comuni di investimento	627,7	700,5	838,9	936,6	959,3	980,6	1.006,3	999,0
Restanti attività finanziarie (+)	105,6	121,5	159,0	175,9	176,5	180,5	175,4	192,4
Passività (-)								
Titoli di debito	23,4	21,9	22,0	23,7	26,2	26,0	25,4	25,6
Prestiti	126,5	119,8	131,8	168,9	164,9	183,8	193,6	199,5
Azioni e altre partecipazioni	429,3	463,3	589,5	628,9	645,0	661,0	688,5	652,3
Riserve tecniche di assicurazione	3.789,4	4.134,9	4.609,6	4.882,9	4.981,7	5.062,9	5.142,2	5.192,3
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	4.183,6	4.269,1	4.336,1	4.409,5	4.452,9
Riserve premi e riserve sinistri	580,9	632,3	669,6	699,3	712,6	726,7	732,7	739,4
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-228,3</b>	<b>-74,0</b>	<b>-134,3</b>	<b>-109,8</b>	<b>-107,2</b>	<b>-111,6</b>	<b>-139,5</b>	<b>-135,8</b>

Fonte: BCE.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

## MERCATI FINANZIARI

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

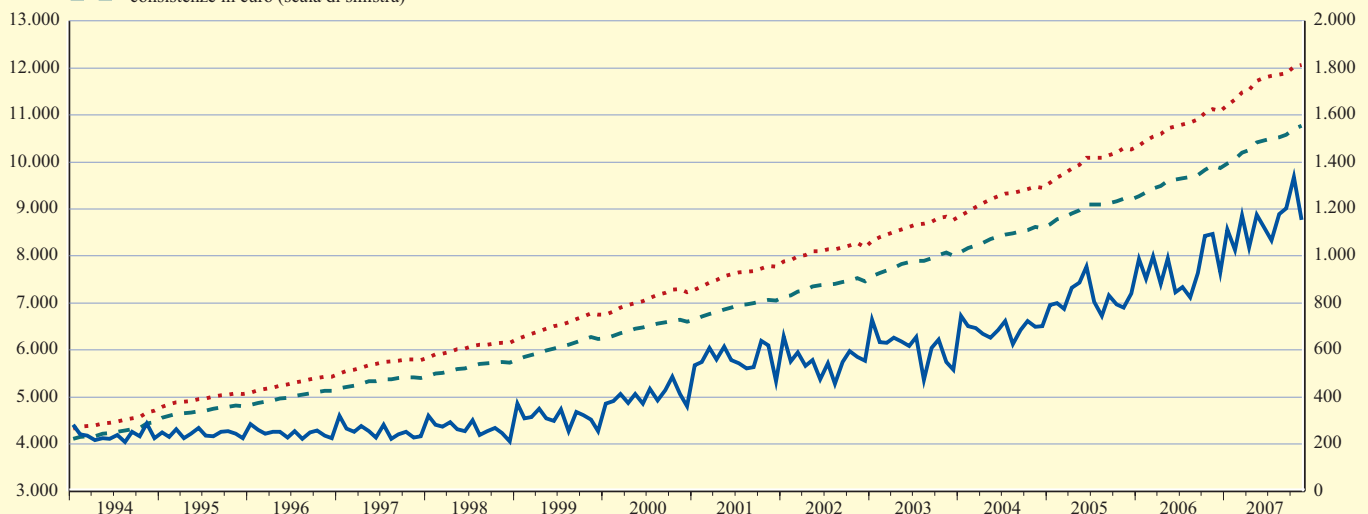
(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro									
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
				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	
<b>Totale</b>													
2006 nov.	11.760,3	1.135,0	138,1	9.922,2	1.037,0	91,2	11.127,3	1.093,0	107,8	8,2	95,1	8,2	
dic.	11.736,8	977,7	-24,3	9.868,1	885,8	-55,4	11.083,2	930,5	-59,4	7,9	52,0	8,7	
2007 gen.	11.836,3	1.146,3	99,4	9.966,1	1.052,7	98,1	11.211,1	1.112,3	116,6	7,9	75,3	9,0	
feb.	11.946,4	1.044,9	110,2	10.062,8	958,5	96,9	11.327,5	1.024,6	123,7	8,2	95,0	9,3	
mar.	12.178,6	1.258,6	231,0	10.200,2	1.119,6	136,1	11.470,5	1.172,2	142,3	8,5	108,0	10,1	
apr.	12.202,0	1.040,6	23,1	10.256,1	982,2	55,6	11.536,9	1.037,1	72,5	8,6	63,8	9,1	
mag.	12.415,9	1.216,9	214,7	10.417,7	1.114,4	162,4	11.725,5	1.175,6	183,8	9,0	137,9	9,8	
giu.	12.546,5	1.220,1	130,5	10.462,2	1.068,0	44,5	11.786,6	1.124,2	58,3	9,2	52,1	9,7	
lug.	12.551,5	1.075,0	3,9	10.492,2	1.002,8	29,1	11.831,3	1.065,3	46,9	9,2	62,6	9,4	
ago.	12.579,7	1.183,3	28,4	10.518,3	1.130,7	26,4	11.852,8	1.179,2	27,3	9,2	84,5	9,2	
set.	12.674,2	1.243,4	92,9	10.578,6	1.154,1	58,6	11.885,7	1.201,4	49,3	9,1	60,8	8,2	
ott.	.	.	.	10.699,7	1.268,0	120,1	12.022,2	1.335,8	137,0	9,1	120,9	9,2	
nov.	.	.	.	10.767,9	1.102,8	66,3	12.063,1	1.152,3	60,0	8,6	43,8	7,4	
<b>A lungo termine</b>													
2006 nov.	10.713,3	226,4	134,6	8.992,6	167,5	94,4	10.046,2	193,8	109,0	8,3	94,2	9,0	
dic.	10.735,2	172,0	19,2	9.012,1	133,5	16,5	10.073,5	153,6	13,8	8,2	59,9	9,0	
2007 gen.	10.812,2	231,9	76,8	9.063,3	177,2	51,1	10.145,7	201,0	62,1	8,2	68,3	9,3	
feb.	10.911,6	237,6	99,6	9.146,4	189,8	83,3	10.242,6	223,4	104,8	8,4	82,6	9,6	
mar.	11.049,4	278,2	137,8	9.243,1	213,2	96,5	10.342,2	234,0	101,6	8,6	78,4	9,9	
apr.	11.091,6	182,4	41,9	9.275,1	156,0	31,7	10.380,0	177,7	45,3	8,6	53,4	9,0	
mag.	11.278,6	266,9	188,6	9.410,7	199,2	137,2	10.536,1	225,5	152,1	9,1	108,4	9,2	
giu.	11.379,1	259,1	99,1	9.475,9	190,6	63,9	10.617,0	217,1	77,3	9,0	46,8	8,9	
lug.	11.406,8	197,9	27,3	9.488,2	161,6	12,1	10.641,3	187,6	26,1	8,8	47,3	8,4	
ago.	11.400,8	102,4	-6,6	9.481,0	86,6	-7,7	10.639,1	103,8	-2,7	8,6	50,4	7,6	
set.	11.428,0	157,5	25,9	9.500,9	132,7	18,5	10.632,4	147,1	17,3	8,0	12,9	6,3	
ott.	.	.	.	9.556,3	191,0	56,7	10.685,7	214,9	63,0	7,7	71,5	6,6	
nov.	.	.	.	9.614,2	137,8	56,0	10.724,0	150,4	51,6	7,1	31,9	5,0	

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

(miliardi di euro)

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



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

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

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

### 1. Consistenze ed emissioni lordi

	Consistenze						Emissioni lordi					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Totale</b>											
2005	10.270	4.120	934	607	4.327	283	9.874	6.988	326	1.031	1.435	95
2006	11.083	4.564	1.171	636	4.408	305	11.337	8.377	423	1.113	1.339	85
2006 4° trim.	11.083	4.564	1.171	636	4.408	305	3.110	2.364	148	334	241	23
2007 1° trim.	11.471	4.759	1.266	648	4.489	309	3.309	2.446	141	285	415	23
2° trim.	11.787	4.868	1.326	684	4.600	308	3.337	2.359	119	453	389	18
3° trim.	11.886	4.951	1.360	678	4.586	310	3.446	2.599	89	394	345	19
2007 ago.	11.853	4.929	1.362	683	4.570	308	1.179	920	22	135	97	5
set.	11.886	4.951	1.360	678	4.586	310	1.201	933	21	107	132	8
ott.	12.022	5.049	1.395	688	4.575	315	1.336	1.001	60	126	140	10
nov.	12.063	5.054	1.414	691	4.588	317	1.152	894	33	109	110	6
	<b>A breve termine</b>											
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	59	1.023	686	31
2006 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.	1.170	627	11	120	407	5	2.717	2.072	12	413	209	9
3° trim.	1.253	712	9	117	409	7	3.007	2.401	10	378	207	11
2007 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.	1.337	774	15	126	414	7	1.121	904	11	117	84	4
nov.	1.339	783	15	127	407	8	1.002	827	2	101	69	2
	<b>A lungo termine<sup>1)</sup></b>											
2005	9.325	3.637	927	516	3.966	278	2.078	942	281	88	706	61
2006	10.074	3.994	1.159	542	4.079	301	2.163	1.002	363	90	653	54
2006 4° trim.	10.074	3.994	1.159	542	4.079	301	554	279	134	29	97	16
2007 1° trim.	10.342	4.138	1.254	542	4.105	304	658	313	125	13	192	14
2° trim.	10.617	4.241	1.315	564	4.194	304	620	287	106	40	179	8
3° trim.	10.632	4.240	1.351	561	4.177	304	439	198	79	15	138	8
2007 ago.	10.639	4.263	1.351	564	4.158	303	104	57	18	1	25	2
set.	10.632	4.240	1.351	561	4.177	304	147	63	19	5	58	3
ott.	10.686	4.276	1.380	562	4.161	308	215	97	48	9	55	5
nov.	10.724	4.271	1.399	565	4.180	309	150	67	30	8	41	4
	<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>											
2005	6.724	2.020	463	408	3.616	217	1.229	414	92	53	622	48
2006	7.049	2.136	544	413	3.720	237	1.291	475	143	56	577	39
2006 4° trim.	7.049	2.136	544	413	3.720	237	280	116	46	18	90	10
2007 1° trim.	7.166	2.211	570	413	3.730	243	403	172	40	9	169	13
2° trim.	7.309	2.255	584	426	3.800	244	339	132	29	24	147	7
3° trim.	7.309	2.254	592	422	3.795	246	262	100	24	8	123	7
2007 ago.	7.301	2.269	597	425	3.766	245	66	32	12	0	21	2
set.	7.309	2.254	592	422	3.795	246	87	27	2	2	52	3
ott.	7.320	2.280	593	426	3.771	250	127	54	16	6	47	4
nov.	7.345	2.281	592	430	3.790	252	95	41	4	8	39	4
	<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>											
2005	2.266	1.350	458	92	306	60	718	432	187	27	58	12
2006	2.604	1.508	605	115	312	64	717	406	216	31	49	15
2006 4° trim.	2.604	1.508	605	115	312	64	233	124	87	11	5	7
2007 1° trim.	2.726	1.560	671	115	318	61	213	114	83	4	12	1
2° trim.	2.846	1.603	716	126	341	60	228	111	76	16	23	1
3° trim.	2.869	1.605	742	127	336	57	138	71	52	7	8	1
2007 ago.	2.864	1.606	740	127	334	58	27	19	5	1	2	1
set.	2.869	1.605	742	127	336	57	47	28	15	1	4	0
ott.	2.902	1.607	770	125	342	58	71	28	32	3	6	1
nov.	2.919	1.606	789	124	343	57	46	19	25	1	2	0

Fonte: BCE.

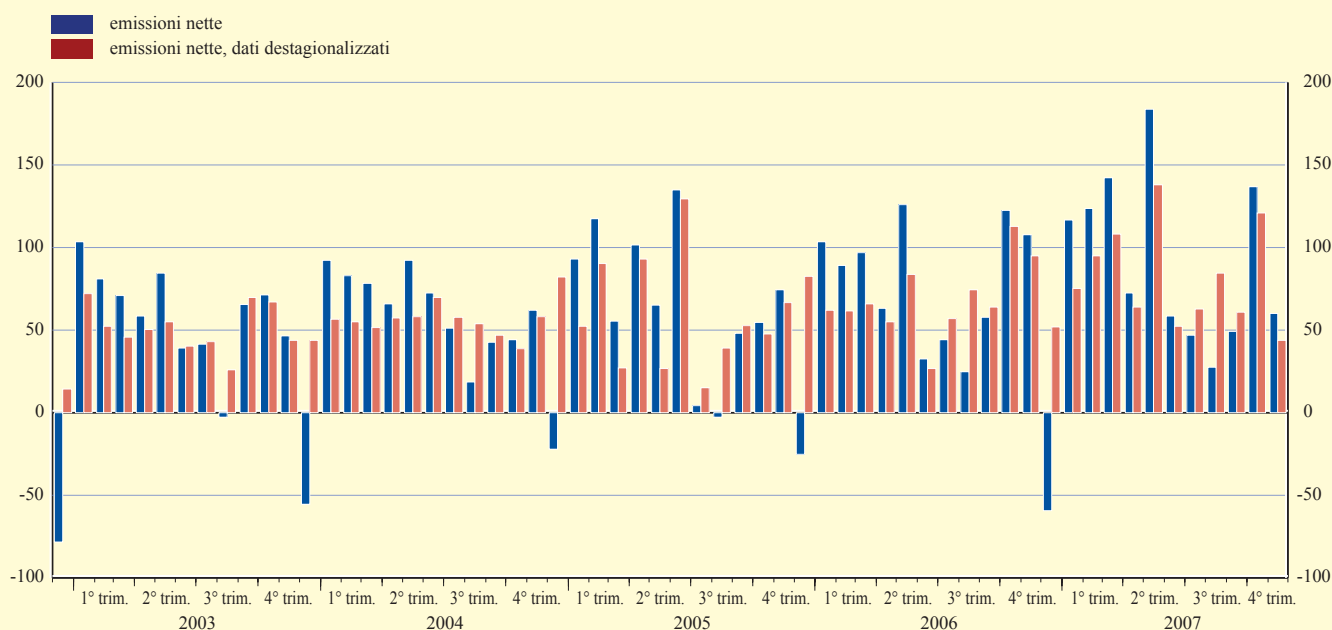
1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2005	720,7	319,8	176,3	20,7	171,5	32,4	723,6	323,7	173,0	20,5	173,8	32,6
2006	808,5	419,0	244,1	32,5	90,5	22,3	810,1	424,5	240,4	32,8	90,1	22,3
2006 4° trim.	171,0	97,8	100,1	7,7	-41,2	6,7	260,1	133,1	71,8	12,0	38,2	5,0
2007 1° trim.	382,7	187,1	96,0	13,0	82,7	3,9	278,3	122,4	113,4	10,6	29,3	2,6
2° trim.	314,7	105,1	61,2	36,3	112,1	-0,1	253,8	113,4	47,8	28,1	65,4	-0,9
3° trim.	123,4	97,1	38,8	-3,7	-11,1	2,3	207,9	122,6	67,2	3,4	8,4	6,3
2007 ago.	27,3	33,4	9,8	-10,3	-6,3	0,7	84,5	52,9	29,6	-6,5	6,0	2,5
set.	49,3	30,1	1,9	-3,5	18,1	2,6	60,8	40,3	7,1	1,4	8,3	3,7
ott.	137,0	85,6	46,0	10,6	-9,8	4,6	120,9	61,5	43,0	5,9	6,2	4,3
nov.	60,0	18,1	20,9	4,4	14,5	2,1	43,8	19,7	11,7	5,0	8,4	-1,1
	A lungo termine											
2005	713,1	296,4	176,7	21,1	186,3	32,7	714,2	298,0	173,5	20,8	189,1	32,8
2006	759,2	346,5	238,7	29,2	121,5	23,3	759,1	348,4	235,2	29,0	123,3	23,3
2006 4° trim.	209,3	96,0	99,4	9,9	-3,2	7,2	249,0	120,9	71,2	7,4	44,0	5,5
2007 1° trim.	268,5	141,1	96,3	1,0	26,7	3,3	229,4	107,2	113,5	7,5	-0,9	2,1
2° trim.	274,6	100,5	62,3	22,3	90,2	-0,6	208,7	96,3	48,7	15,8	49,2	-1,3
3° trim.	40,8	14,0	40,6	-0,3	-14,0	0,4	110,6	27,7	69,3	2,3	7,0	4,2
2007 ago.	-2,7	2,5	9,6	-1,7	-13,8	0,7	50,4	20,2	29,6	0,8	-2,6	2,4
set.	17,3	-7,1	3,1	-1,1	21,6	0,9	12,9	-9,5	8,1	0,3	12,3	1,7
ott.	63,0	32,8	39,7	1,2	-14,9	4,1	71,5	30,2	35,8	-0,6	2,2	3,8
nov.	51,6	3,7	21,6	3,9	20,7	1,6	31,9	5,4	12,8	3,7	11,4	-1,5

**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>

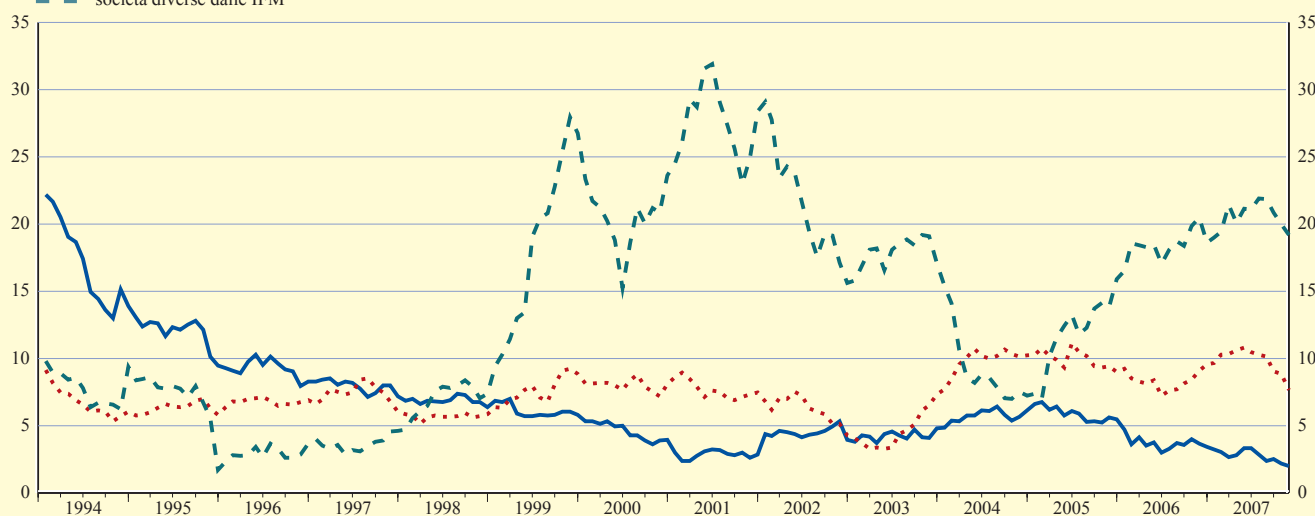
(variazioni percentuali)

	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 nov.	8,2	10,0	29,8	4,7	2,5	8,8	8,2	9,4	29,4	3,6	3,2	7,0
dic.	7,9	10,2	26,2	5,4	2,1	7,9	8,7	11,0	27,1	4,1	3,2	5,5
2007 gen.	7,9	10,5	26,9	4,5	1,9	7,4	9,0	12,0	28,2	4,8	2,7	4,4
feb.	8,2	10,7	27,6	4,7	2,1	5,8	9,3	12,3	31,0	7,5	2,3	2,1
mar.	8,5	10,4	30,3	5,7	2,4	6,7	10,1	11,7	37,1	7,3	3,1	5,1
apr.	8,6	10,6	28,3	6,0	2,6	7,2	9,1	10,9	28,6	7,8	2,9	6,1
mag.	9,0	10,4	30,1	6,0	3,5	5,0	9,8	11,5	30,6	8,1	3,7	3,3
giu.	9,2	10,7	28,6	8,2	3,8	3,4	9,7	10,5	29,9	12,4	4,3	1,1
lug.	9,2	10,8	29,1	10,1	3,3	2,6	9,4	9,6	30,1	15,5	3,9	0,7
ago.	9,2	11,0	29,0	9,7	3,1	2,6	9,2	9,8	27,2	12,0	3,9	3,1
set.	9,1	10,9	27,6	8,5	3,2	4,3	8,2	10,2	19,0	9,9	3,3	3,5
ott.	9,1	11,0	27,0	8,9	3,0	5,5	9,2	11,1	25,4	10,0	3,0	5,2
nov.	8,6	10,4	25,5	8,8	2,7	4,3	7,4	9,4	20,4	9,4	1,6	5,3
	A lungo termine											
2006 nov.	8,3	9,1	29,5	5,1	3,3	9,4	9,0	10,4	29,1	2,5	3,9	7,6
dic.	8,2	9,5	25,8	5,7	3,1	8,4	9,0	10,5	27,1	3,8	4,3	6,2
2007 gen.	8,2	9,6	26,6	5,4	2,9	7,6	9,3	11,3	28,2	6,0	3,6	4,8
feb.	8,4	10,3	27,4	4,8	2,9	5,9	9,6	12,4	31,2	6,2	2,6	2,6
mar.	8,6	10,3	30,0	5,3	2,4	6,9	9,9	12,1	37,4	5,7	2,1	5,2
apr.	8,6	10,6	28,2	4,8	2,5	7,4	9,0	11,9	29,0	5,8	1,7	5,8
mag.	9,1	10,8	30,1	4,2	3,2	5,1	9,2	11,2	31,0	6,0	2,5	2,8
giu.	9,0	10,4	28,8	6,3	3,3	3,4	8,9	10,4	30,5	8,8	2,4	0,6
lug.	8,8	10,3	29,4	7,2	2,9	2,7	8,4	9,2	30,8	8,3	2,1	0,6
ago.	8,6	10,1	29,4	7,0	2,4	2,7	7,6	7,9	27,8	7,9	2,1	2,8
set.	8,0	9,0	28,2	6,2	2,4	3,5	6,3	6,1	19,7	6,7	2,8	2,0
ott.	7,7	8,8	26,9	5,8	2,0	4,6	6,6	5,8	24,8	5,7	2,4	3,6
nov.	7,1	7,7	25,5	6,0	1,9	3,1	5,0	4,3	20,0	6,0	1,3	3,4

### 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



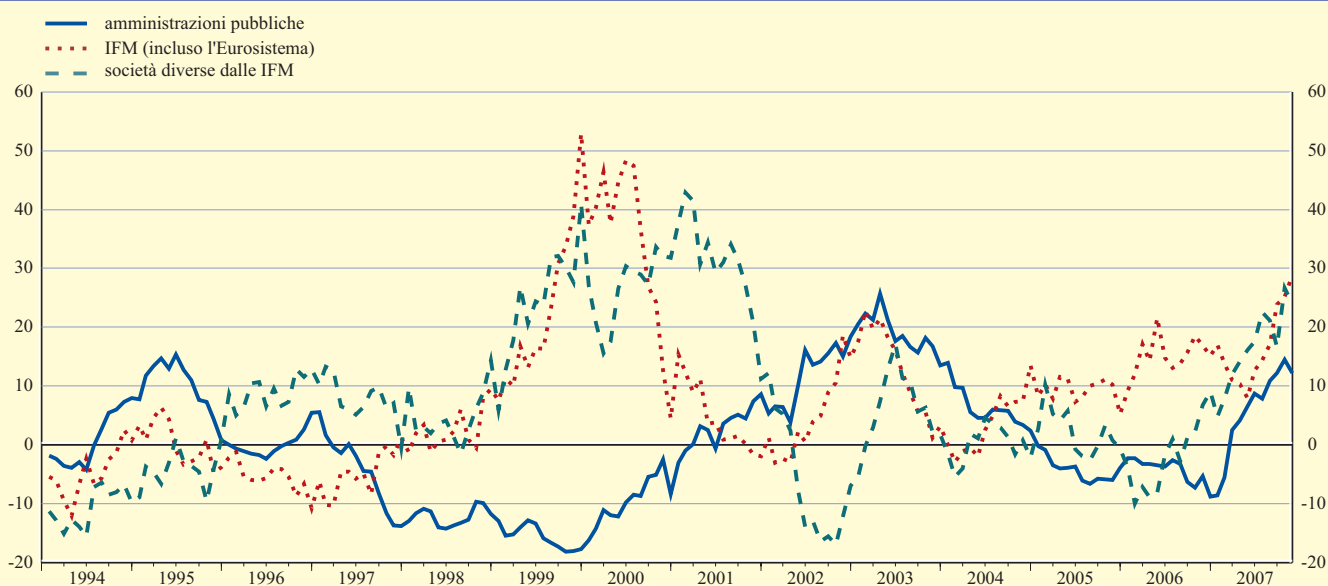
Fonte: BCE.

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	0,2	5,5	15,0	19,5	18,6	35,5	22,3	9,9	4,8
2006	4,5	4,7	13,9	0,8	3,2	13,4	16,4	11,8	41,1	28,0	5,0	4,5
2006 4° trim.	5,1	5,4	20,0	1,1	3,2	11,0	15,5	11,0	36,4	27,4	5,1	5,0
2007 1° trim.	5,3	6,3	20,7	2,7	3,0	7,7	15,2	12,2	33,5	21,9	1,0	4,6
2° trim.	5,5	7,5	19,9	2,7	2,7	7,5	16,5	12,1	37,9	18,9	5,1	-0,3
3° trim.	5,4	8,0	17,7	4,7	2,3	5,0	16,2	11,1	39,4	19,5	4,4	-4,7
2007 giu.	5,7	8,0	17,2	3,9	3,1	5,1	16,9	11,8	39,6	19,7	6,4	-3,1
lug.	5,4	8,3	17,6	4,9	2,2	4,8	16,6	11,0	40,1	20,2	6,3	-5,5
ago.	5,3	8,2	18,4	5,1	1,9	4,7	16,0	11,1	39,1	19,1	3,0	-5,0
set.	5,1	6,8	16,7	4,2	2,5	5,6	15,3	10,6	38,2	18,7	1,3	-4,3
ott.	4,6	6,9	14,8	5,1	1,7	6,8	15,3	9,9	37,7	13,0	4,9	-3,5
nov.	4,4	6,5	13,5	5,3	1,7	6,4	13,7	8,2	35,5	12,8	4,6	-9,4
	Euro											
2005	4,3	0,9	9,0	-0,3	5,4	15,3	18,9	17,3	34,9	22,1	10,3	5,4
2006	3,8	3,1	11,3	0,1	3,2	13,6	15,2	10,1	37,6	30,9	5,2	3,7
2006 4° trim.	4,3	4,1	15,1	-0,4	3,3	11,0	14,5	9,6	33,6	30,3	5,2	4,0
2007 1° trim.	4,7	5,4	16,2	1,1	3,3	7,7	14,0	10,9	30,0	23,3	1,0	4,1
2° trim.	4,9	6,8	16,4	0,8	2,9	7,4	15,8	11,2	35,4	19,7	5,2	-0,8
3° trim.	4,7	7,1	14,7	3,3	2,5	5,2	15,7	10,3	37,6	18,7	4,5	-5,6
2007 giu.	5,1	7,2	14,2	2,3	3,3	5,2	16,4	10,9	37,9	19,5	6,5	-3,7
lug.	4,8	7,4	14,9	3,7	2,4	4,9	15,9	10,0	38,3	19,4	6,4	-6,4
ago.	4,6	7,4	15,3	3,9	2,1	5,0	15,5	10,5	37,3	18,0	3,2	-5,9
set.	4,5	5,9	13,6	2,4	2,9	5,9	14,8	9,8	36,6	17,7	1,5	-5,2
ott.	4,1	6,3	13,1	3,4	1,9	7,1	14,9	9,5	35,7	11,7	5,1	-4,2
nov.	4,0	6,2	11,7	4,3	1,9	6,8	13,5	8,1	33,7	11,6	4,8	-10,0

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



Fonte: BCE.

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



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

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

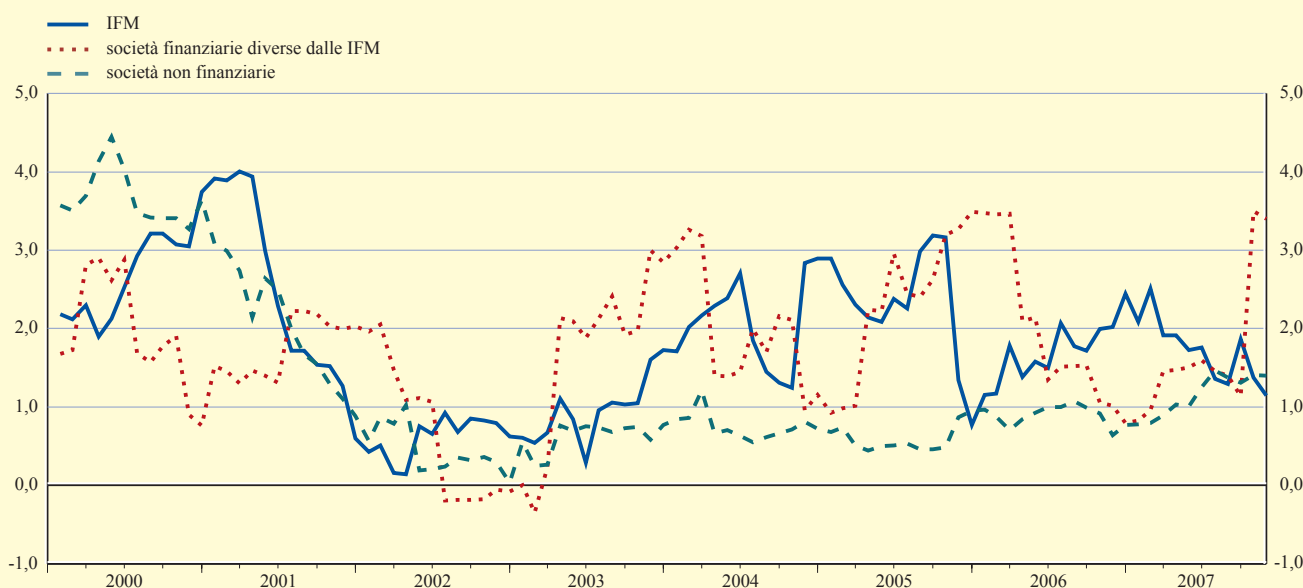
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	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 nov.	4.888,6	103,4	1,2	809,2	1,3	514,0	3,3	3.565,4	0,9
dic.	5.062,9	103,5	1,2	836,4	0,8	541,2	3,5	3.685,3	0,9
2006 gen.	5.303,5	103,6	1,2	884,8	1,2	540,9	3,5	3.877,7	1,0
feb.	5.443,2	103,6	1,2	938,8	1,2	566,9	3,5	3.937,4	0,9
mar.	5.644,8	103,7	1,2	962,3	1,8	584,3	3,5	4.098,1	0,7
apr.	5.669,6	103,8	1,1	948,8	1,4	578,2	2,1	4.142,6	0,8
mag.	5.378,9	103,9	1,2	892,8	1,6	542,8	2,1	3.943,3	0,9
giu.	5.390,3	104,0	1,1	901,0	1,5	538,9	1,4	3.950,4	1,0
lug.	5.387,2	104,1	1,2	914,3	2,1	553,0	1,5	3.919,9	1,0
ago.	5.568,5	104,2	1,2	955,0	1,8	603,8	1,5	4.009,7	1,1
set.	5.709,5	104,2	1,2	982,6	1,7	615,8	1,5	4.111,1	1,0
ott.	5.896,7	104,3	1,1	1.011,8	2,0	622,9	1,1	4.262,0	0,9
nov.	5.951,0	104,4	0,9	1.020,6	2,0	612,6	1,0	4.317,8	0,6
dic.	6.168,6	104,6	1,1	1.052,4	2,4	632,1	0,8	4.484,1	0,8
2007 gen.	6.343,0	104,6	1,0	1.107,3	2,1	645,1	0,8	4.590,6	0,8
feb.	6.258,4	104,7	1,1	1.077,3	2,5	636,7	1,0	4.544,5	0,8
mar.	6.475,2	104,8	1,1	1.095,9	1,9	648,1	1,5	4.731,3	0,9
apr.	6.723,3	105,0	1,2	1.152,2	1,9	674,2	1,5	4.896,9	1,0
mag.	7.002,3	105,1	1,2	1.157,2	1,7	687,5	1,5	5.157,6	1,0
giu.	6.924,0	105,4	1,4	1.111,2	1,8	675,7	1,6	5.137,1	1,3
lug.	6.700,6	105,6	1,5	1.081,1	1,4	607,3	1,5	5.012,1	1,5
ago.	6.587,4	105,6	1,4	1.041,6	1,3	582,3	1,4	4.963,4	1,4
set.	6.651,0	105,7	1,4	1.030,5	1,9	595,8	1,1	5.024,7	1,3
ott.	6.902,5	106,0	1,6	1.052,3	1,4	627,8	3,5	5.222,4	1,4
nov.	6.590,2	106,0	1,5	1.013,9	1,1	577,9	3,4	4.998,4	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>

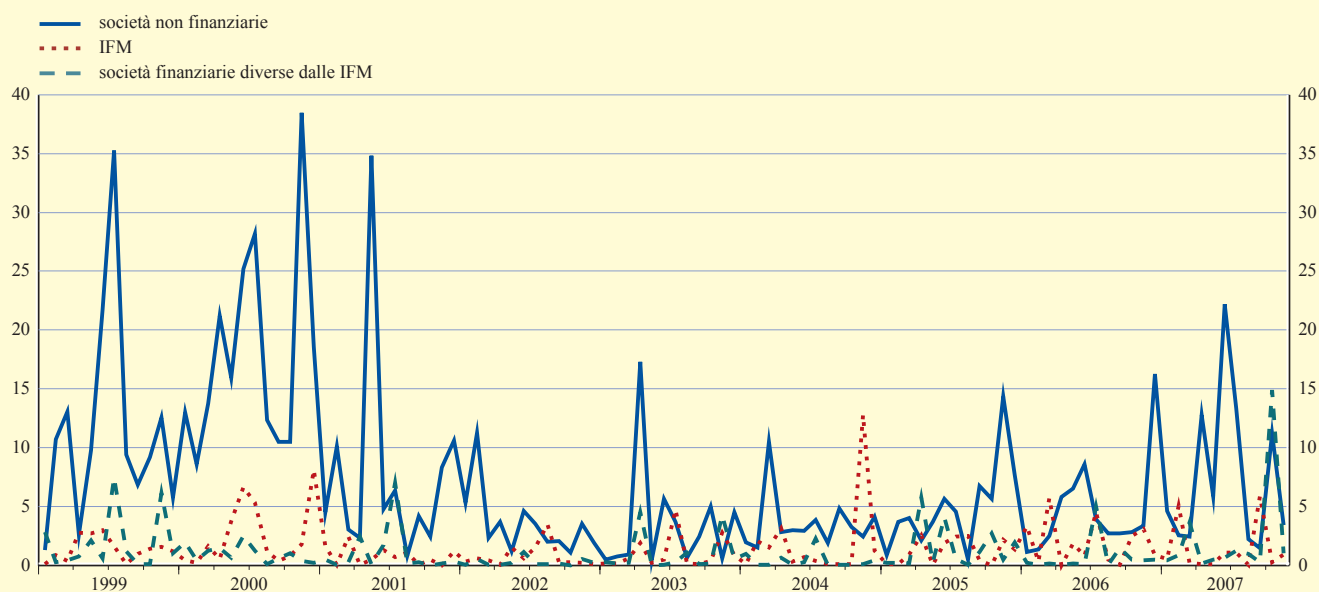
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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 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	7,3	3,6	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	0,0	0,0	0,0	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	2,0	4,9	3,1	0,0	3,1	0,4	0,2	0,3	3,3	1,8	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.	26,4	7,4	19,0	0,3	2,6	-2,4	14,9	0,5	14,4	11,2	4,3	6,9
nov.	5,3	3,3	2,0	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	3,4	2,0	1,4

#### 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
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	3,31	2,53	3,57	1,97	4,07	4,37	4,63	3,93
nov.	1,18	4,08	4,22	3,20	2,54	3,64	2,01	4,10	4,41	4,04	3,98
dic.	1,18	4,28	4,13	3,19	2,57	3,68	1,97	4,26	4,39	4,21	3,95

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	8,26	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	8,10	6,88	8,40	8,38	5,29	5,05	5,08	5,11	5,38	5,63	6,05	5,59
nov.	10,60	8,38	6,90	8,36	8,47	5,28	5,04	5,10	5,11	5,38	5,60	5,95	5,49
dic.	10,48	8,04	6,92	8,14	8,28	5,31	4,99	5,06	5,15	5,43	5,67	5,82	5,41

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7
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	6,00	5,26	5,11	5,19	5,31
nov.	6,50	5,96	5,90	5,29	5,08	5,28	5,36
dic.	6,59	6,08	5,94	5,31	5,37	5,62	5,47

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)

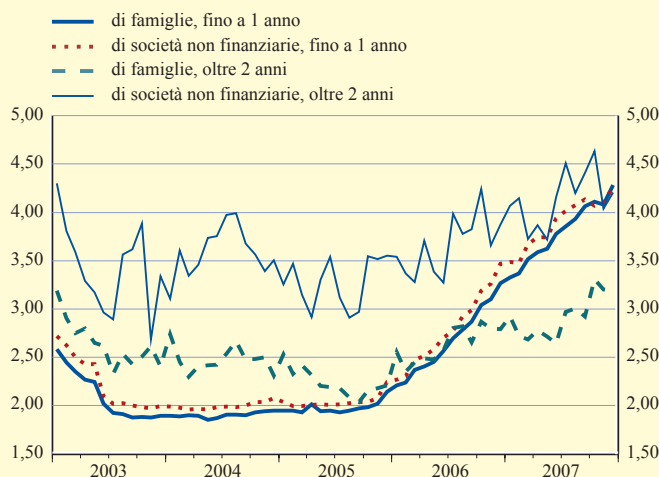
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni	
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	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	4,11	3,93
nov.	1,18	3,85	3,06	2,54	3,64	2,01	4,21	4,18	3,97
dic.	1,18	3,94	3,03	2,57	3,68	1,97	4,34	4,17	4,01

#### 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
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.	5,44	4,64	4,94	8,99	7,00	6,13	5,91	5,34	5,14
ott.	5,49	4,68	4,98	9,02	7,10	6,16	5,96	5,44	5,22
nov.	5,48	4,72	4,99	8,86	7,12	6,21	5,96	5,49	5,22
dic.	5,53	4,73	5,00	9,03	7,14	6,24	6,07	5,60	5,28

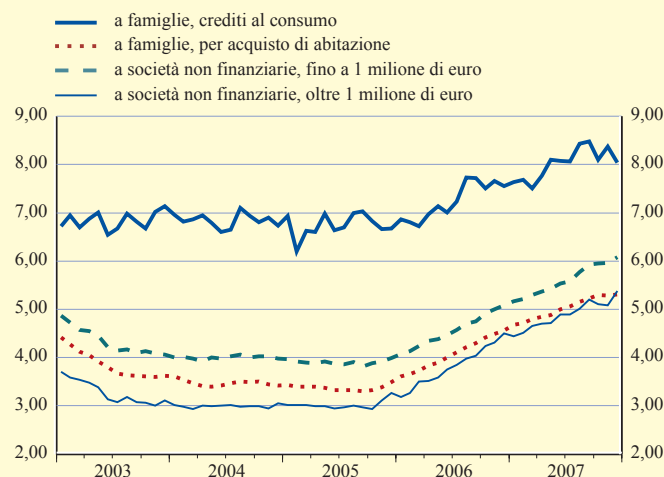
#### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

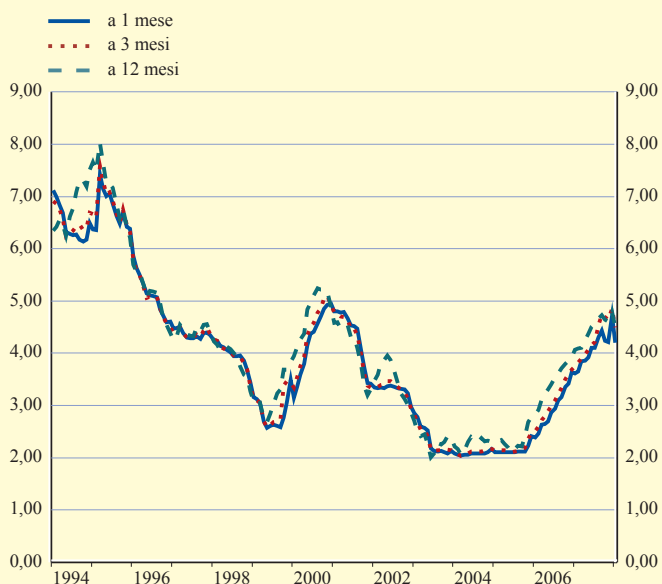
## 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(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
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
2008 gen.	4,02	4,20	4,49	4,51	4,51	3,95	0,89

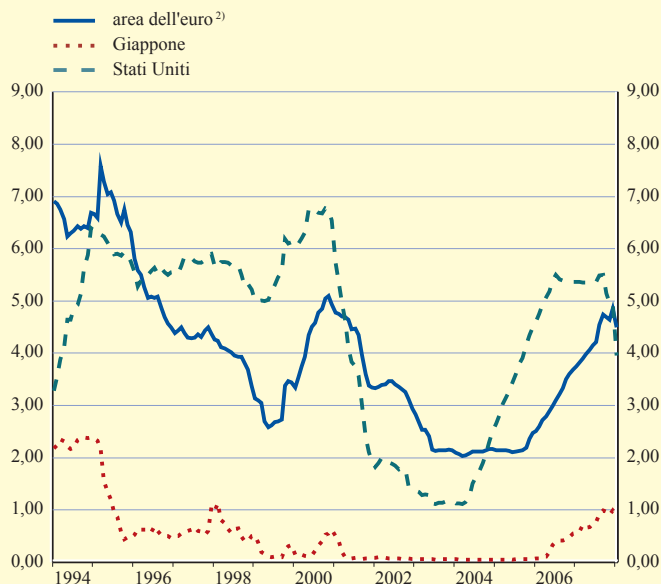
## F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(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.

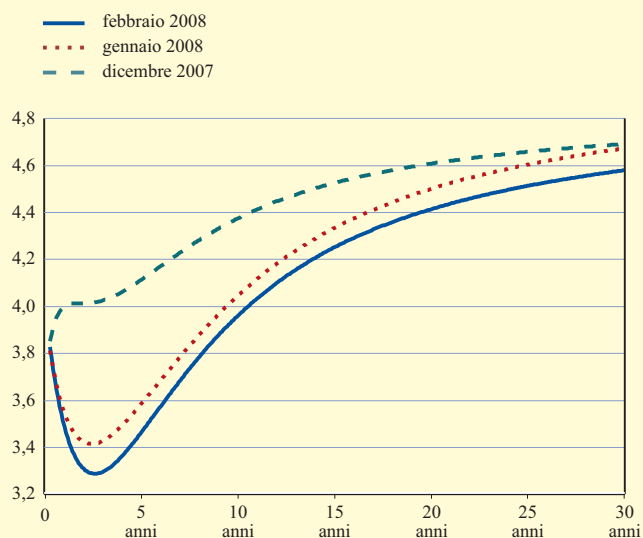
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 dic.	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 gen.	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
feb.	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
mar.	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
apr.	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
mag.	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
giu.	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
lug.	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
ago.	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
set.	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
ott.	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
nov.	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
dic.	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 gen.	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80

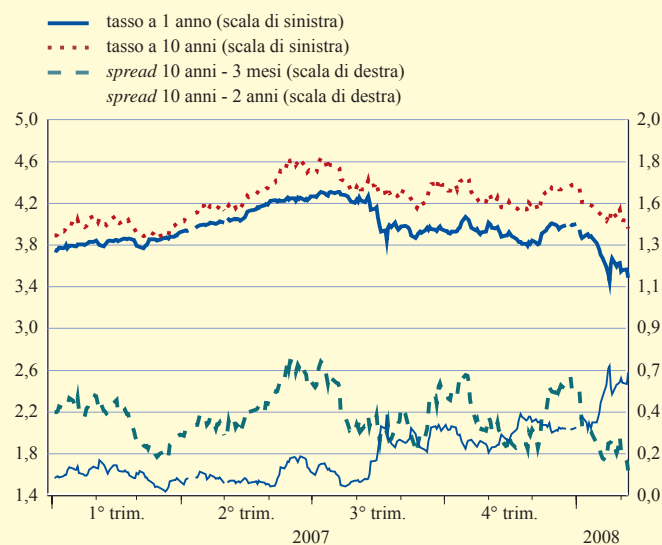
#### F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



#### F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)



Fonte: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS; rating di Fitch Ratings.

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

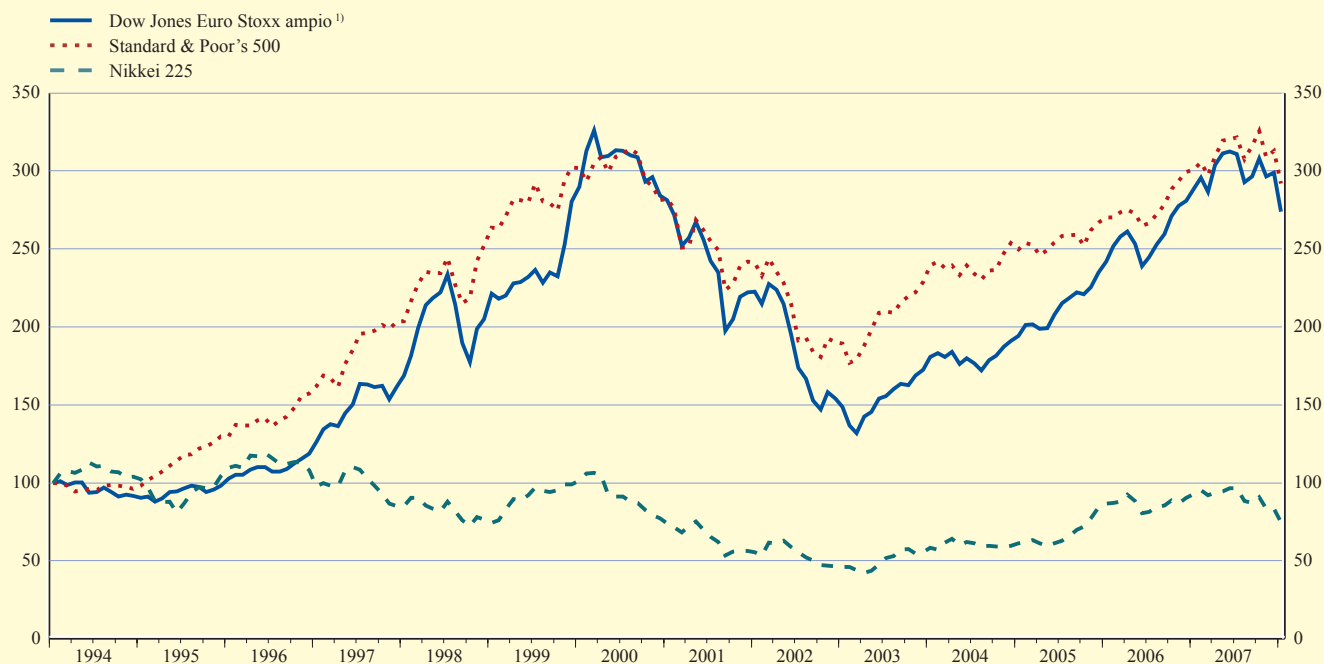
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
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
2008 gen.	380,2	4.042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1.380,3	13.953,4

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

# PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici											
in perc. del totale <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,2	13,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,4	
2006 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	
4° trim.	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,5	1,2	0,3	2,9	0,6	3,0	2,2	
2007 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.	106,2	3,1	2,3	3,4	2,5	0,2	0,6	0,1	0,0	-0,3	0,3	3,2	2,2	
2008 gen. <sup>4)</sup>		3,2												

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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



## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Prezzi internazionali delle materie prime <sup>3)</sup>		Prezzo del petrolio <sup>4)</sup> (euro per barile)
	Industria escluse le costruzioni												Totale		
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia					Beni energetici	Totale al netto dell'energia					
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo									
in perc. del totale <sup>5)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,5	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	119,1	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,3	1,9	2,4	1,7	.	.	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	6,1 <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	5,0 <sup>6)</sup>	-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.	121,2	3,9	4,5	3,2	3,7	1,5	3,7	1,9	3,9	6,9	.	.	23,5	1,6	61,0
2007 ago.	119,2	1,8	2,3	3,0	4,2	1,7	2,4	1,8	2,4	-1,9	-	-	-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.	121,5	4,2	4,8	3,1	3,6	1,5	3,7	1,9	4,0	8,0	-	-	26,9	-0,1	62,8
dic.	121,6	4,3	4,7	3,1	3,4	1,5	3,9	1,9	4,2	8,3	-	-	24,1	1,4	62,8
2008 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	35,0	3,0	62,4

### 3. Costo orario del lavoro<sup>7)</sup>

	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <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>	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	2,1

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	8	
<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	2,0	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) Includo le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

**5.2 Produzione e domanda**
**2. Valore aggiunto per branca di attività economica**

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2003	6.728,3	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	0,8	2,8	0,4	-1,0	0,7	1,4	0,4
2006	4,0	108,1	4,0	4,4	4,4	4,9	6,0	2,5	4,2	2,2	0,9	4,1
2006 4° trim.	4,5	109,5	4,0	5,0	4,9	5,4	6,8	3,3	5,5	2,9	-3,3	7,0
2007 1° trim.	4,8	110,6	4,0	6,0	6,0	6,7	7,1	4,0	4,2	4,0	-7,5	11,0
2° trim.	3,0	111,1	2,8	3,3	3,2	3,2	4,8	2,1	1,3	2,3	-0,5	3,1
3° trim.	4,0	112,8	4,0	4,3	4,2	3,5	6,7	3,2	2,2	3,4	1,5	2,5
2007 giu.	2,7	111,5	2,7	3,0	2,7	2,9	5,1	1,6	2,1	1,5	-0,4	2,1
lug.	4,1	112,2	4,1	4,8	4,8	4,2	7,4	2,9	1,7	3,2	-1,0	3,3
ago.	4,6	113,5	4,7	5,0	4,9	3,5	7,6	5,2	4,6	5,2	1,7	3,3
set.	3,3	112,6	3,5	3,3	3,1	2,9	5,4	1,9	1,2	2,0	4,0	1,1
ott.	4,3	113,3	4,4	4,0	3,9	3,2	7,1	2,1	0,6	2,3	6,7	3,1
nov.	2,5	112,7	3,0	2,2	2,1	1,8	4,7	1,0	-3,9	1,8	6,0	-0,9
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2007 giu.	-0,1	-	0,1	0,0	0,0	0,2	0,4	-0,3	0,0	-0,4	1,1	0,0
lug.	0,7	-	0,6	0,7	0,7	0,5	1,3	0,3	-0,3	0,4	0,0	0,5
ago.	1,0	-	1,2	1,2	1,2	1,2	1,5	1,8	3,8	1,5	0,8	0,0
set.	-0,9	-	-0,9	-1,3	-1,3	-1,4	-1,3	-1,6	-3,7	-1,3	0,6	-0,2
ott.	0,8	-	0,6	0,6	0,5	0,6	1,0	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,7
nov.	-0,6	-	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-2,2	-0,1	0,2	-0,9

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti					Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	119,2	9,2	118,9	7,3	3,5	109,0	2,1	0,7	2,7	2,9	4,9	973	3,3
2007	-	-	-	-	2,2	109,8	0,7	-0,4	1,4	-	-	963	-1,1
2007 1° trim.	125,0	7,9	124,5	7,6	2,7	109,7	1,6	0,4	2,5	4,2	4,2	949	-1,8
2° trim.	129,3	10,4	126,0	6,4	2,1	109,8	0,9	-0,2	1,8	3,0	2,3	951	-1,9
3° trim.	129,6	6,6	127,5	6,3	2,4	110,4	1,3	-0,6	2,5	5,4	2,2	961	0,7
4° trim.	-	-	-	-	1,7	109,3	-0,9	-1,1	-0,7	-	-	988	-1,1
2007 lug.	130,1	12,0	127,5	10,3	2,4	110,3	1,4	-1,9	3,6	5,6	4,0	950	0,9
ago.	129,8	5,4	128,4	6,4	2,0	110,3	0,9	0,2	1,3	0,9	1,9	961	0,7
set.	128,8	2,5	126,6	2,5	2,9	110,5	1,6	-0,1	2,5	9,4	0,5	973	0,3
ott.	132,2	11,0	127,5	9,4	2,9	109,8	0,8	0,6	1,1	1,7	-0,5	965	-0,3
nov.	135,5	11,7	128,0	4,6	1,4	109,1	-1,2	-1,7	-1,0	-1,0	-2,6	960	-3,8
dic.	-	-	-	-	1,0	109,0	-2,0	-2,0	-1,9	-	-	1.040	1,0
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2007 lug.	-	-2,4	-	-0,2	0,5	-	0,4	0,1	0,4	0,9	0,3	-	-2,1
ago.	-	-0,3	-	0,6	0,1	-	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,4	-	1,1
set.	-	-0,7	-	-1,4	0,5	-	0,2	0,3	0,1	2,0	-1,3	-	1,3
ott.	-	2,6	-	0,8	-0,3	-	-0,6	-0,4	-0,8	-3,1	-0,5	-	-0,8
nov.	-	2,5	-	0,4	-0,3	-	-0,7	-1,0	-0,5	-0,5	-0,7	-	-0,5
dic.	-	-	-	-	0,3	-	-0,1	0,0	-0,1	-	-	-	8,2

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

1) Nel 2000.

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

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

**5.2 Produzione e domanda**

 (saldo 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	98,7	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2006 4° trim.	109,3	6	6	4	15	84,0	-7	-3	-7	10	-9
2007 1° trim.	109,4	6	7	4	14	84,4	-5	-2	-5	6	-8
2° trim.	111,0	6	8	4	15	84,3	-3	-1	0	2	-7
3° trim.	108,7	4	5	6	13	84,0	-4	-2	-3	3	-7
4° trim.	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2007 ago.	109,4	5	6	5	13	-	-4	-2	-3	3	-8
set.	106,3	3	3	7	11	-	-6	-3	-7	6	-7
ott.	105,4	2	1	7	11	84,0	-6	-4	-6	5	-10
nov.	104,1	3	2	6	12	-	-8	-4	-11	7	-11
dic.	103,4	2	0	7	11	-	-9	-5	-12	8	-10
2008 gen.	101,7	1	-1	7	12	83,9	-12	-7	-17	11	-11

	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	-19	-4	-8	-12	14	2	11	6	8	18
2005	-7	-11	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	5	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	-1	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2006 4° trim.	3	-2	8	2	8	13	11	20	13	21	26
2007 1° trim.	1	-8	9	-1	2	16	12	21	16	21	25
2° trim.	0	-6	6	2	4	13	14	22	19	22	25
3° trim.	0	-8	7	1	7	14	11	20	16	20	24
4° trim.	-3	-11	4	0	4	16	13	15	11	14	20
2007 ago.	-1	-9	6	4	10	14	14	21	17	21	24
set.	0	-8	8	-3	2	15	5	18	13	18	22
ott.	-2	-9	6	-2	3	16	9	18	15	17	22
nov.	-4	-12	4	2	7	16	15	13	10	12	18
dic.	-5	-11	2	1	4	17	15	14	9	13	19
2008 gen.	-6	-12	1	-3	-3	18	10	12	6	12	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 2007.

3) 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.

4) 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
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
2007	11,336	7,4	8,874	6,5	2,462	14,8	5,594	6,6	5,742	8,4
2006 3° trim.	12,278	8,1	9,629	7,2	2,649	15,8	6,060	7,2	6,218	9,2
4° trim.	11,960	7,9	9,302	6,9	2,658	15,8	5,907	7,0	6,053	8,9
2007 1° trim.	11,583	7,6	9,075	6,7	2,508	15,0	5,657	6,7	5,926	8,7
2° trim.	11,397	7,5	8,949	6,6	2,447	14,7	5,587	6,6	5,810	8,5
3° trim.	11,250	7,3	8,815	6,5	2,436	14,6	5,583	6,6	5,668	8,3
2007 lug.	11,297	7,4	8,849	6,5	2,447	14,7	5,592	6,6	5,705	8,3
ago.	11,267	7,4	8,827	6,5	2,441	14,6	5,590	6,6	5,677	8,3
set.	11,187	7,3	8,768	6,4	2,419	14,5	5,567	6,6	5,620	8,2
ott.	11,127	7,3	8,729	6,4	2,398	14,4	5,568	6,6	5,559	8,1
nov.	11,060	7,2	8,679	6,3	2,382	14,4	5,549	6,5	5,511	8,0
dic.	10,990	7,2	8,623	6,3	2,366	14,3	5,524	6,5	5,465	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							
												1	2	3	4	5	6	
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>							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
1998	-2,3	-2,3	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,7	4,8	1,8	2,3	8,2	11,6
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,8	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,4	-0,3	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,3	1,3	20,4	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3

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

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

## 6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: entrate trimestrali

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

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

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

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 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
3° trim.	68,1	2,1	11,0	5,2	49,8

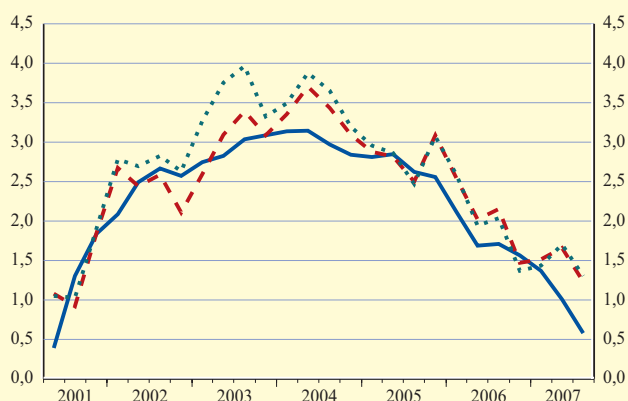
### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

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

### F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

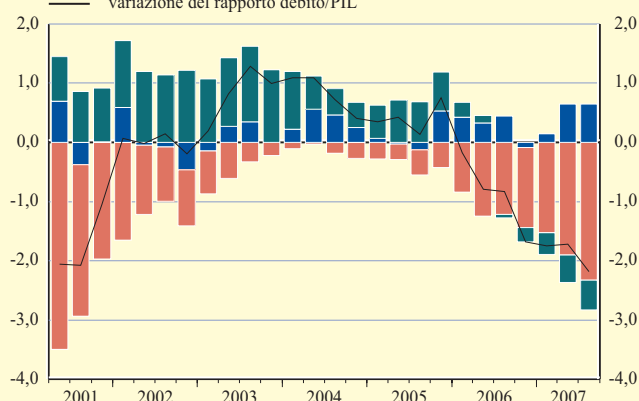
— disavanzo  
- - - variazione del debito  
... fabbisogno



### F29 Debito (definizione di Maastricht)

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

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



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.



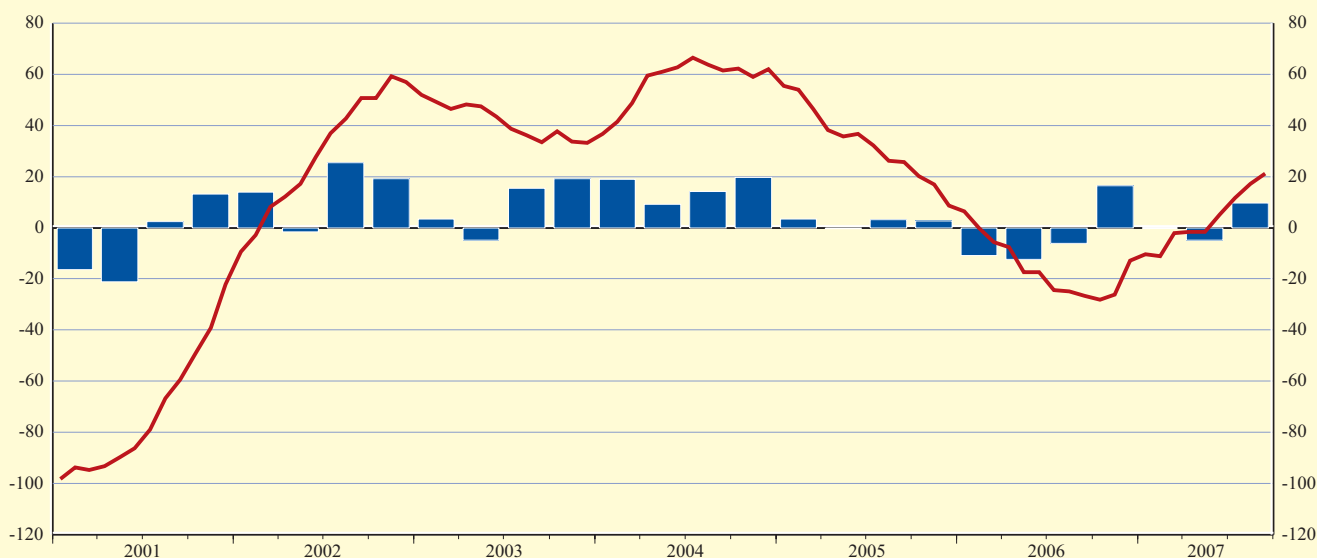
## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup> (miliardi di euro; transazioni nette)

	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.	-4,9	20,1	12,6	-21,1	-16,5	2,4	-2,4	23,6	-66,8	72,4	-23,2	45,4	-4,2	-21,2
3° trim.	9,8	18,5	14,4	2,1	-25,2	1,2	11,0	90,6	-37,8	76,2	-32,5	88,2	-3,6	-101,6
2006 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.	-4,6	4,5	3,2	-4,6	-7,7	0,6	-4,0	41,2	-8,4	1,1	-9,9	59,9	-1,5	-37,2
mag.	-12,7	4,3	3,4	-15,4	-5,1	1,8	-10,9	-3,7	-26,3	3,2	-2,9	23,0	-0,7	14,6
giu.	12,4	11,3	6,0	-1,1	-3,8	0,0	12,4	-13,9	-32,1	68,1	-10,4	-37,6	-1,9	1,5
lug.	4,8	7,9	4,8	-0,2	-7,7	0,8	5,6	45,9	-0,7	25,4	-12,9	37,0	-2,9	-51,4
ago.	0,4	4,0	3,6	1,1	-8,3	0,1	0,5	58,6	0,3	1,9	-8,4	63,9	1,0	-59,1
set.	4,6	6,5	6,1	1,2	-9,2	0,3	4,9	-13,9	-37,4	48,9	-11,1	-12,6	-1,6	9,0
ott.	3,9	8,7	3,1	2,3	-10,3	1,2	5,1	-80,6	21,3	-56,1	-6,9	-38,3	-0,5	75,5
nov.	1,0	5,1	2,0	1,0	-7,0	1,1	2,2	-11,7	11,0	10,2	-33,2	0,1	0,2	9,5
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2007 nov.	24,0	65,8	43,4	-5,1	-80,0	14,4	38,4	-6,3	-111,5	256,8	-117,7	-22,4	-11,5	-32,1

### F30 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)

■ flussi trimestrali  
— flussi cumulati sui 12 mesi



Fonte: BCE

1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note Generali.

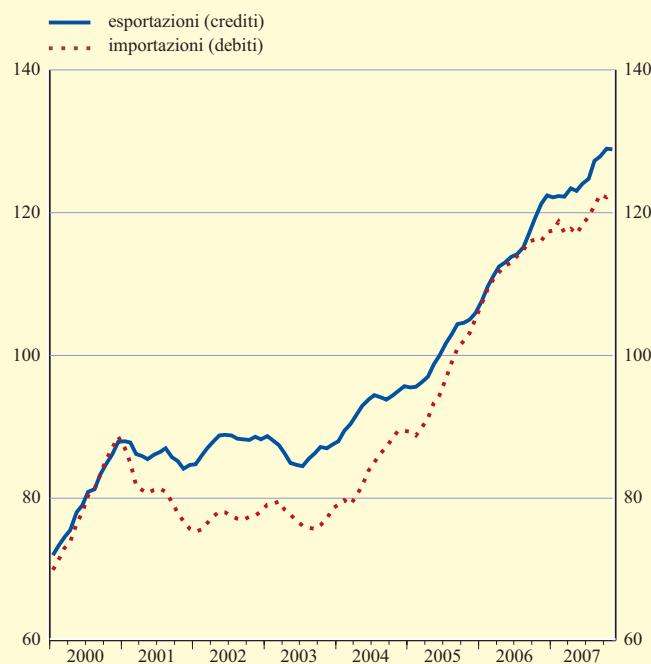
**7.2 Conto corrente e conto capitale**  
(miliardi di euro; transazioni)

**1. Conto corrente e conto capitale: principali voci**

	Conto corrente											Conto capitale			
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		Crediti		
											Rimesse dei lavoratori	Rimesse dei lavoratori			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	5,3	141,7	11,7	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	5,3	158,0	13,1	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	5,3	164,0	15,5	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	1,5	40,1	3,9	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	1,4	43,5	4,4	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	1,4	48,0	4,6	7,8	2,8
2° trim.	646,6	651,5	-4,9	373,3	353,2	115,0	102,4	139,7	160,8	18,6	1,6	35,1	4,9	4,9	2,5
3° trim.	650,8	641,1	9,8	375,3	356,8	126,2	111,8	133,5	131,4	15,9	1,7	41,1	5,2	4,1	2,8
2007 set.	217,6	213,0	4,6	126,4	119,9	40,5	34,5	45,9	44,7	4,7	.	13,9	.	1,2	0,9
ott.	230,7	226,8	3,9	140,5	131,8	41,0	37,8	44,9	42,6	4,3	.	14,6	.	2,0	0,8
nov.	223,3	222,2	1,0	136,4	131,3	37,1	35,1	44,6	43,7	5,1	.	12,2	.	2,2	1,1
	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.	642,4	638,1	4,3	372,0	354,9	115,4	105,9	132,7	137,1	22,3	.	40,2	.	.	.
3° trim.	663,6	656,0	7,6	383,5	367,5	117,6	105,2	141,0	140,7	21,4	.	42,6	.	.	.
2007 giu.	219,5	214,0	5,5	126,7	119,4	39,0	35,7	46,3	46,7	7,5	.	12,2	.	.	.
lug.	219,2	215,4	3,8	125,9	121,7	38,4	35,0	47,2	44,8	7,7	.	13,9	.	.	.
ago.	222,0	218,9	3,2	129,1	121,9	39,6	35,4	46,3	47,1	7,0	.	14,5	.	.	.
set.	222,3	221,7	0,6	128,6	123,9	39,6	34,9	47,5	48,7	6,7	.	14,1	.	.	.
ott.	221,6	218,4	3,1	129,2	120,7	38,8	36,0	47,7	45,5	5,9	.	16,3	.	.	.
nov.	220,6	219,9	0,7	128,8	124,0	38,9	35,7	47,4	47,2	5,5	.	12,9	.	.	.

**F31 Conto dei beni**

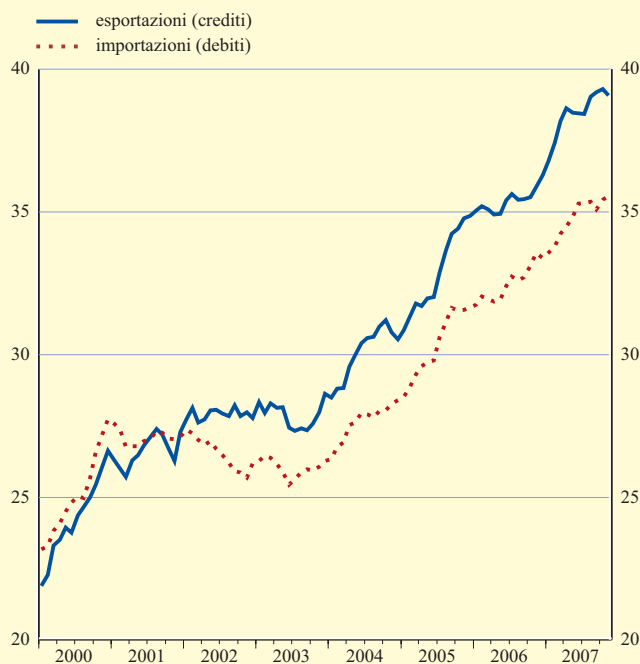
(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

**F32 Conto dei servizi**

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



## 7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

### 2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Utili reinvestiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2004	15,3	7,6	275,9	293,4	99,6	37,1	78,4	31,4	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	32,1	89,1	-10,2	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	27,0	94,2	40,3	18,5	16,7	39,0	99,0	101,5	87,2	137,4	150,9
2006 3° trim.	4,0	3,0	109,2	108,8	34,9	13,3	23,4	13,0	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	7,6	26,2	9,1	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	15,6	22,5	6,5	5,1	4,9	9,6	18,2	27,8	25,4	41,6	44,8
2° trim.	4,0	2,5	135,6	158,3	38,8	4,1	23,0	2,1	5,7	4,8	16,0	52,9	28,7	28,3	46,4	49,4
3° trim.	4,2	3,1	129,3	128,3	36,2	14,7	22,1	12,0	5,5	5,1	11,0	23,9	30,8	26,8	45,8	50,4

### 3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2006 al 3° trim. 2007	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterne all'area dell'euro)						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
		Crediti														
<b>Conto corrente</b>	2.552,9	977,0	53,7	84,0	501,7	277,3	60,2	29,9	33,9	72,6	28,3	56,1	86,5	164,9	401,2	702,5
Beni	1.484,7	541,5	33,8	54,5	232,9	220,2	0,0	17,1	18,2	59,2	21,8	34,5	65,1	84,5	198,3	444,5
Servizi	455,7	165,0	9,5	12,3	109,2	28,2	5,9	4,5	6,7	10,1	4,9	10,6	9,4	44,9	79,8	119,9
Redditi	523,2	205,3	10,0	16,5	146,1	26,3	6,4	8,1	8,3	3,1	1,7	10,8	11,9	29,6	115,2	129,3
Redditi da capitale	506,9	199,8	9,9	16,4	144,4	26,1	3,0	8,1	8,2	3,1	1,7	10,7	11,8	23,1	113,8	126,7
Trasferimenti correnti	89,3	65,2	0,5	0,7	13,5	2,7	47,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,3	0,1	5,9	7,9	8,7
<b>Conto capitale</b>	25,6	21,0	0,0	0,0	0,9	0,1	19,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,1	0,4	0,9	2,7
		Debiti														
<b>Conto corrente</b>	2.531,9	837,4	42,0	76,8	406,0	216,0	96,5	-	27,7	-	-	92,6	-	159,6	363,5	-
Beni	1.420,7	420,2	28,2	49,5	171,3	171,2	0,0	23,1	12,6	159,3	17,9	55,0	85,4	73,5	135,3	438,4
Servizi	413,3	134,3	7,9	10,0	86,2	30,1	0,1	4,0	6,4	9,2	3,4	7,8	7,5	32,9	87,5	120,3
Redditi	530,2	178,7	5,5	16,5	138,2	10,8	7,7	-	6,9	-	-	29,4	-	47,5	134,2	-
Redditi da capitale	520,2	172,7	5,4	16,4	136,9	6,3	7,7	-	6,7	-	-	29,3	-	47,1	133,2	-
Trasferimenti correnti	167,6	104,2	0,4	0,9	10,4	3,9	88,7	1,4	1,9	2,1	0,6	0,4	0,5	5,6	6,5	44,4
<b>Conto capitale</b>	12,3	1,8	0,0	0,1	0,9	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,7	1,7	7,5
		Saldo														
<b>Conto corrente</b>	21,0	139,6	11,7	7,2	95,7	61,3	-36,3	-	6,2	-	-	-36,5	-	5,3	37,7	-
Beni	64,0	121,3	5,6	5,0	61,6	49,0	0,0	-6,0	5,6	11,0	3,9	-20,5	-20,3	11,0	63,0	6,1
Servizi	42,4	30,7	1,5	2,3	23,0	-2,0	5,8	0,5	0,3	0,9	1,4	2,7	1,9	12,0	-7,7	-0,4
Redditi	-7,1	26,7	4,5	0,0	8,0	15,5	-1,3	-	1,5	-	-	-18,6	-	-18,0	-19,0	-
Redditi da capitale	-13,3	27,0	4,5	0,0	7,5	19,8	-4,7	-	1,5	-	-	-18,6	-	-24,0	-19,5	-
Trasferimenti correnti	-78,3	-39,1	0,1	-0,1	3,1	-1,2	-40,9	-1,2	-1,2	-1,9	-0,6	-0,1	-0,3	0,3	1,4	-35,6
<b>Conto capitale</b>	13,3	19,3	0,0	-0,1	0,0	-0,2	19,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,4	0,0	-0,3	-0,9	-4,8

Fonte: BCE.





## 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

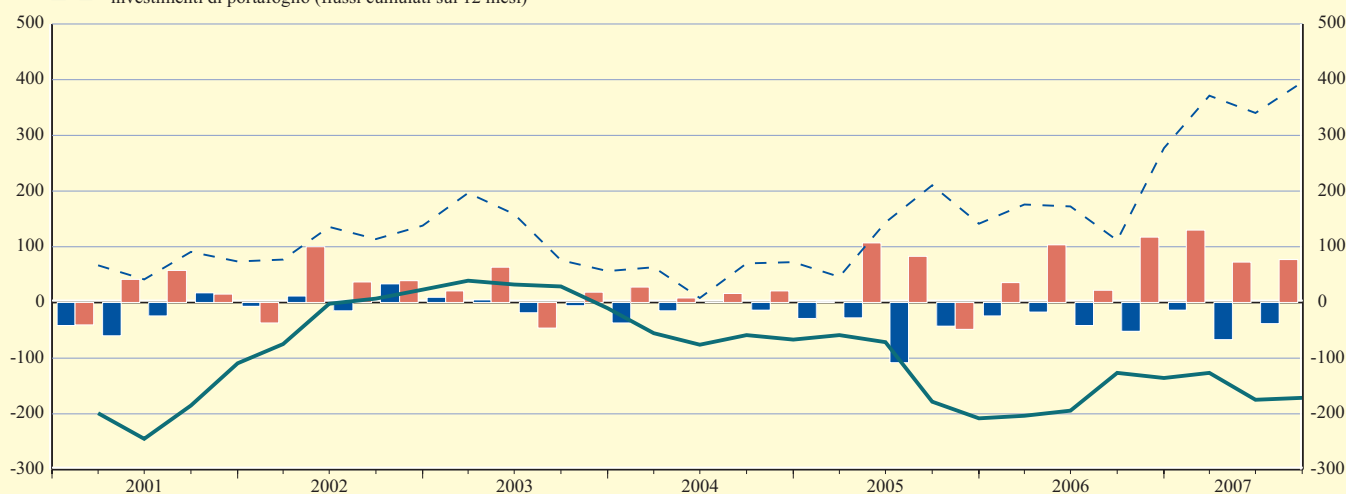
### 2. Investimenti diretti

	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	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2005	2.809,4	2.290,8	178,0	2.112,8	518,6	4,2	514,4	2.447,6	1.841,2	55,2	1.786,0	606,5	8,4	598,0
2006	3.075,9	2.510,5	211,2	2.299,3	565,4	3,6	561,7	2.658,8	2.039,8	59,8	1.980,1	619,0	7,8	611,1
2007 2° trim.	3.318,0	2.680,1	228,2	2.451,8	638,0	7,6	630,3	2.798,1	2.144,3	57,3	2.087,0	653,7	13,4	640,3
3° trim.	3.374,0	2.729,8	240,5	2.489,3	644,2	7,1	637,2	2.876,9	2.200,5	57,8	2.142,8	676,4	13,7	662,7
Transazioni														
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 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.	111,6	88,5	5,9	82,6	23,0	1,5	21,6	44,7	47,0	-1,0	47,9	-2,3	0,9	-3,2
3° trim.	109,4	75,5	15,5	60,1	33,9	-0,6	34,4	71,6	43,2	0,6	42,6	28,5	0,3	28,1
2007 lug.	24,7	18,1	1,2	16,9	6,6	-0,6	7,2	24,0	14,9	0,2	14,6	9,2	-0,3	9,5
ago.	27,9	18,6	3,2	15,4	9,3	-0,7	10,0	28,3	11,8	0,0	11,8	16,5	-0,3	16,8
set.	56,8	38,8	11,1	27,7	18,0	0,8	17,2	19,3	16,5	0,4	16,1	2,8	1,0	1,8
ott.	24,0	24,2	-12,1	36,3	-0,2	-0,6	0,4	45,3	30,1	0,2	29,9	15,2	-0,2	15,4
nov.	18,2	9,8	2,3	7,4	8,4	-0,8	9,2	29,1	6,9	0,4	6,6	22,2	0,4	21,8
Tassi di crescita														
2005	14,9	15,3	8,0	15,9	13,4	-0,5	13,5	6,5	7,0	1,9	7,1	5,1	-4,5	5,2
2006	12,1	11,8	20,5	11,0	13,5	-2,2	13,6	8,1	9,4	8,9	9,4	4,3	-0,3	4,3
2007 1° trim.	12,7	11,6	21,8	10,7	17,7	-55,5	18,1	9,3	9,6	7,5	9,7	8,4	-9,4	8,6
2° trim.	12,2	11,2	20,5	10,5	16,4	-47,7	16,7	6,9	7,2	4,4	7,3	6,0	-11,7	6,2
3° trim.	12,9	11,2	21,4	10,3	20,6	-38,5	20,8	8,2	7,7	2,4	7,8	9,8	-1,4	9,9

### F33 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.

**7.3 Conto finanziario**

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni del periodo)

**3. Investimenti di portafoglio: attività**

	Totale	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito										
		Totale	IFM	non IFM		Obbligazioni e note						Strumenti di mercato monetario				
				Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM				
								Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche			Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	Euro-sistema	Ammini-strazioni pubbliche	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
2005	3.876,6	1.725,0	102,5	3,0	1.622,5	27,2	1.835,6	701,1	8,6	1.134,5	11,6	316,0	262,8	0,8	53,2	0,1
2006	4.441,3	2.012,0	122,2	2,8	1.889,8	37,0	2.051,5	829,5	10,8	1.222,0	13,4	377,8	310,6	8,7	67,2	0,3
2007 2° trim.	4.812,7	2.176,9	152,1	3,0	2.024,8	41,4	2.207,1	921,4	11,2	1.285,7	14,7	428,6	339,6	8,1	89,0	10,4
3° trim.	4.820,4	2.180,4	140,9	2,8	2.039,5	42,3	2.238,1	920,9	11,5	1.317,1	15,5	402,0	315,7	8,1	86,3	10,1
Transazioni																
2005	412,1	134,3	14,4	0,1	119,9	3,5	260,4	117,2	0,7	143,2	0,8	17,4	14,4	-0,1	2,9	-0,1
2006	535,0	156,3	18,1	0,0	138,2	6,2	309,5	171,7	2,6	137,8	1,1	69,2	56,6	8,0	12,6	-0,1
2007 1° trim.	147,4	17,6	19,0	0,0	-1,4	0,8	93,8	51,2	0,7	42,6	1,2	36,0	22,6	-0,7	13,4	5,5
2° trim.	153,0	12,0	4,9	0,0	7,1	1,5	116,5	66,0	0,3	50,5	0,5	24,5	13,4	0,1	11,1	4,5
3° trim.	34,0	7,8	-8,1	0,0	15,9	2,0	43,7	12,7	0,4	31,0	0,9	-17,4	-14,1	0,0	-3,4	-0,3
2007 lug.	46,9	8,5	-1,5	0,0	9,9	.	25,1	19,6	0,5	5,6	.	13,3	9,7	0,0	3,6	.
ago.	-5,8	1,2	-9,5	0,0	10,7	.	14,0	0,0	0,0	14,0	.	-21,0	-10,5	-0,1	-10,5	.
set.	-7,1	-1,9	2,8	0,0	-4,7	.	4,6	-6,8	-0,1	11,4	.	-9,7	-13,3	0,1	3,5	.
ott.	68,2	9,6	9,3	0,0	0,3	.	32,5	12,9	0,3	19,6	.	26,1	27,6	0,0	-1,5	.
nov.	33,3	12,1	6,4	0,0	5,7	.	25,9	22,3	0,5	3,6	.	-4,7	4,1	-0,4	-8,8	.
Tassi di crescita																
2005	13,0	9,8	18,1	6,1	9,3	19,7	17,0	20,8	9,1	14,7	8,0	6,0	6,1	-6,6	4,3	-8,3
2006	13,9	9,1	18,1	0,9	8,5	21,8	17,2	25,1	31,1	12,4	10,1	22,1	22,5	1.022,8	22,9	-20,5
2007 2° trim.	14,0	5,1	35,7	0,2	3,3	15,2	19,6	28,7	56,9	13,8	23,6	33,6	30,7	12,3	46,7	56,2
3° trim.	11,2	3,6	29,4	0,1	2,1	17,3	17,5	21,9	53,4	14,6	28,6	18,8	14,4	11,3	39,5	162,0

**4. Investimenti di portafoglio: passività**

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito								
		Totale	IFM	non IFM	Obbligazioni e note						Strumenti di mercato monetario		
					Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM		
							Ammini-strazioni pubbliche	Ammini-strazioni pubbliche				Ammini-strazioni pubbliche	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)													
2005	5.110,5	2.434,4	533,6	1.900,8	2.371,1	725,9	1.645,2	1.176,1	304,9	106,8	198,1	158,5	
2006	5.965,2	2.932,5	671,1	2.261,4	2.738,8	848,3	1.890,4	1.254,6	293,9	124,0	170,0	138,6	
2007 2° trim.	6.629,5	3.314,8	803,4	2.511,4	2.969,7	951,6	2.018,1	1.272,4	345,0	143,8	201,2	184,5	
3° trim.	6.684,7	3.319,9	808,6	2.511,2	3.004,0	979,6	2.024,4	1.273,0	360,8	142,6	218,2	193,3	
Transazioni													
2005	553,4	263,0	-	-	237,1	-	-	-	53,3	-	-	-	
2006	811,4	309,2	97,4	212,1	500,1	215,1	286,4	151,2	2,1	28,3	-26,8	-19,3	
2007 1° trim.	277,2	113,5	56,1	57,4	141,8	62,3	79,5	28,4	21,9	5,8	16,1	22,3	
2° trim.	225,4	71,2	16,6	54,6	117,4	44,7	72,7	48,4	36,8	15,0	21,8	19,9	
3° trim.	110,2	43,7	23,0	20,7	52,6	26,7	25,8	25,4	14,0	2,7	11,2	12,2	
2007 lug.	72,3	49,3	.	.	24,0	.	.	.	-0,9	.	.	.	
ago.	-3,9	-24,5	.	.	14,7	.	.	.	5,9	.	.	.	
set.	41,8	18,9	.	.	13,9	.	.	.	9,0	.	.	.	
ott.	12,1	2,7	.	.	20,7	.	.	.	-11,3	.	.	.	
nov.	43,5	-3,0	.	.	54,0	.	.	.	-7,5	.	.	.	
Tassi di crescita													
2005	13,1	13,6	.	.	11,2	.	.	.	23,7	.	.	.	
2006	16,0	12,6	18,1	11,0	21,8	31,6	17,8	13,3	0,7	27,5	-13,2	-12,0	
2007 1° trim.	16,0	11,1	22,6	8,0	23,3	36,2	18,1	12,2	2,3	22,3	-8,5	-3,4	
2° trim.	16,7	12,1	22,5	9,2	21,5	34,5	16,2	11,5	18,5	41,7	6,1	13,7	
3° trim.	15,4	11,0	18,1	8,9	19,5	28,2	15,7	12,9	21,7	35,5	13,8	21,1	

Fonte: BCE.

### 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

#### 5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2005	3.769,1	5,8	5,4	0,4	2.514,7	2.458,5	56,2	127,6	19,7	60,8	11,8	1.121,0	189,5	800,8	345,6
2006	4.392,0	8,8	8,4	0,4	2.938,3	2.879,1	59,2	117,1	14,1	57,8	15,4	1.327,9	187,7	988,7	375,2
2007 2° trim.	4.943,5	17,3	17,0	0,3	3.333,7	3.265,1	68,6	125,9	13,7	67,1	27,5	1.466,6	198,2	1.112,6	422,4
3° trim.	5.090,2	19,5	19,2	0,3	3.351,9	3.284,4	67,5	106,1	13,5	48,0	13,3	1.612,7	197,3	1.265,5	426,0
Transazioni															
2005	566,8	0,9	0,9	0,0	395,2	392,1	3,1	-4,6	0,0	-5,8	2,4	175,3	9,0	149,4	3,9
2006	721,5	2,9	2,9	0,0	524,1	520,0	4,1	-1,8	0,0	-2,6	3,1	196,2	5,4	178,6	26,4
2007 1° trim.	373,0	5,3	5,3	0,0	290,4	282,1	8,3	-7,2	0,0	-7,4	-5,2	84,6	2,2	74,3	39,2
2° trim.	190,3	3,5	3,5	0,0	130,6	126,4	4,2	17,6	0,0	17,1	17,4	38,7	2,4	30,2	-3,3
3° trim.	227,8	1,7	1,7	0,0	77,5	80,3	-2,8	-18,2	-0,1	-18,4	-14,1	166,8	2,6	163,9	6,5
2007 lug.	3,5	-0,4	.	.	36,4	.	.	-18,2	.	.	-14,2	-14,3	.	.	-12,7
ago.	25,6	2,6	.	.	32,1	.	.	-0,5	.	.	-0,8	14,5	.	.	-1,5
set.	198,7	-0,5	.	.	9,0	.	.	0,5	.	.	0,9	166,6	.	.	20,7
ott.	136,7	1,3	.	.	101,5	.	.	-4,3	.	.	-4,3	38,2	.	.	10,2
nov.	75,7	-1,5	.	.	57,4	.	.	3,4	.	.	4,3	16,4	.	.	-8,5
Tassi di crescita															
2005	18,3	19,4	19,9	13,6	19,2	19,6	6,0	-3,5	0,2	-9,2	12,6	19,3	5,2	23,4	1,5
2006	19,4	50,5	53,4	9,8	21,2	21,5	7,4	-1,5	0,0	-4,3	26,1	17,7	2,9	22,6	7,5
2007 1° trim.	22,7	54,6	56,3	12,3	26,3	26,6	14,4	-2,3	0,0	-5,6	23,2	16,9	2,4	21,8	8,6
2° trim.	24,4	115,0	119,5	11,2	28,7	28,8	22,3	3,4	-0,1	4,4	32,9	16,8	1,9	20,6	5,7
3° trim.	25,7	150,5	156,9	10,2	25,9	26,2	15,1	-2,3	-0,9	-6,9	11,4	26,7	4,8	33,6	9,4

#### 6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2005	4.008,6	82,4	82,1	0,2	3.098,0	3.045,8	52,3	44,3	0,0	40,5	3,8	783,9	133,1	580,8	70,1
2006	4.592,0	100,2	99,9	0,2	3.467,3	3.413,5	53,8	47,8	0,0	43,9	3,8	976,8	144,5	744,5	87,7
2007 2° trim.	5.140,1	116,1	115,8	0,3	3.877,0	3.814,8	50,9	0,0	45,7	5,2	62,2	1.096,1	148,6	844,9	102,6
3° trim.	5.361,9	114,1	113,8	0,3	3.934,0	3.869,0	54,7	0,0	48,7	6,1	65,0	1.259,1	154,2	1.003,6	101,3
Transazioni															
2005	656,9	6,7	6,7	0,0	483,3	481,7	1,6	-2,2	0,0	-1,9	-0,3	169,2	13,5	149,2	6,5
2006	698,3	18,5	18,5	0,0	495,7	492,5	3,2	1,4	0,0	1,5	-0,1	182,6	11,9	159,7	11,0
2007 1° trim.	280,5	5,4	5,3	0,1	266,7	264,7	1,9	1,6	0,0	1,7	-0,1	6,9	-2,1	3,6	5,4
2° trim.	235,7	10,9	10,9	-0,1	180,5	178,3	2,1	0,0	0,0	-0,9	0,9	44,2	4,9	38,8	0,5
3° trim.	316,1	-1,3	-1,3	0,0	131,7	131,0	0,7	3,9	0,0	3,1	0,8	181,6	3,8	179,3	-1,4
2007 lug.	40,5	-6,7	.	.	48,0	.	.	-1,7	.	.	.	0,9	.	.	.
ago.	89,5	4,3	.	.	51,8	.	.	4,2	.	.	.	29,3	.	.	.
set.	186,1	1,2	.	.	32,0	.	.	1,4	.	.	.	151,4	.	.	.
ott.	98,3	3,8	.	.	89,9	.	.	1,8	.	.	.	2,8	.	.	.
nov.	75,8	5,0	.	.	61,3	.	.	2,5	.	.	.	6,9	.	.	.
Tassi di crescita															
2005	20,1	8,9	8,9	4,3	19,1	19,4	4,3	-4,9	26,4	-4,7	-7,2	27,9	11,4	34,4	13,1
2006	17,6	22,6	22,6	6,6	16,2	16,4	6,0	3,1	-41,1	3,7	-3,2	22,9	8,8	27,0	15,6
2007 1° trim.	16,7	19,2	19,2	14,9	16,6	16,9	-1,3	11,9	2,1	12,5	4,8	17,4	5,0	20,9	10,3
2° trim.	20,6	28,6	28,6	14,4	22,0	22,1	14,2	10,9	26,1	9,5	27,5	15,3	6,4	16,8	17,2
3° trim.	22,5	20,7	20,7	8,4	20,1	20,3	10,2	4,3	80,3	1,1	43,7	31,4	6,9	39,0	8,9

Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

**7. Altri investimenti: attività**

	Riserve ufficiali													Per memoria		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Attività	Passività	
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli					Strumenti finanziari derivati	Attività in valuta estera presso residenti dell'area dell'euro	Deflussi previsti a breve termine di valuta estera
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																
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 2° trim.	325,3	172,8	358,768	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	0,2	85,4	24,5	0,0	0,0	26,6	-24,6
3° trim.	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	0,3	85,8	23,5	0,4	0,0	26,2	-26,8
2007 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	188,6	355,291	4,6	3,5	142,4	8,5	23,1	110,4	-	-	-	0,5	0,0	26,8	-25,5
dic.	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	-	-	-	0,5	0,0	45,0	-38,6
<b>Transazioni</b>																
2004	-12,5	-1,2	-	-0,5	-4,0	-6,8	2,9	-3,3	-6,6	-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	1,6	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	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007 1° trim.	1,6	-0,4	-	0,0	-0,8	2,9	-1,4	5,0	-0,7	-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	3,1	0,1	2,3	0,7	0,0	0,0	-	-
3° trim.	3,6	-1,2	-	0,1	-0,3	4,9	2,0	0,9	2,1	0,1	2,3	-0,2	0,0	0,0	-	-
<b>Tassi di crescita</b>																
2004	-4,1	-0,9	-	-10,4	-17,0	-4,6	30,2	-10,7	-6,1	-46,6	-22,4	45,1	-55,8	-	-	-
2005	-5,9	-2,8	-	4,4	-44,6	-4,1	-2,0	-25,3	1,5	2,2	7,1	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,4	-73,2	-	-	-
2007 1° trim.	2,7	-2,1	-	12,6	-37,2	11,2	-21,7	10,2	13,5	-75,1	30,9	-21,9	-81,3	-	-	-
2° trim.	3,5	-1,7	-	15,6	-34,3	12,5	5,8	26,1	9,9	-52,6	22,1	-17,8	-69,2	-	-	-
3° trim.	3,6	-1,9	-	10,7	-32,6	12,5	74,6	15,1	9,2	-29,8	18,8	-14,6	-86,9	-	-	-

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro, consistenze a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 8. Scomposizione geografica

	Totale	Unione europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2006</b>	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
<b>Investimenti diretti</b>	417,1	-47,3	-7,2	-21,0	-218,6	199,8	-0,3	37,3	22,1	-6,2	78,1	-24,5	-5,6	-0,2	363,2
All'estero	3.075,9	1.147,6	35,1	83,4	803,8	225,2	0,0	90,2	24,9	68,2	300,0	608,0	329,1	0,0	508,0
Azioni/utili reinvestiti	2.510,5	934,2	32,0	58,1	644,5	199,5	0,0	71,0	20,1	63,5	250,1	453,1	306,8	0,0	411,7
Debito	565,4	213,4	3,1	25,3	159,3	25,7	0,0	19,2	4,8	4,7	49,9	154,9	22,2	0,0	96,3
Nell'area dell'euro	2.658,8	1.194,9	42,3	104,4	1.022,5	25,4	0,3	52,8	2,7	74,4	221,8	632,5	334,7	0,3	144,7
Azioni/utili reinvestiti	2.039,8	958,9	36,8	86,2	825,4	10,2	0,2	47,0	0,3	60,7	163,9	477,0	208,9	0,0	123,2
Debito	619,0	236,0	5,5	18,2	197,1	15,2	0,1	5,8	2,5	13,7	57,9	155,5	125,8	0,3	21,5
<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	37,5	262,7	141,1	1.452,6	527,7	32,1	527,7
Azioni	2.012,0	487,1	12,3	58,0	393,0	23,6	0,1	22,6	35,2	181,0	128,6	670,9	216,5	1,4	268,7
Strumenti di debito	2.429,3	888,1	53,2	82,8	609,5	74,2	68,4	61,9	2,3	81,7	12,5	781,7	311,2	30,7	259,0
Obbligazioni e note	2.051,5	730,9	48,4	70,9	471,2	72,3	68,2	59,7	2,3	62,2	8,4	657,6	271,9	29,7	228,8
Strumenti di mercato monetario	377,8	157,2	4,8	11,9	138,3	2,0	0,2	2,2	0,0	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	3,9	-37,5	-49,3	-5,4	-212,8	-20,0	18,7
Attività	4.392,0	2.306,6	111,2	69,0	1.986,6	130,4	9,4	19,4	25,2	73,6	263,1	585,9	438,3	45,7	634,2
Amministrazioni pubbliche	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	1,9	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	46,7
IFM	2.947,1	1.730,6	95,5	47,7	1.489,5	97,2	0,6	11,0	12,0	38,8	162,3	344,0	274,4	6,6	367,5
Altri settori	1.327,9	550,9	13,6	21,2	482,9	31,7	1,4	8,4	11,4	34,7	100,7	238,8	162,5	0,6	220,0
Passività	4.592,0	2.202,8	25,0	55,7	1.864,9	99,1	158,1	20,8	21,3	111,2	312,4	591,4	651,1	65,6	615,5
Amministrazioni pubbliche	47,8	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	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	8,5	60,2	252,4	416,2	580,4	60,4	513,5
Altri settori	976,8	516,7	5,5	20,4	429,0	22,0	39,8	6,8	12,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	88,2
<b>dal 4° trim. 2006 al 3° trim. 2007</b>	Transazioni cumulate														
<b>Investimenti diretti</b>	171,7	44,2	-5,5	4,4	16,1	29,3	-0,1	21,0	0,9	-8,5	21,9	-9,2	23,4	0,0	78,1
All'estero	387,0	123,5	2,0	6,5	81,0	34,1	0,0	28,7	3,4	3,3	32,5	77,0	42,0	0,0	83,2
Azioni/utili reinvestiti	274,6	70,6	1,8	2,7	35,4	30,8	0,0	18,4	2,2	3,0	19,0	68,2	29,7	0,0	63,6
Debito	112,4	52,9	0,2	3,8	45,6	3,4	0,0	10,3	1,2	0,3	13,5	8,8	12,3	0,0	13,0
Nell'area dell'euro	215,3	79,4	7,5	2,1	64,8	4,8	0,1	7,7	2,5	11,9	10,7	86,2	18,6	0,0	-1,6
Azioni/utili reinvestiti	155,1	58,5	7,5	0,8	47,5	2,5	0,1	0,4	0,4	8,3	6,4	69,2	6,5	0,0	5,5
Debito	60,2	20,9	0,0	1,3	17,3	2,3	0,0	7,3	2,1	3,6	4,3	17,0	12,1	0,0	-7,1
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	480,0	136,9	10,7	17,0	95,2	6,9	7,1	5,7	-2,0	-6,6	-1,0	172,6	78,3	-2,0	98,2
Azioni	69,8	1,5	2,4	2,0	-3,5	0,4	0,2	-1,0	-2,5	-2,0	-3,8	21,5	33,3	0,0	22,8
Strumenti di debito	410,2	135,4	8,3	15,0	98,7	6,5	6,9	6,7	0,5	-4,7	2,7	151,1	45,0	-2,0	75,3
Obbligazioni e note	343,1	105,6	8,2	14,8	71,7	4,5	6,4	5,5	0,5	1,8	2,4	126,9	27,1	-1,8	75,1
Strumenti di mercato monetario	67,1	29,8	0,2	0,2	26,9	2,0	0,6	1,3	0,0	-6,5	0,3	24,2	17,9	-0,2	0,2
<b>Altri investimenti</b>	60,3	118,7	25,6	-10,2	80,6	39,3	-16,5	-4,0	0,4	-33,9	-3,6	-116,7	58,8	0,1	40,5
Attività	1.059,8	558,8	24,9	-1,4	472,2	59,9	3,2	3,3	4,2	-16,8	38,9	260,7	93,4	9,4	107,9
Amministrazioni pubbliche	-2,3	-2,2	1,2	-0,8	-2,9	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,9	-1,2
IFM	720,8	417,0	22,1	2,5	333,5	58,5	0,4	-0,9	1,9	-8,9	39,0	96,6	82,6	8,5	84,9
Altri settori	341,3	144,0	1,5	-3,0	141,5	1,5	2,4	4,2	2,3	-8,3	0,0	164,2	10,8	0,0	24,2
Passività	999,5	440,1	-0,7	8,9	391,6	20,6	19,7	7,3	3,8	17,1	42,6	377,4	34,6	9,3	67,3
Amministrazioni pubbliche	2,4	6,3	-0,2	0,0	-1,6	0,0	8,0	0,0	0,0	-0,2	-2,6	0,3	0,1	0,2	-1,7
IFM	697,5	368,9	-1,4	6,9	341,4	16,2	5,8	5,3	2,9	17,1	27,5	186,5	26,3	9,0	54,0
Altri settori	299,6	64,9	0,9	2,0	51,7	4,4	5,8	2,0	0,9	0,2	17,7	190,6	8,3	0,1	15,0

Fonte: BCE.

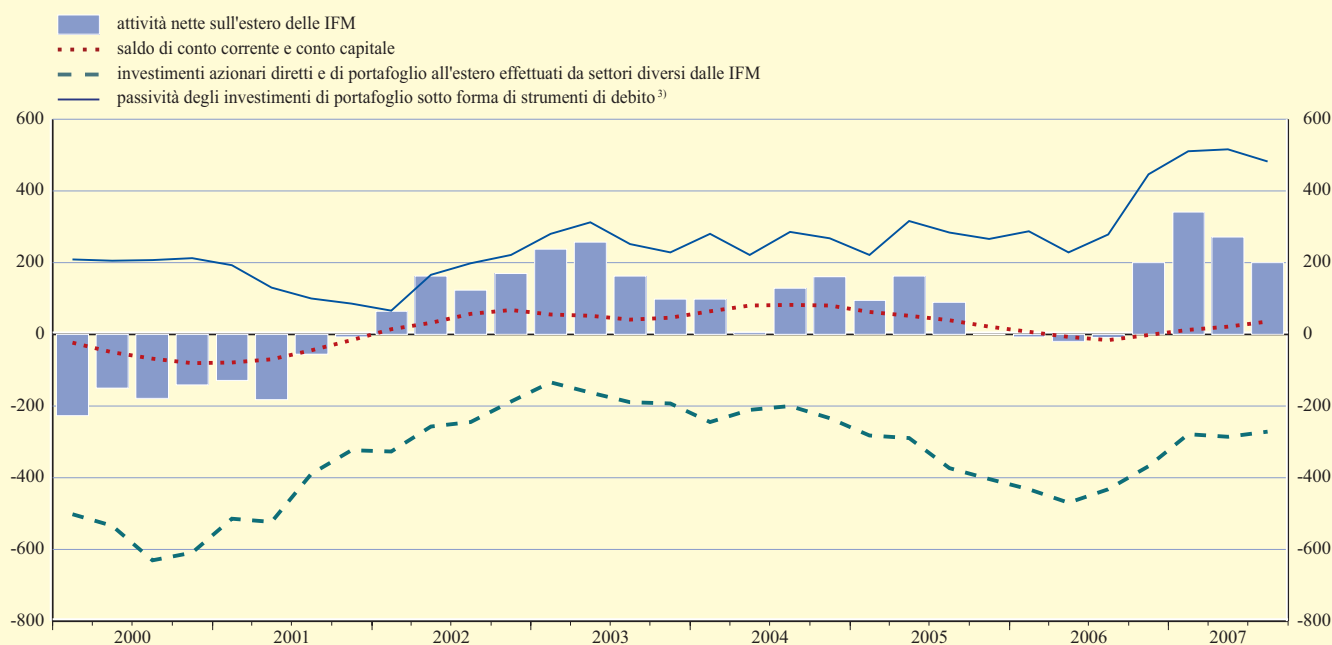
## 7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(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.	-2,4	-104,2	43,8	-68,7	60,4	123,9	-56,2	44,3	-23,2	-21,2	-3,5	-8,2
3° trim.	11,0	-94,5	71,3	-43,5	33,7	48,9	-148,6	185,6	-32,5	-101,6	-70,2	-69,6
2006 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.	-4,0	-23,9	17,0	-21,3	-14,5	38,5	-10,6	24,1	-9,9	-37,2	-41,8	-40,1
mag.	-10,9	-43,0	19,7	-20,3	10,9	41,1	-23,1	3,4	-2,9	14,6	-10,5	-15,1
giu.	12,4	-37,2	7,1	-27,2	64,0	44,2	-22,5	16,7	-10,4	1,5	48,7	47,0
lug.	5,6	-24,1	24,4	-19,1	34,6	19,0	32,5	-0,8	-12,9	-51,4	7,7	5,8
ago.	0,5	-25,5	28,6	-14,2	-14,6	23,8	-14,0	33,4	-8,4	-59,1	-49,5	-51,1
set.	4,9	-44,9	18,3	-10,2	13,7	6,1	-167,1	152,9	-11,1	9,0	-28,4	-24,2
ott.	5,1	-36,7	45,5	-18,4	-19,6	-10,0	-33,9	4,6	-6,9	75,5	5,1	13,8
nov.	2,2	-16,6	28,7	-0,6	0,4	55,9	-19,8	9,5	-33,2	9,5	36,0	32,2
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2007 nov.	38,7	-370,4	280,3	-204,4	191,4	394,3	-329,5	281,5	-117,7	-31,4	132,8	151,1

## 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.

## 7.5 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	299,7	916,9	986,8	553,0	164,9	240,5	708,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,2	544,9	247,2	314,8	995,9	1.073,7	603,6	184,2	256,2	767,8	128,9
2005	7,8	13,5	1.241,1	590,9	270,1	334,9	1.070,0	1.225,8	704,8	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	1.403,9	835,7	219,7	307,4	952,8	224,4
2006 2° trim.	10,2	16,1	342,4	165,1	72,9	91,6	292,4	349,4	207,4	55,9	76,2	236,0	57,3
3° trim.	8,8	11,3	349,9	170,8	72,5	92,7	299,4	355,3	214,3	53,8	76,9	239,5	59,9
4° trim.	12,8	8,6	364,3	177,6	76,5	96,9	314,9	358,0	212,7	54,4	79,1	248,7	52,3
2007 1° trim.	8,8	4,8	369,7	177,8	78,1	97,5	318,1	360,4	213,7	53,7	79,7	254,7	47,3
2° trim.	8,8	2,9	371,3	178,6	78,3	98,4	316,3	360,5	217,4	50,6	79,3	248,2	52,7
3° trim.	9,3	5,2	381,4	183,3	79,7	100,3	326,7	373,0	222,0	52,5	82,4	257,9	56,8
2007 giu.	9,2	2,8	126,2	60,7	26,1	33,4	107,8	121,3	73,1	17,1	26,8	84,4	17,9
lug.	13,5	9,0	125,4	60,4	25,6	33,4	107,2	124,6	74,7	17,6	27,1	85,8	19,2
ago.	11,6	4,6	128,9	62,1	27,0	33,6	110,7	125,0	74,3	17,7	27,7	86,9	18,9
set.	3,3	2,2	127,1	60,7	27,1	33,3	108,9	123,4	73,0	17,3	27,7	85,2	18,7
ott.	9,6	7,3	128,7	62,0	27,0	33,9	109,1	125,7	74,7	17,1	27,8	84,5	19,3
nov.	4,4	6,7	129,0				108,3	126,3				82,4	
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	113,1	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	108,2	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	114,4	107,6	124,2	123,7	116,4	109,7
2006	8,3	6,8	134,3	131,9	138,8	133,3	135,1	122,1	115,3	131,0	133,0	127,2	109,4
2006 2° trim.	5,9	5,3	132,6	130,1	137,7	130,8	133,1	121,1	113,6	133,0	133,0	126,9	106,9
3° trim.	5,8	5,5	135,0	133,2	137,2	133,0	135,7	122,9	117,1	129,4	132,8	127,6	116,2
4° trim.	10,1	6,9	139,6	137,2	143,0	138,6	141,2	125,9	119,0	131,4	136,7	132,1	109,7
2007 1° trim.	7,0	5,9	140,6	135,8	146,0	138,4	141,7	126,4	118,7	130,5	137,4	134,5	102,1
2° trim.	5,8	2,8	140,0	134,9	145,4	139,2	140,0	124,8	118,4	124,9	136,1	131,2	106,2
3° trim.	6,6	4,2	143,5	137,9	147,4	141,7	144,5	127,9	119,0	129,1	140,6	136,3	110,9
2007 giu.	6,1	0,9	142,3	137,1	145,5	141,5	142,8	124,9	117,9	126,6	138,1	133,7	105,6
lug.	10,2	7,6	141,4	136,5	141,9	140,4	142,0	128,1	119,8	130,4	138,6	135,8	111,6
ago.	9,2	5,3	146,0	140,5	150,2	143,4	147,1	129,3	120,5	131,2	142,1	138,6	111,8
set.	0,8	-0,2	143,2	136,8	150,0	141,1	144,4	126,2	116,7	125,8	141,0	134,6	109,3
ott.	7,3	2,8	145,2	140,1	150,4	143,1	145,2	127,6	117,0	126,0	142,7	134,7	104,9
nov.													
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	103,6	98,4	106,9	101,2	113,2	124,0	91,6	104,2	101,1	174,3
3° trim.	2,8	5,6	103,7	104,7	98,2	106,5	101,7	113,4	124,3	90,5	105,2	102,0	167,5
4° trim.	2,5	1,6	104,5	105,7	99,4	106,7	102,7	111,5	121,5	90,1	105,1	102,4	154,9
2007 1° trim.	1,6	-1,0	105,2	107,0	99,4	107,6	103,4	111,9	122,3	89,6	105,4	102,9	150,8
2° trim.	2,8	0,1	106,2	108,1	100,1	107,9	104,1	113,3	124,7	88,3	105,8	102,8	161,3
3° trim.	2,6	1,0	106,4	108,5	100,5	108,0	104,2	114,4	126,7	88,6	106,5	102,9	166,5
2007 giu.	2,9	1,9	106,5	108,4	100,1	108,2	104,3	114,4	126,4	88,5	105,7	102,9	165,4
lug.	3,0	1,3	106,5	108,5	100,8	108,8	104,4	114,5	127,0	88,1	106,4	103,0	167,9
ago.	2,2	-0,7	106,0	108,3	100,2	107,3	104,0	113,8	125,7	88,0	106,2	102,3	165,0
set.	2,5	2,4	106,6	108,7	100,6	108,0	104,2	115,1	127,5	89,6	107,0	103,2	166,7
ott.	2,1	4,4	106,4	108,4	100,3	108,4	103,9	115,9	130,3	88,9	106,1	102,3	179,8
nov.													

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				
	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	201,0	35,1	31,3	59,4	37,8	94,1
2004	1.146,2	25,8	42,1	204,3	138,7	35,9	66,6	31,9	172,6	225,3	40,4	33,3	64,5	40,6	97,7
2005	1.241,1	29,0	45,2	202,9	158,4	43,7	70,8	34,7	185,1	243,7	43,3	34,0	73,3	46,9	107,4
2006	1.392,8	31,7	49,8	216,6	195,5	55,2	77,7	38,9	201,0	273,3	53,9	34,5	77,9	54,8	120,3
2006 2° trim.	342,4	7,9	12,2	53,9	48,0	12,9	18,6	9,9	49,6	66,1	12,7	8,4	19,2	13,5	30,6
3° trim.	349,9	7,9	12,7	54,6	49,7	14,2	19,6	9,7	49,9	68,4	13,7	8,7	19,2	13,6	30,3
4° trim.	364,3	8,1	13,1	54,8	52,4	15,6	21,0	9,7	51,2	72,4	14,8	8,6	20,1	14,3	31,7
2007 1° trim.	369,7	8,3	13,5	56,6	54,1	15,7	20,5	10,3	50,0	72,3	14,4	8,8	21,4	14,9	32,2
2° trim.	371,3	8,4	13,9	55,9	55,2	16,7	20,0	9,9	48,6	72,8	14,9	8,9	21,4	15,4	33,1
3° trim.	381,4	8,5	14,2	58,6	57,9	17,1	20,6	10,3	49,2	74,6	15,3	8,4	22,1	15,6	32,8
2007 giu.	126,2	2,7	4,8	19,2	18,8	5,7	6,7	3,3	16,5	24,8	5,0	3,1	7,3	5,1	11,4
lug.	125,4	3,0	4,8	19,3	19,0	5,7	6,8	3,3	16,3	24,8	5,0	2,8	7,3	5,2	10,0
ago.	128,9	2,9	4,7	20,1	19,6	5,8	6,8	3,5	16,4	25,1	5,1	2,9	7,5	5,4	11,1
set.	127,1	2,7	4,7	19,1	19,3	5,6	7,0	3,5	16,4	24,7	5,2	2,6	7,3	5,1	11,7
ott.	128,7	2,9	4,8	19,2	19,7	5,9	7,0	3,4	16,2	25,2	5,2	2,8	7,4	5,3	11,7
nov.	129,0	.	.	.	.	6,0	7,2	3,5	15,8	25,4	5,1	2,7	7,3	5,1	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2006	100,0	2,3	3,6	15,6	14,0	4,0	5,6	2,8	14,4	19,6	3,9	2,5	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	269,2	74,4	52,1	68,8	39,9	72,8
2004	1.073,7	25,4	39,8	144,4	116,8	56,6	53,3	23,2	113,3	308,6	92,3	54,0	72,8	45,1	74,3
2005	1.225,8	26,3	42,2	152,4	129,4	76,2	58,0	25,5	120,0	362,2	118,0	53,0	95,9	53,7	83,8
2006	1.403,9	28,4	47,7	166,6	154,5	95,6	62,4	29,5	131,0	418,8	144,4	56,9	110,6	66,2	92,6
2006 2° trim.	349,4	7,0	11,6	42,8	37,7	25,5	15,4	7,5	32,2	104,4	35,4	14,1	27,3	16,3	21,7
3° trim.	355,3	7,2	12,1	41,4	39,5	24,1	16,1	7,5	32,7	104,9	35,7	14,4	28,3	16,8	24,8
4° trim.	358,0	7,1	12,6	40,8	41,6	22,2	16,0	7,6	33,6	108,0	39,8	14,3	27,8	17,4	23,4
2007 1° trim.	360,4	7,0	12,9	40,8	42,3	22,6	16,9	7,9	33,7	111,0	42,3	14,9	26,4	17,9	21,0
2° trim.	360,5	7,0	12,7	41,2	43,3	23,7	16,5	7,9	32,2	107,1	39,6	14,2	27,0	18,4	23,4
3° trim.	373,0	7,3	12,8	42,3	45,4	23,6	17,2	8,1	33,0	112,9	44,3	14,5	27,9	19,0	23,7
2007 giu.	121,3	2,4	4,2	14,0	15,0	8,0	5,6	2,7	10,6	36,4	13,7	4,8	9,6	6,2	6,5
lug.	124,6	2,5	4,2	14,3	14,7	8,2	5,7	2,7	10,9	37,9	14,8	4,7	9,4	6,2	8,0
ago.	125,0	2,4	4,3	14,4	15,3	7,8	5,8	2,7	10,9	38,1	14,9	5,0	9,2	6,3	7,8
set.	123,4	2,4	4,2	13,6	15,4	7,6	5,7	2,7	11,2	36,9	14,7	4,8	9,4	6,5	7,9
ott.	125,7	2,2	4,2	14,0	15,5	9,0	5,6	2,7	10,6	37,1	14,7	4,9	9,4	6,5	8,6
nov.	126,3	.	.	.	.	9,0	5,5	2,8	10,7	36,1	14,2	4,5	10,0	6,7	.
<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	29,8	10,3	4,1	7,9	4,7	6,6
<i>Saldo</i>															
2003	72,8	1,1	1,7	56,0	16,2	-18,2	12,4	5,4	56,6	-68,2	-39,3	-20,8	-9,4	-2,1	21,3
2004	72,5	0,4	2,3	60,0	21,9	-20,7	13,3	8,7	59,3	-83,3	-51,9	-20,7	-8,3	-4,5	23,4
2005	15,4	2,7	3,0	50,5	29,1	-32,5	12,8	9,2	65,1	-118,5	-74,6	-19,0	-22,7	-6,8	23,6
2006	-11,1	3,3	2,1	50,0	41,0	-40,4	15,3	9,4	70,1	-145,5	-90,4	-22,3	-32,7	-11,4	27,7
2006 2° trim.	-7,0	1,0	0,7	11,0	10,4	-12,6	3,2	2,5	17,4	-38,3	-22,7	-5,7	-8,2	-2,8	8,9
3° trim.	-5,4	0,7	0,7	13,2	10,2	-9,8	3,5	2,2	17,2	-36,5	-22,0	-5,7	-9,0	-3,2	5,5
4° trim.	6,3	1,1	0,5	13,9	10,8	-6,6	5,0	2,1	17,6	-35,6	-25,0	-5,7	-7,7	-3,1	8,3
2007 1° trim.	9,3	1,3	0,5	15,8	11,8	-6,9	3,6	2,4	16,3	-38,7	-27,9	-6,1	-5,1	-3,0	11,3
2° trim.	10,9	1,4	1,2	14,7	11,9	-7,1	3,5	2,0	16,4	-34,3	-24,8	-5,4	-5,6	-3,0	9,7
3° trim.	8,4	1,3	1,4	16,3	12,6	-6,5	3,4	2,2	16,2	-38,3	-29,1	-6,2	-5,8	-3,4	9,1
2007 giu.	4,8	0,3	0,6	5,1	3,8	-2,3	1,0	0,6	5,9	-11,6	-8,6	-1,7	-2,4	-1,1	4,9
lug.	0,8	0,5	0,6	5,1	4,3	-2,5	1,1	0,6	5,4	-13,1	-9,8	-1,9	-2,1	-1,0	2,0
ago.	3,9	0,5	0,4	5,7	4,3	-2,0	1,1	0,8	5,5	-13,0	-9,8	-2,2	-1,7	-0,9	3,3
set.	3,7	0,3	0,5	5,5	4,0	-2,0	1,3	0,8	5,3	-12,2	-9,5	-2,1	-2,1	-1,4	3,8
ott.	3,0	0,7	0,5	5,2	4,2	-3,1	1,4	0,7	5,6	-11,8	-9,5	-2,1	-2,1	-1,2	3,0
nov.	2,7	.	.	.	.	-3,1	1,7	0,8	5,1	-10,8	-9,1	-1,8	-2,7	-1,5	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (saldo e colonne 5, 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-22						TCE-42	
	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	102,5	102,3	99,2	102,0	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	102,3	99,6	101,5	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,9	.	.	.	114,2	106,6
2006 4° trim.	104,6	105,5	104,1	103,1	99,6	101,0	111,3	104,4
2007 1° trim.	105,5	106,3	104,9	103,9	99,5	102,0	112,1	104,9
2° trim.	107,1	107,7	106,2	105,4	101,9	103,8	113,5	106,0
3° trim.	107,6	108,2	106,7	105,8	101,6	103,9	114,1	106,4
4° trim.	110,5	111,2	109,6	.	.	.	117,0	109,0
2007 gen.	104,9	105,7	104,4	-	-	-	111,5	104,5
feb.	105,4	106,2	104,9	-	-	-	111,9	104,8
mar.	106,1	106,8	105,3	-	-	-	112,8	105,5
apr.	107,2	107,8	106,4	-	-	-	113,7	106,3
mag.	107,3	107,9	106,2	-	-	-	113,6	106,1
giu.	106,9	107,4	105,9	-	-	-	113,2	105,6
lug.	107,6	108,0	106,4	-	-	-	113,9	106,2
ago.	107,1	107,6	106,3	-	-	-	113,7	106,0
set.	108,2	108,8	107,5	-	-	-	114,8	107,0
ott.	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	108,0
nov.	111,0	111,7	110,1	-	-	-	117,6	109,6
dic.	111,2	111,7	110,1	-	-	-	117,6	109,4
2008 gen.	112,0	112,4	110,6	-	-	-	118,3	110,0
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2008 gen.	0,6	0,6	0,5	-	-	-	0,6	0,5
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2008 gen.	6,7	6,3	5,9	-	-	-	6,1	5,3

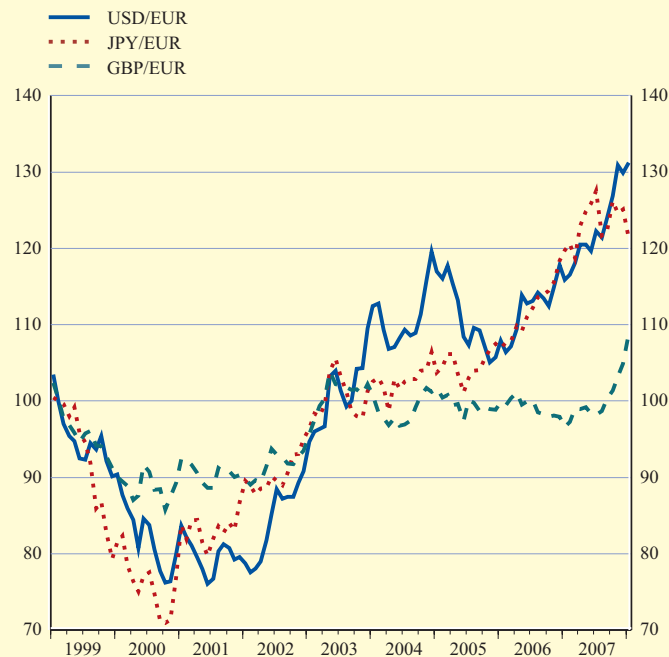
### F35 Tassi di cambio effettivi

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



### F36 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

**8.2 Tassi di cambio bilaterali**

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	<b>Corona danese</b>	<b>Corona svedese</b>	<b>Sterlina britannica</b>	<b>Dollaro statunitense</b>	<b>Yen giapponese</b>	<b>Franco svizzero</b>	<b>Won sud coreano</b>	<b>Dollaro di Hong Kong</b>	<b>Dollaro di Singapore</b>	<b>Dollaro canadese</b>	<b>Corona norvegese</b>	<b>Dollaro australiano</b>
	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 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
2008 gen.	7,4505	9,4314	0,74725	1,4718	158,68	1,6203	1,387,66	11,4863	2,1062	1,4862	7,9566	1,6694
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2008 gen.	-0,1	0,0	3,7	1,0	-3,0	-2,3	2,3	1,1	-0,2	1,7	-0,7	-0,1
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2008 gen.	0,0	3,9	12,6	13,2	1,4	0,3	13,9	13,3	5,4	-2,8	-3,9	0,6
	<b>Corona ceca</b>	<b>Corona estone</b>	<b>Lat lettone</b>	<b>Litas lituano</b>	<b>Fiorino ungherese</b>	<b>Zloty polacco</b>	<b>Corona slovacca</b>	<b>Lev bulgaro</b>	<b>Nuovo leu romeno</b>	<b>Kuna croata</b>	<b>Nuova lira turca</b>	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771	
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090	
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865	
2007 2° trim.	28,272	15,6466	0,6986	3,4528	248,31	3,8005	33,751	1,9558	3,2789	7,3494	1,8029	
3° trim.	27,941	15,6466	0,6988	3,4528	251,82	3,7900	33,579	1,9558	3,2321	7,3080	1,7685	
4° trim.	26,826	15,6466	0,7005	3,4528	252,86	3,6584	33,424	1,9558	3,4489	7,3281	1,7261	
2007 lug.	28,359	15,6466	0,6969	3,4528	246,90	3,7682	33,326	1,9558	3,1345	7,2947	1,7574	
ago.	27,860	15,6466	0,6978	3,4528	255,20	3,8116	33,603	1,9558	3,2246	7,3161	1,7921	
set.	27,573	15,6466	0,7021	3,4528	253,33	3,7891	33,829	1,9558	3,3481	7,3134	1,7536	
ott.	27,335	15,6466	0,7030	3,4528	251,02	3,7062	33,624	1,9558	3,3537	7,3284	1,7089	
nov.	26,733	15,6466	0,7005	3,4528	254,50	3,6575	33,232	1,9558	3,4739	7,3365	1,7498	
dic.	26,317	15,6466	0,6975	3,4528	253,18	3,6015	33,404	1,9558	3,5351	7,3178	1,7195	
2008 gen.	26,050	15,6466	0,6982	3,4528	256,03	3,6092	33,546	1,9558	3,6937	7,3155	1,7322	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2008 gen.	-1,0	0,0	0,1	0,0	1,1	0,2	0,4	0,0	4,5	0,0	0,7	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2008 gen.	-6,4	0,0	0,1	0,0	0,8	-7,0	-3,5	0,0	8,9	-0,8	-6,5	
	<b>Real brasiliano<sup>1)</sup></b>	<b>Yuan renminbi cinese</b>	<b>Corona islandese</b>	<b>Rupia indonesiana</b>	<b>Ringgit malese</b>	<b>Peso messicano<sup>1)</sup></b>	<b>Dollaro neozelandese</b>	<b>Peso filippino</b>	<b>Rublo russo</b>	<b>Rand sud africano</b>	<b>Bath thailandese</b>	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2005	3,0360	10,1955	78,23	12,072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	
2006	2,7333	10,0096	87,76	11,512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	
2007	2,6603	10,4178	87,63	12,528,33	4,7076	14,9801	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	
2007 2° trim.	2,6590	10,3476	85,82	12,082,62	4,6204	14,6736	1,8188	63,134	34,8589	9,5688	44,011	
3° trim.	2,6333	10,3834	86,71	12,705,62	4,7608	15,0578	1,8508	63,035	35,0350	9,7645	43,220	
4° trim.	2,5863	10,7699	88,69	13,374,03	4,8613	15,7217	1,8965	62,330	35,6947	9,8088	45,097	
2007 lug.	2,5803	10,3899	83,16	12,441,28	4,7184	14,8200	1,7446	62,418	35,0292	9,5712	41,870	
ago.	2,6735	10,3162	88,46	12,765,65	4,7457	15,0491	1,8786	62,862	34,9211	9,8391	43,337	
set.	2,6455	10,4533	88,59	12,927,37	4,8249	15,3293	1,9358	63,911	35,1723	9,8912	44,570	
ott.	2,5653	10,6741	86,30	12,945,80	4,8005	15,4044	1,8739	62,894	35,4008	9,6371	44,898	
nov.	2,5920	10,8957	89,34	13,608,92	4,9279	15,9776	1,9231	63,271	35,9174	9,8553	46,120	
dic.	2,6050	10,7404	90,82	13,620,45	4,8576	15,8096	1,8930	60,556	35,7927	9,9626	44,153	
2008 gen.	2,6111	10,6568	94,50	13,839,19	4,8090	16,0639	1,9054	60,079	36,0300	10,3101	44,758	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2008 gen.	0,2	-0,8	4,0	1,6	-1,0	1,6	0,7	-0,8	0,7	3,5	1,4	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2008 gen.	-6,2	5,3	3,8	17,3	5,5	12,9	1,9	-5,5	4,6	10,3	-2,4	

Fonte: BCE.

1) Per queste valute la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2008. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.



## 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
<b>IACP</b>												
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	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,9	1,7	2,3
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.	11,2	4,9	2,2	9,2	13,7	7,9	7,1	3,7	6,8	2,4	2,3	2,1
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.	11,6	5,5	2,4	9,7	14,0	8,2	7,4	4,2	6,7	2,5	2,5	2,1
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>												
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
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>												
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
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo</b>												
2007 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
dic.	5,08	4,65	4,33	-	5,10	4,94	6,93	5,86	6,93	4,61	4,31	4,70
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo</b>												
2007 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
dic.	6,56	4,05	4,92	7,23	10,78	7,07	7,63	5,67	7,93	4,31	4,74	6,36
<b>PIL a prezzi costanti</b>												
2006	6,1	6,4	3,9	11,2	11,9	7,7	3,9	6,2	7,7	8,5	4,1	2,9
2007	6,1	.	.	.	.	8,7	.	.	.	.	.	3,1
2007 2° trim.	6,6	6,2	-0,1	7,6	11,0	7,6	1,6	6,6	5,6	9,3	2,9	3,2
3° trim.	4,5	6,1	1,6	6,4	10,9	11,6	1,1	5,8	5,7	9,4	2,6	3,3
4° trim.	.	.	.	.	.	8,1	.	.	.	.	.	2,9
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>												
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	-10,9	-6,6	5,5	-6,2
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2005	2,4	-0,6	2,0	2,6	15,2	5,9	3,1	0,3	.	4,3	0,0	3,9
2006	4,5	1,7	1,6	8,0	14,0	8,5	.	.	.	1,7	0,4	2,6
2007 1° trim.	14,6	3,4	2,0	16,0	-	4,6	-	-	-	2,5	4,1	0,3
2° trim.	13,2	2,4	5,8	20,1	-	7,7	-	-	-	-0,4	3,7	2,4
3° trim.	16,6	3,0	4,3	20,7	-	5,9	-	-	-	0,3	2,8	2,3
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>												
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	6,9	5,3	3,7	4,9	5,9	4,3	7,2	9,6	6,7	11,2	6,1	.
2007 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	4,7	5,8	4,1	7,2	9,2	6,5	11,3	5,7	5,3
4° trim.	5,9	4,8	3,2	5,2	5,4	4,0	7,3	8,4	7,0	11,0	5,7	.
2007 ago.	6,7	5,2	3,9	4,7	5,8	4,0	7,3	9,2	6,5	11,3	5,7	5,3
set.	6,5	5,1	3,8	4,9	5,7	4,0	7,2	8,9	6,5	11,2	5,8	5,2
ott.	6,1	5,0	3,3	5,1	5,5	4,0	7,3	8,7	7,1	11,2	5,8	5,2
nov.	5,9	4,8	3,2	5,2	5,4	4,0	7,3	8,4	7,1	11,0	5,8	.
dic.	5,8	4,7	3,1	5,3	5,4	3,9	7,3	8,1	7,0	10,8	5,6	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

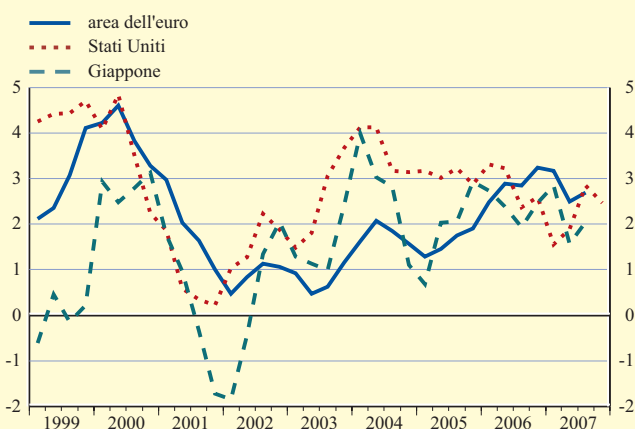
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 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
Stati Uniti											
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	48,6
2007	2,9	.	2,2	2,0	4,6	5,9	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	48,6
2007 1° trim.	2,4	0,9	1,5	2,3	4,5	5,4	5,36	4,68	1,3106	-3,0	49,5
2° trim.	2,7	2,4	1,9	2,0	4,5	6,1	5,36	4,84	1,3481	-2,7	48,3
3° trim.	2,4	2,8	2,8	1,8	4,7	6,3	5,45	4,74	1,3738	-3,2	48,7
4° trim.	4,0	.	2,5	1,8	4,8	5,9	5,02	4,27	1,4486	.	.
2007 set.	2,8	-	-	1,6	4,7	6,4	5,49	4,51	1,3896	-	-
ott.	3,5	-	-	1,9	4,8	6,0	5,15	4,52	1,4227	-	-
nov.	4,3	-	-	2,4	4,7	6,0	4,96	4,16	1,4684	-	-
dic.	4,1	-	-	1,2	5,0	5,9	4,97	4,10	1,4570	-	-
2008 gen.	.	-	-	.	4,9	.	3,95	3,73	1,4718	-	-
Giappone											
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	0,1	.	.	2,7	3,8	1,6	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.	0,5	.	.	2,8	3,8	2,0	0,96	1,57	163,83	.	.
2007 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	.	-	3,0	3,8	2,0	0,91	1,51	162,89	-	-
dic.	0,7	.	-	0,7	3,8	2,0	0,99	1,53	163,55	-	-
2008 gen.	.	.	-	.	.	.	0,89	1,44	158,68	-	-

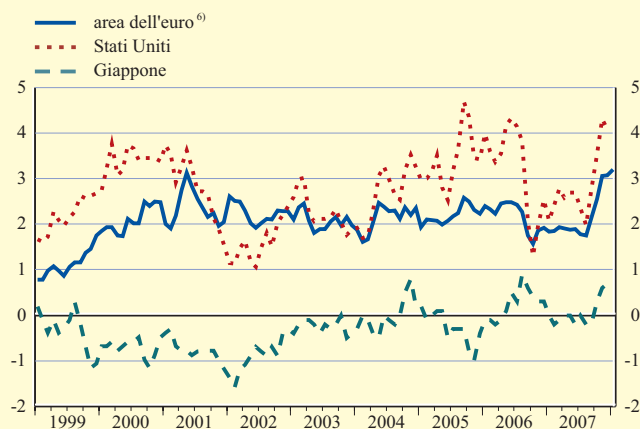
### F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.

2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.

5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

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

## LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	S17
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	S17
F10	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	S18
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	S18
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F14	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F30	Saldi di conto corrente	S60
F31	Conto dei beni	S60
F32	Conto dei servizi	S61
F33	Investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S69
F35	Tassi di cambio effettivi	S72
F36	Tassi di cambio bilaterali	S72
F37	PIL a prezzi costanti	S75
F38	Indici dei prezzi al consumo	S75



## NOTE TECNICHE

### RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  - ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  - può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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

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

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(h) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$ , cioè  $a_t$ , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA <sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette <sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

#### CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.
- 2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono 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 indu-

<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*.

striali 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 effet-

tuata 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.

### RELATIVE ALLA SEZIONE 7.3

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre  $t$  si calcola sulla base delle posizioni ( $L_t$ ) e delle transazioni trimestrali ( $F_t$ ), utilizzando la seguente formula:

$$(q) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo quadrimestre dell'anno.





## 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 6 febbraio 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 destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il

saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1) a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere pre i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

## MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, gli Euro 12 più la Slovenia) per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle

quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti



nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a "zero coupon" e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passività, colonna 21).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente vende o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Le transazioni includono la quotazione in borsa per la prima volta di un soggetto emittente così come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati

in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile 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 tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello

di Svensson<sup>3</sup>). Sono disponibili anche gli *spreads* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, presso il quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

## I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del

Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>4</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>5</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>6</sup>) e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>7</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.

3) Svensson, L. E., 1994, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 1051.

4) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

5) G.U. L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

6) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

7) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 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>8)</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

8) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

non finanziari delle Amministrazioni pubbliche<sup>9)</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>10)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>11)</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.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, men-

tre un segno positivo nel conto finanziario indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicati 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 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. 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 3 della sezione 7.2 e la tavola 8 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE esterni all'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 transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimen-

9) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

10) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

11) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

ti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India e alla Russia. 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 b.d.p e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile, il riquadro 5 del Bollettino mensile di gennaio 2007 e il riquadro 6 del numero di gennaio 2008). 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 per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). 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.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Inoltre, il totale delle attività e delle passività include le consistenze degli strumenti finanziari derivati; per convenzione, il valore netto degli strumenti finanziari derivati è incluso nell'attivo totale delle transazioni, dal momento che nella bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro non è possibile distinguere attività e passività.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 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.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. 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 sono conformi allo schema di riferimento 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 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale le transazioni di b.d.p. riflettono le transazioni nella contropartita estera di M3. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e

6), le transazioni 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. Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. Gli indici di valore unitario non sono sottoposti a correzione, mentre i dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione geografica (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina 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 7.2). 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 del-

l'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-22 è composto dai 12 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende quelli del TCE-22 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, 10 GENNAIO E 7 FEBBRAIO 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 novembre 2007 e gennaio 2008. 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.  
*L'analisi del mercato monetario in euro in una prospettiva di politica monetaria*, febbraio 2008.  
*La cartolarizzazione nell'area dell'euro*, febbraio 2008.  
*Le nuove curve dei rendimenti dell'area dell'euro*, febbraio 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. Przybyła, 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.
- 78 *A framework for assessing global imbalances*, di T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub, gennaio 2008.
- 79 *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, di P. Moutot, A. Jung e F. P. Mongelli, gennaio 2008.
- 80 *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium*, di M. Bussière e A. Mehl, gennaio 2008.

## RESEARCH BULLETIN

*Research Bulletin n. 6*, giugno 2007.

## WORKING PAPER SERIES

- 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 IWF procedure*, di P. Du Caju, C. Fuss e L. Wintr, 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.
- 848 *Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU*, di A. Afonso e J. González Alegre, gennaio 2008.
- 849 *Government size, composition, volatility and economic growth*, di A. Afonso e D. Furceri, gennaio 2008.
- 850 *Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling*, di G. Camba-Méndez e G. Kapetanios, gennaio 2008.
- 851 *Investigating inflation persistence across monetary regimes*, di L. Benati, gennaio 2008.
- 852 *Determinants of economic growth: will data tell?*, di A. Ciccone e M. Jarocinski, gennaio 2008.
- 853 *The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies revisited*, di M. Hagedorn e I. Manovskii, gennaio 2008.
- 854 *How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins*, di C. Fuss, gennaio 2008.
- 855 *Assessing the factors behind oil price changes*, di S. Déés, A. Gasteuil, R. K. Kaufmann e M. Mann, gennaio 2008.
- 856 *Markups in the euro area and the United States over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors*, di R. Christopoulou e P. Vermeulen, gennaio 2008.
- 857 *Housing and equity wealth effects of Italian households*, di C. Grant e T. Peltonen, gennaio 2008.
- 858 *International transmission and monetary policy cooperation*, di G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets e R. Straub, gennaio 2008.
- 859 *Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives*, di F. Fornari, gennaio 2008.
- 860 *Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model*, di M. Sánchez, gennaio 2008.
- 861 *Income distribution determinants and public spending efficiency*, di A. Afonso, L. Schuknecht e V. Tanzi, gennaio 2008.

## 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.*

*Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union, gennaio 2008 (disponibile solo online).*

#### **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 in attesa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi BCE.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

**Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

**Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]:** misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

**Inflazione [*inflation*]:** aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]:** transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro (“investimenti diretti all'estero”) e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (“investimenti diretti nell'area dell'euro”).

**M1:** aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2:** aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

**M3:** aggregato monetario ampio che ci compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (*exchange rate mechanism II*)]:** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM BCE.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

**Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere da una BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight a fronte di attività idonee.

**Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (p.p.p.)*]:** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [gross domestic product (GDP)]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [labour productivity]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [industrial production]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit-debt adjustment (general government)]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche BCE.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt-to-GDP ratio (general government)]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit ratio (general government)]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato [compensation per employee]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati.

**Riserva obbligatoria [reserve requirement]:** ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

**Riserve ufficiali [international reserves]:** attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Stabilità dei prezzi [price stability]:** il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore

al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF):** indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione [write-down]:** correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)]:** medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-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.