



BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

**10 | 2006**

11 | 2006

12 | 2006

**BOLLETTINO MENSILE  
OTTOBRE**





BANCA CENTRALE EUROPEA



## BOLLETTINO MENSILE OTTOBRE 2006

Nel 2006 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
saranno caratterizzate  
da un motivo tratto  
dalla banconota  
da 5 euro

© Banca Centrale Europea, 2006

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main - Germany

**Indirizzo postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main - Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

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

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

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

*Le statistiche contenute  
in questo numero sono aggiornate  
al 4 ottobre 2006.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di ottobre 2006  
presso il Centro Stampa  
della Banca d'Italia in Roma.*

# INDICE

**EDITORIALE** 5

## **ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI**

Il contesto esterno all'area dell'euro 9

Gli andamenti monetari e finanziari 15

Prezzi e costi 32

La produzione, la domanda  
e il mercato del lavoro 39

I tassi di cambio e la bilancia  
dei pagamenti 44

### Riquadri:

1 Andamenti dei rendimenti  
obbligazionari e delle quotazioni  
azionarie statunitensi dopo valori  
massimi del tasso obiettivo  
sui *federal funds* 25

2 Andamenti recenti dell'inerzia  
salariale nell'area dell'euro 36

## **ARTICOLI**

Evoluzione demografica nell'area  
dell'euro: previsione e conseguenze 51

Conti finanziari e non finanziari integrati  
per i settori istituzionali  
dell'area dell'euro 69

**STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO** 51

## **ALLEGATI**

Cronologia delle misure di politica  
monetaria dell'Eurosistema I

Documenti pubblicati dalla Banca  
centrale europea dal gennaio 2005 V

Glossario XI

## SIGLARIO

### PAESI

BE	Belgio	HU	Ungheria
CZ	Repubblica Ceca	MT	Malta
DK	Danimarca	NL	Paesi Bassi
DE	Germania	AT	Austria
EE	Estonia	PL	Polonia
GR	Grecia	PT	Portogallo
ES	Spagna	SI	Slovenia
FR	Francia	SK	Slovacchia
IE	Irlanda	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
HWWA	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)
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification (3ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

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

## EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 5 ottobre 2006 il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare di 25 punti base, al 3,25 per cento, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati anch'essi innalzati di 25 punti base, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente. La decisione di aumentare i tassi d'interesse di riferimento della BCE riflette i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine individuati dal Consiglio direttivo sulla base della consueta analisi economica e monetaria. Tale decisione concorrerà ad assicurare che le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo nell'area dell'euro restino saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Ciò costituisce un presupposto affinché la politica monetaria continui a contribuire a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro nell'area. Anche dopo questo aumento, i tassi di interesse della BCE rimangono su livelli contenuti, l'espansione della moneta e del credito permane vigorosa e la liquidità nell'area dell'euro è abbondante secondo tutte le misure plausibili. L'orientamento di politica monetaria della BCE seguita quindi a essere accomodante. Se le ipotesi e lo scenario di base assunti dal Consiglio direttivo troveranno conferma, resterà necessaria un'ulteriore rimozione dell'orientamento accomodante di politica monetaria. Il Consiglio direttivo continuerà pertanto a seguire tutti gli sviluppi con molta attenzione al fine di assicurare la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

Per quanto riguarda l'analisi economica, il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro sul periodo precedente è stato confermato allo 0,9 per cento per il secondo trimestre di quest'anno. Inoltre, dopo la riunione del Consiglio direttivo dello scorso 31 agosto, l'Eurostat ha corretto al rialzo i dati relativi ai due trimestri precedenti, confermando in tal modo il marcato aumento dell'espansione economica negli ultimi trimestri. Sulla base dei dati rivisti, l'attività economica è aumentata in media dello 0,7 per cento sul periodo precedente negli ultimi quattro trimestri, il tasso di disoccupazione ha mostrato una ten-

denza discendente, la crescita dell'occupazione ha recuperato e le attese sull'occupazione sono rimaste nel complesso favorevoli. Nell'insieme, la ripresa economica sembra in qualche misura più vigorosa rispetto a quanto ritenuto sulla base dei dati precedenti, si è maggiormente diffusa ed è sostenuta principalmente dalla domanda interna. Le informazioni disponibili per il terzo trimestre, provenienti da varie indagini congiunturali e stime basate su indicatori, continuano a confortare la valutazione secondo cui l'attività economica crescerà a un ritmo sostenuto, sebbene possa registrare una certa moderazione.

Quanto ai restanti mesi del 2006 e al 2007, permangono i presupposti affinché l'economia dell'area dell'euro cresca a ritmi sostenuti, prossimi al potenziale, con una certa variabilità del tasso di espansione trimestrale che dovrebbe manifestarsi al volgere dell'anno. L'attività economica mondiale è divenuta più equilibrata fra le varie regioni e rimane vigorosa, continuando in tal modo a sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. Gli investimenti dovrebbero restare elevati, beneficiando di un lungo periodo caratterizzato da condizioni di finanziamento molto favorevoli, ristrutturazioni dei bilanci, cospicui utili – realizzati e in corso di realizzazione – e guadagni di efficienza delle imprese. Anche la crescita dei consumi nell'area dell'euro dovrebbe rafforzarsi ulteriormente nel tempo, in linea con l'andamento del reddito disponibile reale, allorché le condizioni per l'occupazione seguiranno a migliorare.

I rischi per le prospettive di crescita economica sono sostanzialmente bilanciati nel breve periodo, sebbene il recente calo delle quotazioni petrolifere, se dovesse dimostrarsi duraturo, possa indurre un'espansione della domanda e del prodotto in certa misura più vigorosa rispetto allo scenario di base assunto dal Consiglio direttivo per l'attività economica nei prossimi trimestri. Nel lungo periodo, la crescita economica è soggetta nel complesso a rischi al ribasso, connessi principalmente a possibili nuovi rincari del greggio, timori di maggiori pressioni protezionistiche, soprattutto dopo la sospensione dei negoziati commerciali del Doha Round, e disordinati sviluppi che potrebbero derivare dagli squilibri mondiali.

Passando all'evoluzione dei prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per settembre un calo dell'inflazione misurata sullo IAPC all'1,8 per cento, dal 2,3 di agosto. Sebbene i dati disaggregati non siano ancora disponibili, questa flessione relativamente marcata sembra risultare sia da favorevoli effetti base, tenuto conto in particolare del forte rialzo dei corsi petroliferi di un anno fa, sia dalla recente significativa caduta dei prezzi del greggio. Nonostante l'incertezza che circonda le prospettive per i corsi dell'energia, sulla base dei prezzi correnti e delle più elevate quotazioni sui mercati dei future, è probabile che l'inflazione complessiva aumenti nuovamente verso la fine dell'anno e agli inizi del 2007. Pertanto, il Consiglio direttivo si attende per il breve periodo un considerevole grado di variabilità del tasso di inflazione sui dodici mesi, mentre l'inflazione complessiva resterà elevata, su livelli superiori al 2 per cento nella media del 2006 e, probabilmente, in quella del 2007.

Inoltre, i rischi per le prospettive sull'andamento dei prezzi continuano a essere orientati nettamente al rialzo, e restano connessi a una trasmissione degli scorsi rincari del petrolio ai prezzi al consumo maggiore del previsto e a incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette ulteriori rispetto a quelli sinora annunciati. In aggiunta, non si possono escludere nuovi aumenti delle quotazioni del greggio. Cosa più importante, tenuto conto della favorevole evoluzione della crescita del PIL negli ultimi trimestri e dei segnali positivi provenienti dai mercati del lavoro, una dinamica salariale più vigorosa di quanto attualmente atteso comporta notevoli rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. In questo quadro, riveste importanza cruciale che le parti sociali seguivano a mostrare senso di responsabilità, specialmente in un contesto più favorevole per l'attività economica e l'occupazione.

L'analisi monetaria continua a indicare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi su un orizzonte di medio-lungo periodo. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è aumentato nuovamente in agosto, all'8,2 per cento; più in generale, il ritmo di espansione della moneta e del credito resta sostenuto, riflettendo il livello tuttora con-

tenuto dei tassi di interesse nell'area dell'euro. In particolare, la crescita dei prestiti al settore privato seguita a registrare valori a due cifre su base annua, rimanendo diffusa ai settori sia delle famiglie sia delle imprese. Adottando l'adeguata prospettiva di medio termine, tali andamenti restano coerenti con la persistente tendenza al rialzo della crescita della moneta osservata dalla metà del 2004 sulla scorta dell'analisi monetaria della BCE. Inoltre, dopo diversi anni di vigorosa espansione della moneta, le condizioni di liquidità risultano abbondanti nell'area dell'euro secondo tutte le misure plausibili. Il protrarsi della forte crescita monetaria e creditizia in un contesto di liquidità tuttora abbondante, riconducibile al tasso di incremento persistentemente elevato della moneta negli ultimi anni, indica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Gli andamenti monetari vanno quindi seguiti con attenzione, in particolare alla luce del miglioramento della situazione economica e della sostenuta dinamica dei mercati immobiliari in molte parti dell'area dell'euro.

In sintesi, il tasso di inflazione dovrebbe rimanere elevato nel 2006 e nel 2007, e i rischi per questo scenario restano orientati nettamente al rialzo. Tenuto conto del protratto vigore della crescita della moneta e del credito in presenza di abbondante liquidità, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta la valutazione secondo cui nel medio periodo prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. È essenziale che le aspettative di inflazione restino saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Se le ipotesi e lo scenario di base assunti dal Consiglio direttivo troveranno conferma, resterà necessaria un'ulteriore rimozione dell'orientamento accomodante di politica monetaria. Il Consiglio direttivo continuerà pertanto a seguire tutti gli sviluppi con molta attenzione al fine di assicurare la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

Per quanto concerne le politiche fiscali, i paesi dell'area dell'euro sono in fase di completamento dei bilanci per il 2007 e di preparazione degli aggiornamenti dei prossimi programmi di stabi-

lità. In un contesto economico favorevole, come quello attuale, è essenziale realizzare adeguati progressi verso il conseguimento di solide finanze pubbliche; ciò implica che gli obiettivi di bilancio per il 2007 debbano essere, in generale, più ambiziosi rispetto a quelli dei programmi precedenti. È necessario che i paesi con disavanzi eccessivi mantengano il fermo impegno a riportare i disavanzi su livelli inferiori al 3 per cento entro le scadenze stabilite, attraverso un percorso di risanamento strutturale adeguato e credibile. Altri paesi devono compiere significativi progressi verso il raggiungimento dei propri obiettivi di medio termine in linea con i requisiti del Patto di stabilità e crescita. In ogni caso, le eventuali entrate inattese derivanti da una crescita maggiore del previsto dovranno essere utilizzate per accelerare la riduzione del deficit o aumentare l'avanzo di bilancio. È necessario evitare politiche economiche procicliche, e assume particolare importanza contenere la spesa pubblica, tenuto conto della sua elevata incidenza e dell'ingente prelievo tributario rispetto a molti altri paesi industriali. L'esperienza ha dimostrato che per un'efficace azione di risanamento è fondamentale riformare la spesa; a sua volta, il risanamento di bilancio risulta essenziale per ridurre il debito complessivo e rendere le finanze pubbliche meno vulnerabili all'impatto dell'invecchiamento demografico.

Il riequilibrio dei conti pubblici conseguirà, con ogni probabilità, la massima efficacia se accompagnato da riforme strutturali complessi-

ve. Queste ultime sono improrogabili per poter attenuare gli effetti economici negativi derivanti dai previsti mutamenti demografici nell'area dell'euro. La riduzione della popolazione in età lavorativa comporterà ulteriori pressioni sui sistemi pensionistici e sanitari e potrebbe avere conseguenze economiche di vasta portata. Al fine di sostenere la crescita economica potenziale nell'area dell'euro, favorire la flessibilità e il dinamismo sul piano macroeconomico e tutelare il futuro tenore di vita dei cittadini, occorre attuare con urgenza riforme dei mercati del lavoro e dei beni e servizi. Ciò consentirà di aumentare la partecipazione al mercato del lavoro e l'occupazione, nonché di potenziare l'innovazione e gli altri fattori alla base della produttività e dell'espansione economica. La BCE darà il proprio contributo continuando a preservare la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo verte sulle possibili conseguenze economiche e implicazioni di politica monetaria delle previste tendenze demografiche nell'area dell'euro, ponendo in rilievo la fondamentale necessità di attuare riforme strutturali per poter meglio assorbire gli effetti negativi dell'invecchiamento demografico sull'economia. Il secondo delinea le caratteristiche principali dei conti integrati finanziari e non finanziari dei settori istituzionali dell'area dell'euro, pubblicati la prima volta nel maggio 2006, con particolare attenzione ad alcuni dei risultati più recenti relativi alle famiglie e alle società non finanziarie.





## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*Nel secondo trimestre l'espansione dell'economia mondiale si è moderata e il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è diminuito sia negli Stati Uniti sia in Giappone. Benché i recenti indicatori anticipatori segnalino un ulteriore indebolimento, la crescita mondiale dovrebbe mantenersi piuttosto robusta e superiore alle medie storiche per il resto dell'anno. L'inflazione al consumo ha continuato a riflettere in ampia misura gli andamenti dei prezzi dei beni energetici, a indicare una possibile attenuazione delle spinte inflazionistiche a livello internazionale nel breve periodo. I rischi per le prospettive dell'economia mondiale restano connessi agli andamenti del mercato del petrolio, a un disordinato riassorbimento degli squilibri economici internazionali e a un'intensificarsi delle spinte protezionistiche.*

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

L'espansione dell'economia mondiale si è moderata nel secondo trimestre e il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è diminuito sia negli Stati Uniti sia in Giappone. La crescita della produzione industriale nei paesi dell'OCSE (esclusa l'area dell'euro) si è mantenuta abbastanza robusta in giugno (cfr. figura 1), a indicare che il contesto esterno all'area dell'euro rimane favorevole.

Per quanto concerne i prezzi, l'inflazione al consumo ha continuato a risentire fortemente delle variazioni nei corsi dei beni energetici. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione complessiva sui dodici mesi è diminuita lievemente (al 3,0 per cento) in agosto, mentre quella calcolata al netto dei beni alimentari ed energetici è salita di 0,1 punti percentuali (al 2,2 per cento). Il recente calo dei corsi petroliferi e la lieve flessione dei prezzi degli input rilevata dalle indagini stanno a indicare che le spinte inflazionistiche a livello globale potrebbero moderarsi nel breve periodo.

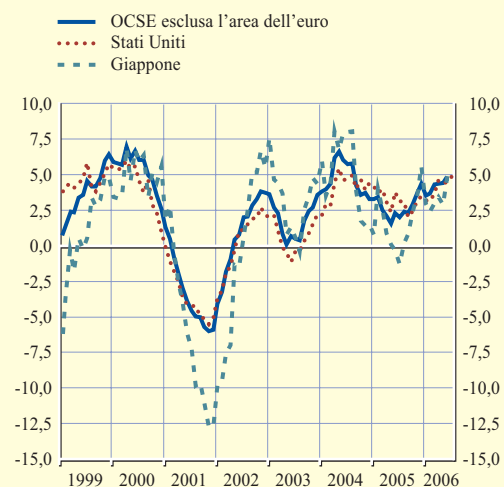
#### STATI UNITI

Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è scesa allo 0,6 per cento nel secondo trimestre. Tale andamento è dovuto soprattutto al calo della spesa delle famiglie in beni durevoli, che tuttavia è stato in parte controbilanciato dal maggior vigore della domanda di servizi da parte di queste. Un'ulteriore determinante è rappresentata dalla diminuzione degli investimenti fissi, soprattutto in edilizia residenziale, indicativi di un rallentamento del mercato immobiliare statunitense. Il contributo delle esportazioni nette è invece diventato lievemente positivo.

Il tasso di espansione dell'economia statunitense dovrebbe continuare a ridursi anche nella seconda metà dell'anno, per la moderazione degli investimenti in edilizia residenziale e della spesa delle famiglie conseguente al minor ritmo di incremento dei prezzi delle abitazioni e al calo di attività sul mercato immobiliare. La crescita delle retribuzioni derivante dalle condizioni tese sul mercato del lavoro e la tenuta della spesa per investimenti nel settore societario potrebbero in

**Figura 1 Produzione industriale nei paesi dell'OCSE**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2006 (a giugno 2006 per i paesi OCSE esclusa l'area dell'euro).

parte compensare l'impatto negativo del rallentamento del mercato immobiliare sulla domanda aggregata.

Nel secondo trimestre il disavanzo corrente statunitense è rimasto invariato a circa il 6,6 per cento del PIL. Benché il disavanzo della bilancia commerciale abbia continuato a rappresentare il principale fattore alla base di questo livello elevato, occorre rilevare che anche il conto dei redditi da investimenti ha evidenziato un disavanzo per il terzo trimestre consecutivo (4,1 miliardi di dollari statunitensi nel secondo trimestre). Ciò contrasta con la situazione degli anni precedenti, quando tale conto registrava un saldo positivo grazie al fatto che – nonostante il rapido accumularsi del debito estero – il tasso di rendimento delle attività statunitensi all'estero era superiore a quello delle attività estere negli Stati Uniti.

Con riferimento ai prezzi, negli ultimi mesi le spinte inflazionistiche si sarebbero lievemente allentate per l'effetto congiunto dei minori aumenti dei prezzi dell'energia e di una moderazione più generalizzata di quelli dei prodotti non energetici. Le pressioni sui prezzi – riconducibili al grado elevato di utilizzo delle risorse – dovrebbero attenuarsi ulteriormente grazie alle prospettive di un rallentamento dell'economia, alle attese inflazionistiche contenute e al recente calo dei corsi delle materie prime. Resta tuttavia il fatto che le recenti statistiche sul costo del lavoro acquisiscono i timori circa il rischio di spinte inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro.

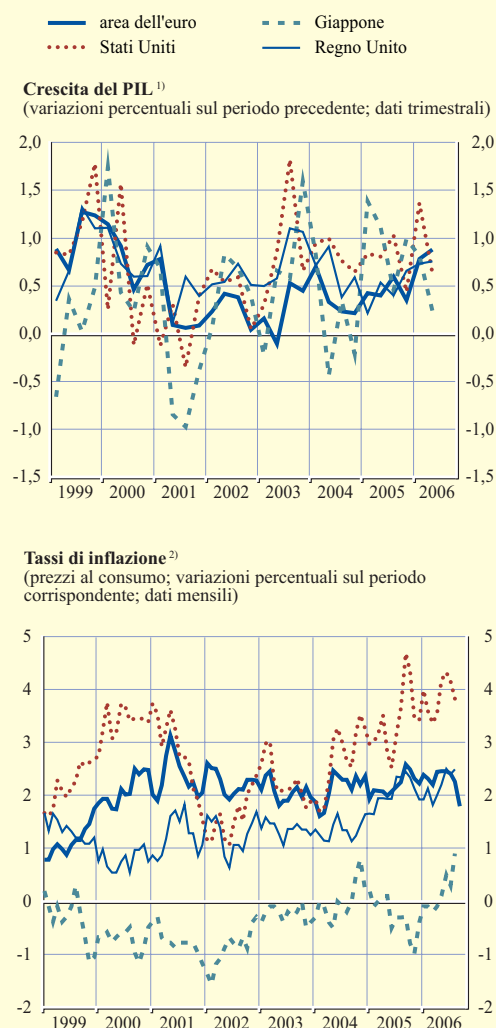
Il 20 settembre il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenere invariato al 5,25 per cento il tasso obiettivo sui *federal funds*.

## GIAPPONE

In base alla seconda stima preliminare del Cabinet Office, nel secondo trimestre il PIL in termini reali del Giappone è salito dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Nonostante la moderazione della crescita rispetto al primo trimestre, l'attività economica dovrebbe accelerare nella seconda metà dell'anno grazie al vigore degli investimenti privati e alla ripresa dei consumi delle famiglie.

Per quanto riguarda i prezzi, quelli al consumo hanno continuato a salire a un ritmo moderato. In agosto l'indice dei prezzi al consumo (IPC) al netto degli alimentari freschi ha registrato il terzo

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



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

incremento mensile consecutivo, aumentando dello 0,3 per cento sui dodici mesi, dopo lo 0,2 di luglio. La crescita dei prezzi alla produzione (3,4 per cento sui dodici mesi sia in luglio sia in agosto) è stata molto maggiore e la più elevata dal 1981. Infine, nel secondo trimestre il deflatore del PIL è diminuito dello 0,8 per cento sul periodo corrispondente, dopo un calo dell'1,2 per cento nel primo trimestre. Nella riunione del 7-8 settembre la Banca del Giappone ha deciso all'unanimità di mantenere invariato allo 0,25 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

### REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'attività economica ha continuato a crescere a un ritmo costante: sia nel primo sia nel secondo trimestre, il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,7 per cento sul periodo precedente. Benché i dati sulle vendite al dettaglio per luglio e agosto segnalino una lieve moderazione della crescita dei consumi delle famiglie nel terzo trimestre, nello stesso periodo la produzione manifatturiera ha continuato a espandersi a ritmi elevati grazie in parte al vigore della domanda estera. I risultati delle indagini congiunturali suggeriscono inoltre un lieve rafforzamento delle esportazioni nel resto dell'anno. Anche se negli ultimi mesi la disoccupazione ha continuato ad aumentare e la dinamica delle retribuzioni medie è rimasta contenuta, nella seconda metà dell'anno la crescita dovrebbe mantenersi robusta.

Tra giugno e agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) ha oscillato attorno al 2,5 per cento, di riflesso ai forti rincari dei beni alimentari e di quelli energetici. Il ritmo di incremento dei prezzi delle abitazioni si è mantenuto su livelli storicamente elevati. Nella riunione del 4-5 ottobre il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di mantenere invariato al 4,75 per cento il tasso per le operazioni pronti contro termine.

### ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro i dati relativi al secondo trimestre confermano che l'espansione si è mantenuta vigorosa, trainata principalmente dalla domanda interna. In molti nuovi Stati membri la crescita è stata favorita anche dal forte incremento delle esportazioni, a sua volta connesso in larga misura ai precedenti afflussi per investimenti diretti esteri. Nella maggioranza delle economie l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita, soprattutto per l'aumento della componente non energetica dell'indice. In settembre varie banche centrali nazionali hanno deciso di innalzare i rispettivi tassi di interesse di riferimento, principalmente per i timori di un'accentuazione delle spinte inflazionistiche.

In Danimarca la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è aumentata notevolmente nel secondo trimestre, all'1,9 per cento, mentre in Svezia si è mantenuta elevata (all'1,4 per cento, come nel primo trimestre). In entrambi i paesi l'attività economica sarebbe stata sorretta da una domanda interna abbastanza robusta e, nel caso della Danimarca, anche dalle esportazioni nette. Nell'insieme, le prospettive di crescita rimangono solide in tutte e due le economie. Sia in Danimarca sia in Svezia l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è calata ancora in agosto, rispettivamente all'1,9 e all'1,6 per cento. Il 5 ottobre, la Danmarks Nationalbank ha alzato il tasso di riferimento di 25 punti base.

In Polonia, nella Repubblica Ceca e in Ungheria l'espansione del prodotto si è mantenuta robusta nel secondo trimestre, benché in lieve moderazione rispetto al primo: il tasso di incremento del PIL sul trimestre precedente è sceso rispettivamente all'1,1, 1,2 e 0,9 per cento. Se in Polonia e nella Repubblica Ceca la crescita è stata trainata principalmente dalla domanda interna, in Ungheria ha tratto vigore dalle esportazioni nette. Stando agli indicatori, il PIL dovrebbe continuare

a espandersi a ritmi sostenuti in Polonia e nella Repubblica Ceca, mentre in Ungheria si prevede un rallentamento a seguito delle misure di stabilizzazione fiscale. In agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita in tutti e tre i paesi (e soprattutto in Ungheria, dove anche il tasso di crescita dei prezzi dei beni energetici è aumentato rapidamente per il rincaro del gas naturale), portandosi all'1,7 per cento in Polonia, al 2,6 per cento nella Repubblica Ceca e al 4,7 per cento in Ungheria. Nelle tre economie il tasso calcolato al netto della componente energetica è salito gradualmente durante l'anno. In settembre la Česká národní banka e la Magyar Nemzeti Bank hanno innalzato i loro tassi di interesse di riferimento rispettivamente di 25 e 50 punti base.

Negli altri Stati membri dell'UE, e in particolare negli Stati baltici e in Slovacchia, l'attività economica si è mantenuta robusta. Il 26 settembre la Národná banka Slovenska ha innalzato il suo tasso di riferimento principale di 25 punti base.

#### **PAESI EMERGENTI DELL'ASIA**

Nei paesi emergenti dell'Asia la crescita dell'economia è risultata sostenuta nella prima metà dell'anno, ma non è da escludere una certa moderazione in futuro. In particolare, gli indicatori recenti mostrano un leggero indebolimento dell'attività economica in luglio e agosto. L'attività interna sembra avere rallentato in gran parte delle economie principali della regione, mentre le esportazioni hanno mantenuto lo slancio della prima metà dell'anno segnando addirittura un'accelerazione in alcuni paesi. Rispetto a luglio, in agosto l'inflazione non ha evidenziato variazioni di rilievo.

In Cina, dopo la forte crescita dei primi sei mesi del 2006, sono emersi segnali di una possibile iniziale reazione dell'economia agli aumenti dei tassi di interesse e alle altre misure di inasprimento introdotte nella prima metà dell'anno. In particolare, in agosto la produzione industriale ha rallentato a circa il 16 per cento sui dodici mesi, dal 19,5 di luglio. Ciò nonostante, nello stesso mese le vendite al dettaglio hanno mantenuto un profilo di crescita sostanzialmente stabile e l'avanzo commerciale è salito a un nuovo massimo mensile grazie al vigore delle esportazioni, mentre l'avanzo cumulato dei primi otto mesi dell'anno ha quasi raggiunto il livello dell'intero 2005. In luglio le riserve ufficiali sono salite a 954 miliardi di dollari statunitensi. Con riferimento ai prezzi, in agosto le spinte inflazionistiche si sono lievemente accentuate e l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita all'1,3 per cento (dall'1 per cento di luglio), soprattutto a causa dal rincaro dei beni alimentari e delle abitazioni.

Le prospettive economiche per i paesi emergenti dell'Asia rimangono nell'insieme favorevoli, sorrette dalla solida crescita della domanda interna e dal vigore dell'interscambio con l'estero. Benché in via di moderazione, la robusta espansione dell'economia cinese dovrebbe sostenere le esportazioni e l'attività nella regione. Ciò nonostante, il grado di capacità inutilizzata in alcuni settori dell'economia cinese continua a rappresentare il principale rischio verso il basso per queste prospettive.

#### **AMERICA LATINA**

La crescita economica si è mantenuta robusta nella regione. In Messico è proseguita la vigorosa espansione del secondo trimestre e in luglio la produzione industriale si è incrementata del 6 per cento sui dodici mesi. Allo stesso tempo, durante l'estate l'inflazione sui dodici mesi è salita fino a raggiungere il 3,5 per cento in agosto, soprattutto a causa dell'aumento dei prezzi amministrati. In Argentina il tasso di incremento del PIL sul periodo corrispondente è stato prossimo all'8 per cento nel secondo trimestre, grazie principalmente alla domanda di esportazioni e al settore delle costruzioni. Ciò nonostante, in agosto l'inflazione sui dodici mesi è rimasta elevata a quasi l'11 per cento. Per contro, le statistiche relative al Brasile segnalano un rallentamento dell'attività economica;

nel secondo trimestre il PIL è cresciuto dell'1,2 per cento sul periodo corrispondente e in agosto l'inflazione è scesa a meno del 4 per cento. Guardando al futuro, le prospettive economiche per la regione sono favorevoli, sorrette dal vigore della domanda interna e delle esportazioni.

## 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

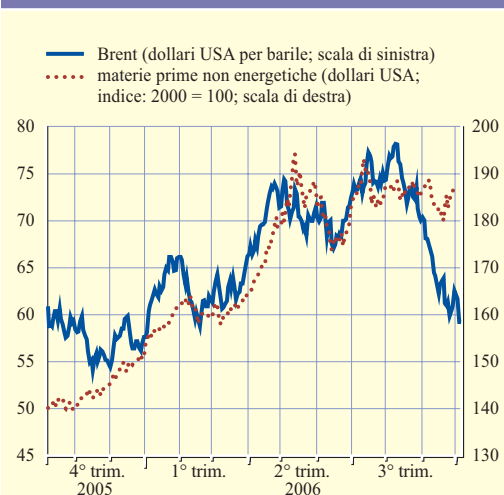
I prezzi del petrolio sono scesi notevolmente dopo il nuovo massimo storico dell'inizio di agosto. Il 4 ottobre il greggio di qualità Brent si collocava a 59,3 dollari per barile, un livello inferiore di circa il 24 per cento al massimo dei primi di agosto e superiore di appena il 3 per cento al valore dell'inizio dell'anno. Il recente calo è principalmente riconducibile alle abbondanti scorte di petrolio degli Stati Uniti, a una stagione degli uragani tropicali relativamente tranquilla nel Golfo del Messico e al miglioramento del clima geopolitico, in un contesto in cui tra gli operatori si rafforza la convinzione che il Consiglio di sicurezza delle Nazioni Unite non imporrà sanzioni all'Iran per il suo programma nucleare. Anche la revisione al ribasso delle attese di crescita della domanda di petrolio nel 2006 e 2007 da parte dell'Agenzia internazionale per l'energia, dovuta soprattutto alla revisione della domanda statunitense e messicana, ha contribuito a deprimere i prezzi. Allo stesso tempo, nell'ultima riunione di settembre l'OPEC ha deciso di mantenere invariati i livelli di produzione pur indicando che l'accumularsi delle scorte e un quadro economico mondiale incerto potrebbero indurla ad abbassarli nei prossimi mesi. Permangono attese di prezzi ancora storicamente elevati e il contratto *future* sul Brent con scadenza a dicembre 2008 viene attualmente scambiato a 66,4 dollari. Inoltre, per il ridotto margine di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento, è probabile che i corsi petroliferi restino notevolmente sensibili a variazioni inattese dell'equilibrio fra domanda e offerta e del contesto geopolitico.

Anche i prezzi delle materie prime non energetiche sono calati all'inizio di settembre, ma hanno ripreso a crescere verso la fine del mese. In settembre i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche erano nell'insieme superiori di circa il 31 per cento rispetto a un anno prima, sorretti dall'aumento dei corsi delle materie prime industriali e dei beni alimentari.

## 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno e quindi per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro rimangono complessivamente favorevoli. I più recenti indicatori anticipatori compositi mostrano tuttavia che in gran parte dei paesi industriali dell'OCSE il tasso di espansione dell'economia potrebbe moderarsi lievemente. Le ultime statistiche disponibili per le principali economie non appartenenti all'OCSE segnalano un lieve indebolimento delle prospettive per la Cina, mentre in India, Russia e Brasile l'espansione dovrebbe mantenersi robusta. Nonostante la prevista moderazione, permangono attese di una crescita mondiale ancora piuttosto vigorosa e superiore alle medie storiche nel resto dell'anno.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

I rischi per le suddette prospettive restano lievemente sbilanciati verso il basso, anche se il recente calo dei corsi petroliferi potrebbe – almeno temporaneamente – contribuire a ridurre una delle principali fonti di preoccupazione per l'economia mondiale. Persistono altresì i rischi connessi a un disordinato riassorbimento degli squilibri economici internazionali e a un aumento delle pressioni protezionistiche.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In agosto la crescita sui dodici mesi di M3 è rimasta robusta, di riflesso al perdurare del basso livello dei tassi di interesse e al rafforzarsi dell'attività economica nell'area dell'euro. Dal lato delle contropartite, l'impatto di questi fattori è particolarmente evidente nel protratto vigore della crescita dei prestiti al settore privato. Nel contempo i dati più recenti forniscono ulteriore evidenza che i recenti aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE hanno influito sugli andamenti monetari favorendo le riallocazioni all'interno di M3 verso componenti a maggiore remunerazione e accrescendo l'attrattiva delle attività monetarie rispetto ad attività finanziarie alternative a più lungo termine. Nel complesso, gli andamenti della moneta e del credito continuano a segnalare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine, in particolare in un contesto di miglioramento del clima di fiducia e dell'attività economica.

### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

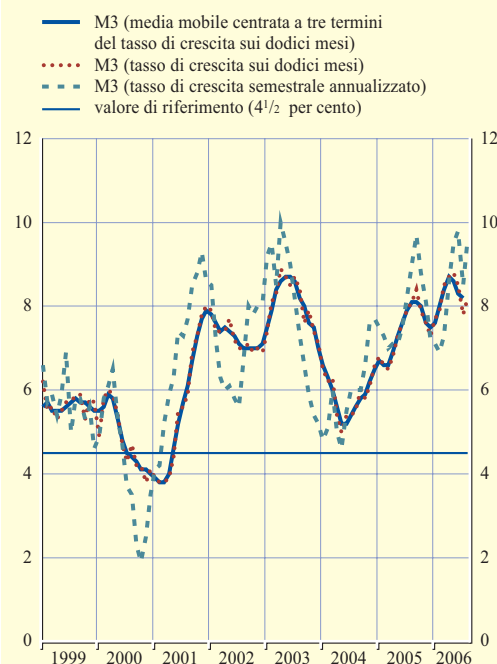
In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è aumentato all'8,2 per cento, dopo esser calato dall'8,8 di maggio al 7,8 di luglio. Nel mese in esame il tasso di variazione sui sei mesi di M3 espresso in ragione d'anno è salito al 9,6 per cento, dall'8,5 del mese precedente (cfr. figura 4). Il rinnovato rafforzamento della dinamica monetaria è riconducibile a un tasso di espansione sul mese precedente (calcolato su dati destagionalizzati) molto elevato in agosto, seguito a una serie di flessioni osservate a partire da marzo.

I dati monetari più recenti avvalorano la tesi che il protrarsi di un elevato tasso di crescita di M3 sia imputabile in larga misura al basso livello dei tassi di interesse e al rafforzamento dell'attività economica nell'area dell'euro. Tale interpretazione è suffragata, in particolare, dal perdurare vigore della crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato. I dati più recenti forniscono altresì ulteriore evidenza che il recente aumento dei tassi di interesse di riferimento della BCE ha incominciato a influire sull'andamento monetario attraverso riallocazioni all'interno dell'aggregato monetario ampio M3, quali le riallocazioni da depositi *overnight* a depositi a breve termine a maggiore remunerazione. Inoltre, in un contesto caratterizzato da attese di incremento dei tassi di interesse a breve termine, la vigorosa domanda di determinate attività monetarie può altresì riflettere la crescente attrattiva di queste attività rispetto ai rendimenti di attività finanziarie a più lungo termine (domanda speculativa di moneta).

Nel complesso, l'espansione della moneta e del credito rimane su un livello elevato, dopo il sostenuto andamento al rialzo osservato dalla metà del 2004. Il protrarsi di una crescita vigorosa in

Figura 4 Crescita di M3 e valore di riferimento

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



Fonte: BCE.



condizioni di liquidità abbondante segnala rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine, soprattutto in un contesto di miglioramento del clima di fiducia e dell'attività economica.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

L'incremento in agosto del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 riflette tassi di variazione sostanzialmente più elevati sia dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M2 - M1) sia degli strumenti negoziabili (cfr. tavola 1). Nel contempo, per effetto di un rallentamento di entrambe le sue componenti (circolante e depositi *overnight*), il tasso di variazione di M1 è sceso dal 7,4 per cento di luglio al 7,2 di agosto.

In quest'ultimo mese il tasso di espansione dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è aumentato al 9,8 per cento, dal 9,2 del mese precedente, a seguito di un rafforzamento del tasso di incremento dei depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine) che ha più che compensato la diminuzione di quello dei depositi rimborsabili con un preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio). La vigorosa domanda dei depositi a termine di breve periodo è probabilmente connessa al crescente divario fra il tasso di interesse offerto per questo tipo di depositi e quello offerto per altri strumenti a breve termine nel contesto dei recenti incrementi dei tassi di interesse.

In agosto il tasso di crescita degli strumenti negoziabili compresi in M3 è aumentato al 7,3 per cento, dal 5,3 di luglio, per effetto principalmente di un forte incremento del tasso di espansione dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una domanda di titoli di debito a breve termine analogamente vigorosa è stata osservata durante il periodo di aumenti dei tassi di interesse nel 2000. Alcuni titoli di debito a breve termine risultano attraenti poiché consentono agli investitori di beneficiare di un aumento inatteso dei tassi di interesse prima della scadenza. Nel contesto dei recenti aumenti dei tassi di interesse a breve termine e delle attese di ulteriori incrementi, il protratto vigore della domanda di titoli di debito a breve termine potrebbe pertanto riflettere una tale componente speculativa della domanda di moneta.

**Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 lug.	2006 ago.
<b>M1</b>	<b>47,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,9</b>	<b>10,3</b>	<b>9,9</b>	<b>7,4</b>	<b>7,2</b>
Banconote e monete in circolazione	7,5	16,0	14,8	13,4	11,9	11,5	11,4
Depositi <i>overnight</i>	40,3	10,4	10,2	9,8	9,5	6,7	6,5
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	38,0	5,5	5,9	6,8	8,4	9,2	9,8
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	17,0	4,5	6,5	9,7	15,2	19,0	21,0
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,0	6,0	5,3	4,6	3,7	2,5	2,2
<b>M2</b>	<b>85,8</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,2	5,5	3,7	3,3	5,7	5,3	7,3
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>8,7</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,7</b>	<b>9,4</b>	<b>9,2</b>	<b>9,1</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		1,1	2,5	2,3	0,8	-0,9	-1,7
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-1,2	0,0	0,8	0,3	-0,6	-0,9
Credito al settore privato		8,6	9,4	10,4	11,7	11,8	11,9
Prestiti al settore privato		8,4	9,0	10,1	11,2	11,1	11,3
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>10,1</b>	<b>9,5</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,7</b>	<b>8,6</b>

Fonte: BCE.

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

Il tasso di crescita dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine detenuti presso le IFM, che rappresentano la più ampia aggregazione di componenti di M3 per la quale siano disponibili dati per settore detentore, è aumentato in agosto, riflettendo principalmente un incremento del contributo delle famiglie e, in misura minore, delle società non finanziarie. Il contributo degli intermediari finanziari non monetari (diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione), cui era imputabile nei mesi scorsi gran parte delle variazioni nella crescita dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine nel loro complesso, è rimasto sostanzialmente invariato in agosto.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è aumentato all'11,3 per cento in agosto, dall'11,1 di luglio. Il perdurare di una vigorosa domanda di prestiti rispecchia le migliorate condizioni economiche e il protrarsi del basso livello dei tassi di interesse. Nel contempo il rafforzamento della dinamica aggregata dei prestiti nel mese in esame cela andamenti divergenti fra il settore delle famiglie e quello delle società non finanziarie.

Il tasso di espansione dei prestiti alle famiglie è lievemente diminuito in agosto al 9,2 per cento, dal 9,4 di luglio. Nonostante la moderazione dei mesi recenti, la crescita dei prestiti alle famiglie è rimasta vigorosa. La sostenuta attività di prestito alle famiglie continua a spiegarsi, per la maggior parte, con l'indebitamento per l'acquisto di abitazioni, cresciuto in agosto a un tasso sui dodici mesi dell'11,1 per cento, dopo essersi collocato all'11,4 nel mese precedente (cfr. tavola 2). Il forte indebitamento per l'acquisto di abitazioni rispecchia il protrarsi del basso livello prevalente dei tassi sui mutui ipotecari nell'insieme dell'area dell'euro nonché il vigore del mercato degli immobili residenziali osservato in molte regioni. Sempre in agosto il tasso di incremento del credito al consumo è sceso all'8,3 per cento, dall'8,6 di luglio (il livello più alto osservato dalla fine del 1999).

A differenza dei prestiti alle famiglie, il tasso di incremento dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è ulteriormente aumentato in agosto, raggiungendo il 12,0 per cento e confermando

**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					
		2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 lug.	2006 ago.
<b>Società non finanziarie</b>	41,5	7,0	7,7	9,2	11,0	11,8	12,0
Fino a 1 anno	29,5	5,6	5,2	6,7	8,5	9,3	9,1
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	18,3	6,6	8,5	11,5	15,9	18,8	19,9
Oltre 5 anni	52,2	7,9	8,9	10,0	11,0	11,0	11,2
<b>Famiglie<sup>2)</sup></b>	49,9	8,5	9,0	9,6	9,8	9,4	9,2
Credito al consumo <sup>3)</sup>	13,1	6,9	7,8	8,2	8,2	8,6	8,3
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	70,5	10,7	11,1	11,8	12,1	11,4	11,1
Altri prestiti	16,4	2,2	2,3	2,1	2,1	2,3	2,2
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	1,0	16,5	29,3	32,9	41,1	40,7	33,8
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	7,6	15,5	14,1	16,2	19,0	15,6	19,3

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.

quindi l'andamento al rialzo in atto dagli inizi del 2004. L'ulteriore rafforzamento del tasso di crescita sui dodici mesi è prevalentemente riconducibile ai prestiti con scadenza oltre un anno. Oltre alle migliorate condizioni economiche e al protrarsi del basso livello dei tassi di interesse, la differenza fra il costo del finanziamento mediante il ricorso al mercato e i tassi sui prestiti erogati dalle IFM è aumentata e ha perciò sostenuto la domanda di prestiti da parte del settore societario a scapito di altre forme di finanziamento, come l'emissione di titoli di debito. Inoltre, le società non finanziarie potrebbero aver accresciuto il proprio indebitamento per finanziare investimenti finanziari.

Quanto all'andamento del credito complessivo concesso dalle IFM a residenti nell'area dell'euro, il tasso di crescita sui dodici mesi è rimasto sostanzialmente invariato in agosto rispetto al mese precedente. Questa stabilità complessiva cela un ulteriore rallentamento del credito concesso alle amministrazioni pubbliche e un'accelerazione di quello concesso al settore privato. Poiché quest'ultima riflette non solo un'attività di prestito al settore privato più sostenuta, bensì anche una maggior acquisizione da parte delle IFM di titoli emessi dal settore privato, ciò comporta un aumento dell'esposizione delle IFM nei confronti del settore privato.

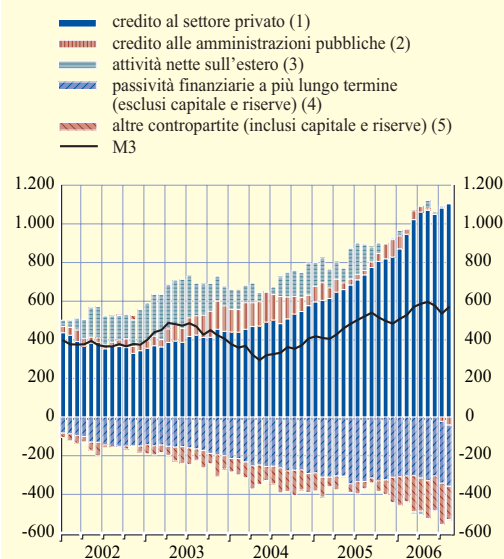
Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) si è collocato all'8,6 per cento in agosto, dall'8,7 di luglio, con una dinamica a breve termine – misurata dal tasso di crescita su sei mesi espresso in ragione d'anno – ancora vigorosa. L'analisi delle componenti di queste passività indica che l'andamento ha interessato in maniera generalizzata i titoli di debito e i depositi a più lungo termine. Nel complesso, ciò suggerisce il permanere di una propensione da parte dei residenti dell'area dell'euro a investire in attività a più lungo termine denominate in euro.

Nei dodici mesi fino ad agosto le attività nette sull'estero delle IFM sono diminuite di 5 miliardi di euro, dopo l'aumento di 10 miliardi nell'anno terminato a fine luglio (cfr. figura 5). Su base mensile, in agosto si è registrato un deflusso di 20 miliardi di euro, dopo un afflusso di 5 miliardi nel mese precedente. L'andamento recente del contributo esterno alla dinamica monetaria dell'area dell'euro ha avuto un effetto frenante sulla crescita di M3.

Sintetizzando le informazioni ricavabili dalle contropartite, in agosto il basso livello dei tassi di interesse e le migliorate condizioni economiche hanno continuato a essere la principale determinante del vigore dei prestiti delle IFM al settore privato. Nel contempo il contributo esterno al tasso di crescita di M3 è stato marginale, come indicato dalla posizione netta sull'estero del settore delle IFM sostanzialmente in equilibrio. Ciò conferma la valutazione secondo cui il vigore dell'espansione monetaria è attualmente sostenuto soprattutto da fattori interni.

**Figura 5 Contropartite di M3**

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



Fonte: BCE.

Nota: 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.

Quanto ai dati di agosto, va notato che una parte considerevole del rafforzamento della crescita di M3 riflette variazioni in “altre contropartite”, voce che comprende componenti residuali e che, talvolta, può essere volatile. È necessaria pertanto una particolare cautela nell’interpretare i dati mensili più recenti.

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

*In luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell’area dell’euro ha continuato a essere sostenuto. Alla base di questo andamento vi è una crescita relativamente vigorosa dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie e, in misura minore, da IFM. Nel contempo la crescita di quelli emessi da società non finanziarie è rimasta sui livelli relativamente bassi osservati nei mesi precedenti. Il tasso di crescita delle azioni quotate emesse da residenti nell’area è lievemente aumentato, pur mantenendosi su un livello contenuto.*

### TITOLI DI DEBITO

In luglio il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell’area dell’euro è salito al 7,0 per cento, dal 6,6 di giugno (cfr. tavola 3); quello dei titoli di debito a lungo termine a tasso variabile, collocatosi al 15,4 per cento in luglio, ha continuato a superare largamente quello dei titoli a tasso fisso (al 4,3 per cento). Su un orizzonte temporale leggermente più lungo, il tasso di espansione dei titoli a lungo termine a tasso variabile, tuttavia, è diminuito dall’ultimo picco del 22,1 per cento di giugno 2005. Nello stesso periodo quello dei titoli di debito a breve termine ha mostrato una tendenza all’aumento, da un livello estremamente basso, collocandosi al 5,2 per cento in luglio 2006. Nel complesso, questi andamenti indicano che le emissioni di titoli a breve e a lungo termine a tasso variabile, considerate nel loro insieme, hanno lievemente incrementato la propria quota sul totale dei titoli di debito emessi, per collocarsi al 16 e al 37 per cento nel periodo fra gennaio e luglio, a fronte di quelle a lungo termine a tasso fisso, la cui quota nello stesso periodo è stata pari al 41 per cento.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2006 lug.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 giu.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>10.781</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>
IFM	4.371	10,0	9,2	8,9	9,2	8,1	8,3
Società finanziarie non monetarie	1.050	19,4	21,7	25,6	26,7	24,8	26,7
Società non finanziarie	631	2,3	3,5	3,4	3,5	4,5	4,3
Amministrazioni pubbliche	4.729	4,5	4,3	3,7	3,0	2,4	2,7
<i>di cui:</i>							
Amministrazioni centrali	4.430	4,0	3,8	3,2	2,4	1,8	2,2
Altre amministrazioni pubbliche	299	12,2	12,3	11,8	11,4	12,3	11,6
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>5.376</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>
IFM	918	2,7	2,2	1,2	1,5	1,5	1,9
Società finanziarie non monetarie	544	2,5	3,1	3,4	2,2	1,3	1,4
Società non finanziarie	3.913	0,6	0,7	0,9	0,9	1,0	1,1

Fonte: BCE.

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

Quanto alla scomposizione per settore dell'attività di emissione, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è lievemente diminuito in luglio al 4,3 per cento (cfr. figura 6). La crescita relativamente moderata osservata nei periodi recenti, soprattutto rispetto alla vigorosa espansione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, può essere in parte connessa a un'accresciuta offerta di prestiti bancari che inducono, ad esempio, uno spostamento del finanziamento dell'attività di fusione e acquisizione a favore dei prestiti bancari sindacati anziché attraverso l'emissione di obbligazioni societarie. In luglio il tasso di incremento delle emissioni di titoli di debito a breve termine da parte di società non finanziarie è stato pari a -3,1 per cento, mentre quello dei titoli a lungo termine è sceso al 5,8 per cento.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è lievemente aumentato in luglio, all'8,3 per cento dall'8,1 di giugno, prevalentemente per effetto di un aumento del tasso di espansione dei titoli a lungo termine (al 7,7 per cento nel mese in esame dal 7,2 di giugno). Su un orizzonte temporale di più lungo periodo la crescita delle emissioni a tasso fisso ha mostrato la tendenza a rafforzarsi lievemente a partire circa dalla metà del 2005, mentre la dinamica delle emissioni a tasso variabile si è indebolita. Il tasso di crescita delle emissioni a tasso fisso, tuttavia, rimane inferiore a quello delle emissioni a tasso variabile. Il tasso di incremento dei titoli di debito a breve termine, seppure in costante calo, è rimasto su un livello relativamente elevato pari, in luglio, al 13,0 per cento. Nel complesso, la vigorosa espansione dell'emissione di titoli di debito da parte del settore delle IFM riflette probabilmente una robusta domanda di fondi dovuta alla crescita sostenuta dei prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie.

In luglio il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è rimasto molto sostenuto, al 26,7 per cento. L'elevato livello di crescita è in larga misura connesso al fatto che società non finanziarie, IFM e altri intermediari si assicurano il finanziamento esterno indirettamente, tramite consociate finanziarie e società veicolo (*special purpose vehicles*). A tale riguardo, l'elevato livello dell'attività di emissione da parte delle società finanziarie non monetarie rispecchia in parte l'attività di emissione del settore delle IFM, che ricorre sempre più a tali società per cartolarizzare parte del proprio portafoglio prestiti trasferendo alcuni di questi ai mercati finanziari sotto forma di titoli di debito negoziabili.

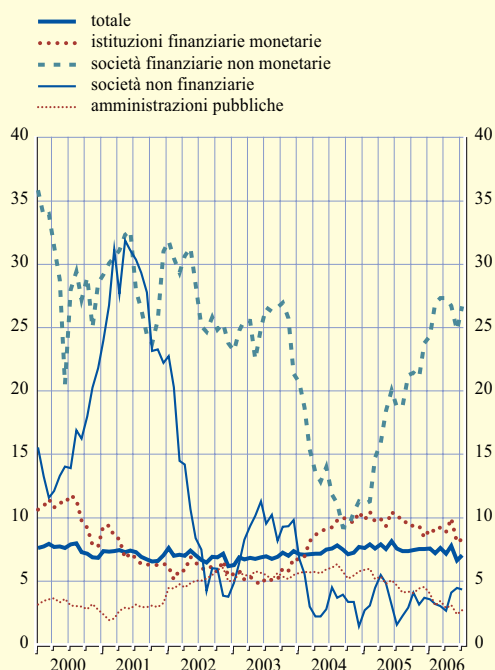
Il tasso di incremento dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche, ancorché in lieve aumento in luglio al 2,7 per cento (dal 2,4 di giugno), sembra mantenere l'andamento al ribasso e rimane relativamente prossimo ai livelli storicamente bassi osservati agli inizi del 2001. Queste variazioni riflettono essenzialmente l'andamento del tasso di crescita dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni centrali (al 2,2 per cento in luglio). L'attività di emissione del settore delle altre amministrazioni pubbliche, seppur in lieve calo in luglio, continua ad aumentare a un ritmo significativamente più sostenuto, a un tasso dell'11,6 per cento nel mese in esame.

#### **AZIONI QUOTATE**

In luglio il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è lievemente aumentato all'1,3 per cento, dall'1,1 di giugno. In termini di attività di emissione per settore, il tasso di variazione delle azioni quotate emesse da società non finanziarie, che rappresentano circa tre quarti delle azioni quotate in essere, è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente, all'1,1 per cento (cfr. figura 7). Il tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle IFM è lievemente aumentato all'1,9 per cento, dall'1,5 di giugno.

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

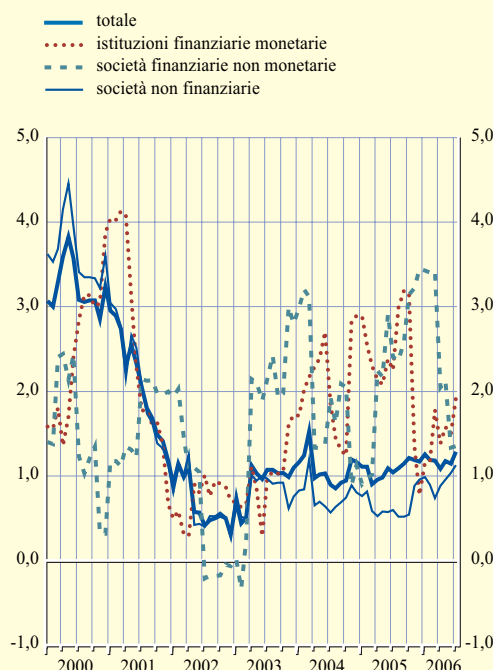
(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

**Figura 7** Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*In settembre i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati su tutte le scadenze, con incrementi più pronunciati su quelle più a breve. Di conseguenza, nel corso del mese l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è diminuita.*

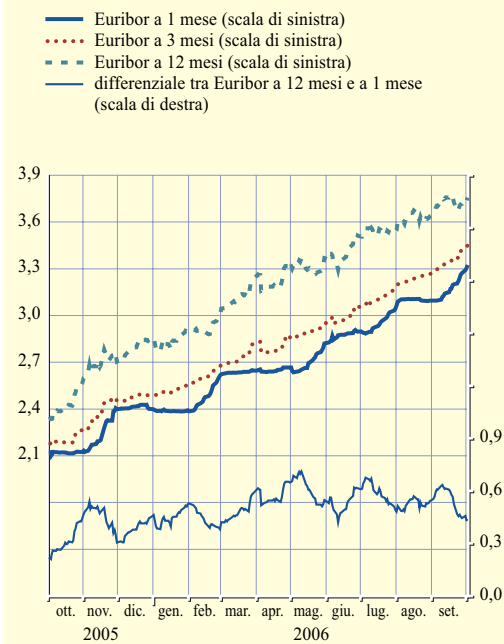
Nel periodo da fine agosto al 4 ottobre i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati su tutte le scadenze, segnando gli incrementi maggiori nel segmento più a breve termine. Rispetto a fine agosto, i tassi a uno, tre, sei e dodici mesi sono aumentati rispettivamente di 18, 15, 11 e 8 punti base, collocandosi al 3,32, 3,45, 3,60 e 3,76 per cento il 4 ottobre. Di conseguenza, nel periodo in rassegna è diminuita l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario. Il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese è calato da 53 a 43 punti base.

Il 4 ottobre i tassi di interesse impliciti nei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2006 e a marzo e giugno 2007 si situavano rispettivamente al 3,68, 3,78 e 3,79 per cento, con incrementi di 4, 6 e 6 punti base rispetto ai livelli di fine agosto.

Dopo essere rimasto al 3,07 per cento nelle prime due settimane del periodo di mantenimento delle riserve iniziato il 9 agosto, l'Eonia è calato nell'ultima settimana quando, in un contesto di liquidità abbondante, si è collocato su valori molto prossimi al tasso minimo di offerta, e addirittura

**Figura 8 Tassi di interesse del mercato monetario a breve termine**

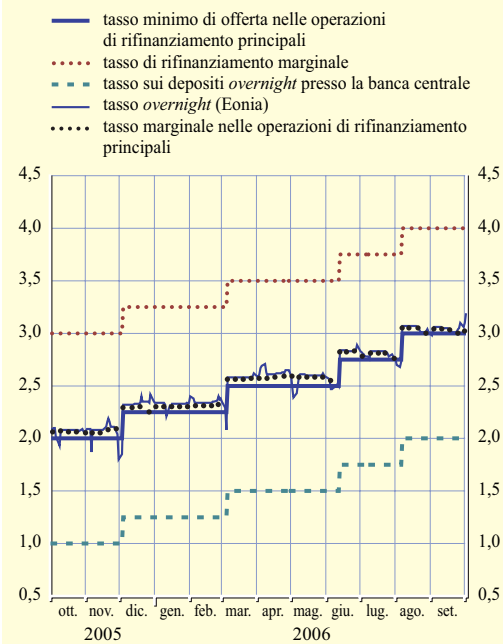
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Reuters.

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

inferiori nel penultimo giorno del periodo di mantenimento. L'ultimo giorno del periodo l'Eonia è salito al 3,04 per cento, in seguito all'assorbimento di un eccesso di liquidità stimato pari a 11,5 miliardi di euro da parte della BCE attraverso un'operazione di regolazione puntuale che ha ripristinato condizioni di liquidità sostanzialmente neutre. All'inizio del periodo di mantenimento avviato il 6 settembre l'Eonia è aumentato al 3,06 per cento, per poi cominciare a calare all'inizio della seconda settimana del periodo, fino a raggiungere il 22 settembre un livello di appena 1 punto base superiore al tasso minimo di offerta. Considerati i risultati conseguiti negli ultimi mesi nel ridurre lo scarto fra l'Eonia e il tasso minimo di offerta, e al fine di contenere il rischio di una situazione di insufficiente partecipazione all'asta (*underbidding*) che si potrebbe verificare qualora i tassi di interesse sul segmento a brevissima scadenza della curva dei rendimenti del mercato monetario raggiungessero livelli molto bassi, la BCE ha deciso di porre fine alla politica di aggiudicare nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema un volume di liquidità superiore di un milione di euro a quello di riferimento, e nell'operazione settimanale condotta il 26 settembre ha aggiudicato l'ammontare di riferimento. Di conseguenza, nei giorni successivi l'Eonia è aumentato, raggiungendo il 3,18 per cento il 4 ottobre di riflesso ad aspettative di condizioni di liquidità tese per la fine del periodo di mantenimento.

Il tasso marginale e quello medio ponderato nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono calati nel corso del periodo di mantenimento iniziato il 6 settembre, passando dal 3,04 e 3,05 per cento rispettivamente nella prima operazione di rifinanziamento principale al 3,00 e 3,03 per cento nell'operazione condotta il 26 settembre. Nell'operazione di rifinanziamento principale del 2 ottobre, l'ultima del periodo di mantenimento, i due tassi sono cresciuti rispettivamente al 3,02 e 3,04 per cento.

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema condotta il 27 settembre i tassi marginale e medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 3,30 e 3,32 per cento, ossia su livelli inferiori di 8 e 6 punti base a quelli dell'Euribor a tre mesi prevalente a quella data.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

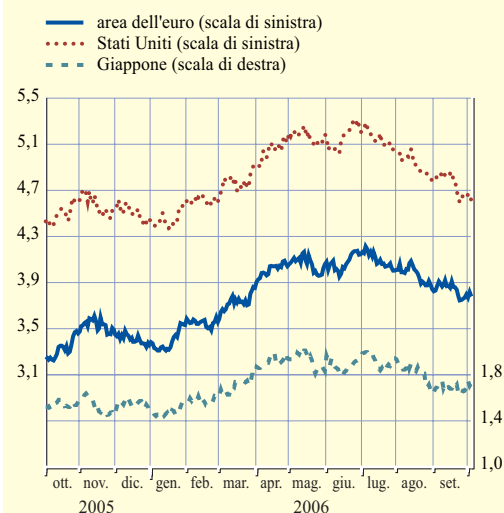
*I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno segnato un ulteriore lieve calo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti fra fine agosto e inizio ottobre. La flessione appare dovuta principalmente alle minori aspettative di inflazione e al decremento dei connessi premi al rischio, come mostra l'evoluzione dei tassi di inflazione di pareggio a lungo termine in entrambe le economie.*

Nel corso di settembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno continuato a calare, sebbene in misura modesta, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (cfr. figura 10). I timori degli investitori per l'inflazione sembrano essersi moderati nelle ultime settimane, forse in risposta ai netti cali dei prezzi del petrolio, contribuendo così alla flessione dei rendimenti obbligazionari nominali. Complessivamente, i rendimenti dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro si sono ridotti di 10 punti base circa fra fine agosto e il 4 ottobre, collocandosi in quest'ultima data al 3,8 per cento. Negli Stati Uniti il calo è stato leggermente maggiore, dell'ordine di 15 punti base circa, e ha portato i rendimenti dei titoli di Stato decennali intorno al 4,6 per cento il 4 ottobre. Di conseguenza, il differenziale di rendimento fra i titoli a dieci anni di Stati Uniti e area dell'euro è ulteriormente calato, situandosi alla stessa data intorno a 85 punti base. I rendimenti dei corrispondenti titoli di Stato giapponesi sono al contrario cresciuti rispetto ai livelli di fine agosto, situandosi all'1,7 per cento il 4 ottobre. Gli andamenti della volatilità implicita indicano che nel corso di settembre l'incertezza degli operatori riguardo all'evoluzione dei mercati obbligazionari nel breve periodo è lievemente diminuita sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

Negli Stati Uniti è proseguita la tendenza discendente dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine cominciata agli inizi di luglio e successivamente alimentata dalla diffusa percezione secondo cui la fase di inasprimento della politica monetaria della Federal Reserve avrebbe potuto essersi interrotta dopo la decisione dell'8 agosto del Federal Open Market Committee di mantenere invariato il tasso sui *federal funds* per la prima volta in due anni (cfr. riquadro 1). La diminuzione dei rendimenti nominali a lungo termine statunitensi riflette pressoché interamente una flessione dell'inflazione attesa a lungo termine e dei connessi premi per il rischio, come evidenziato dai tassi di inflazione di pareggio (cfr. figura 11). Questi ultimi hanno infatti continuato a diminuire su tutte le scadenze in settembre, molto probabilmente per l'allentamento significativo delle aspettative di inflazione degli operatori, alla luce dei netti cali del prezzo del petrolio, e per le ulteriori evidenze relative a attese di moderazione della crescita economica nella maggiore econo-

**Figura 10 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

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



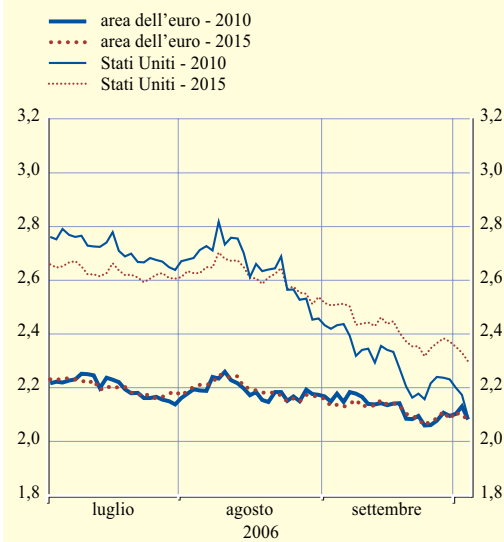
Fonti: Bloomberg e Reuters.

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



**Figura 11 Tassi di inflazione di pareggio**

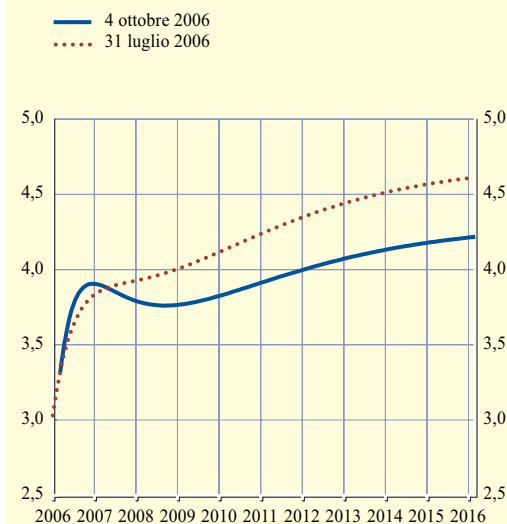
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Figura 12 Tassi di interesse overnight a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi swap**

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



Fonti: stime della BCE e Reuters.

Nota: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette, tra gli altri fattori, 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*.

mia mondiale. Malgrado quest'ultimo aspetto, in settembre i rendimenti in termini reali dei titoli indicizzati a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati, confermando in certa misura l'interpretazione in base alla quale le opinioni degli operatori riguardo all'entità del rallentamento atteso dell'attività economica non avrebbero subito modifiche di rilievo nelle ultime settimane.

Anche nell'area dell'euro i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono calati in settembre, pur se in misura inferiore agli Stati Uniti. Benché alcuni indicatori del clima di fiducia delle imprese riguardo alle prospettive per l'attività economica pubblicati nel periodo in esame siano risultati inferiori alle attese, il calo dei rendimenti nominali a lungo termine ha in gran parte rispecchiato una moderazione delle aspettative di inflazione e dei connessi premi per il rischio di inflazione, misurati dai tassi di inflazione di pareggio. Probabilmente per l'effetto dei più bassi corsi petroliferi, i tassi di inflazione di pareggio nell'area dell'euro sono calati su tutte le scadenze (cfr. figura 11). Il tasso di inflazione di pareggio ricavato dal differenziale fra i rendimenti nominali dei titoli di Stato francesi con scadenza nel 2015 e quelli dei corrispondenti titoli indicizzati, che costituisce un indicatore delle aspettative di inflazione degli operatori per il lungo periodo, è diminuito di circa 10 punti base a partire da fine agosto, e il 4 ottobre si collocava al 2,1 per cento. Nel periodo in rassegna i rendimenti dei titoli indicizzati a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati per l'insieme delle scadenze.

Nel periodo in rassegna la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti non ha subito variazioni di rilievo sugli orizzonti più brevi (cfr. figura 12), segnando tuttavia un leggero spostamento verso il basso sugli orizzonti medio-lunghi.

Riquadro I

**ANDAMENTI DEI RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI E DELLE QUOTAZIONI AZIONARIE STATUNITENSIS DOPO VALORI MASSIMI DEL TASSO OBIETTIVO SUI *FEDERAL FUNDS***

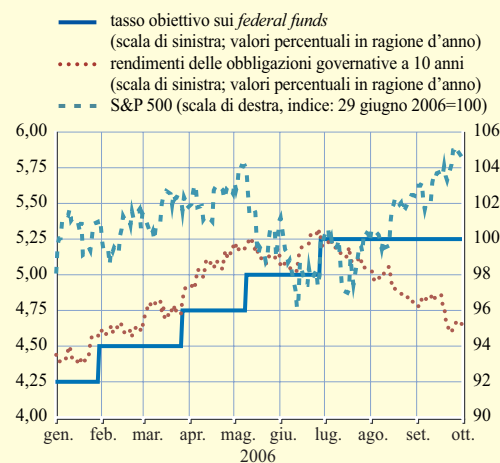
Il 29 giugno 2006 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha innalzato il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per la diciassettesima volta consecutiva, portandolo al 5,25 per cento. Successivamente, le aspettative sulla politica monetaria sono state riviste: gli operatori di mercato hanno previsto che la probabilità di un ulteriore rialzo dei tassi di interesse a breve termine fosse diminuita e che il tasso obiettivo sui *federal funds* avrebbe cominciato a calare agli inizi del 2007. Di riflesso, dopo la riunione di giugno del FOMC i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine statunitensi sono scesi e le quotazioni azionarie sono salite. Al fine di porre tali andamenti in una prospettiva storica, questo riquadro confronta le recenti reazioni dei tassi di interesse a lungo termine e delle quotazioni azionarie statunitensi con le dinamiche di mercato verificatesi dopo precedenti massimi nei cicli d'inasprimento della politica monetaria durante il periodo che va dalla fine degli anni '80 in poi.

Le variazioni nelle attese sulla politica monetaria possono trasmettersi ai rendimenti obbligazionari a lungo termine e alle quotazioni azionarie attraverso il loro impatto sul fattore di sconto nelle rispettive formule teoriche per la determinazione del prezzo. A tal riguardo, l'ipotesi delle aspettative enuncia che il rendimento offerto su un'obbligazione a lungo termine è costituito dalla media dei tassi a breve termine correnti e futuri attesi. Analogamente, il modello dei dividendi attualizzati indica che la quotazione di un'azione corrisponde alla somma dei dividendi futuri attesi, scontati a un tasso di interesse privo di rischio, e del premio per il rischio che gli investitori richiedono per detenere l'azione. Di conseguenza, e a parità di condizioni (in particolare di aspettative sugli utili), le revisioni al ribasso dei tassi futuri attesi a breve termine eserciterebbero pressioni verso il basso sui rendimenti obbligazionari a lungo termine e avrebbero un impatto positivo sui corsi azionari.

La figura A mostra gli andamenti del tasso obiettivo sui *federal funds*, del rendimento dei titoli di Stato decennali statunitensi e dell'indice Standard & Poor's 500 nel 2006. Essa evidenzia che, dall'ultima decisione di innalzare il tasso obiettivo sui *federal funds* alla fine di giugno a quello che è percepito come un valore massimo, i tassi di interesse a lungo termine sono calati di 60 punti base e le quotazioni azionarie sono salite di circa il 5 per cento. In base alle argomentazioni teoriche sopra esposte, tali andamenti potrebbero essere strettamente collegati a variazioni nelle aspettative sulla politica monetaria. In tale contesto, è interessante raffrontare le attuali reazioni dei prezzi delle attività con quelle verificatesi in concomitanza con precedenti massimi nei cicli d'inasprimento della Federal Reserve. Nel corso degli ultimi 25 anni

**Figura A Stati Uniti: tasso obiettivo sui *federal funds*, rendimenti obbligazionari e prezzi delle azioni**

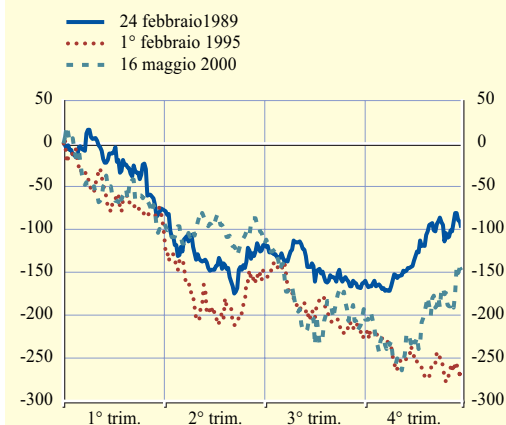
(dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

**Figura B** Variazioni nei rendimenti obbligazionari a dieci anni registrate dopo un massimo nel ciclo di restrizione monetaria negli Stati Uniti

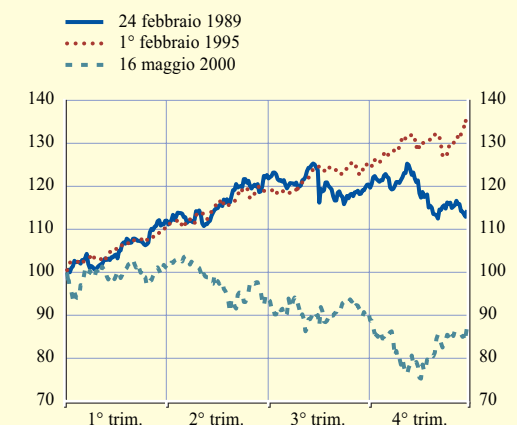
(dati giornalieri in punti base)



Fonte: Reuters.  
 Nota: i tre picchi presi in considerazione sono quelli del 24 febbraio 1989, il 1° febbraio 1995 e il 16 maggio 2000.

**Figura C** Variazioni nell'indice S&P 500 registrate dopo un massimo nel ciclo di restrizione monetaria negli Stati Uniti

(dati giornalieri, valori indice)



Fonte: Reuters.  
 Nota: i tre picchi presi in considerazione sono quelli del 24 febbraio 1989, il 1° febbraio 1995 e il 16 maggio 2000. L'indice è ribasato a 100 nel giorno del picco.

sono identificabili tre picchi del tasso obiettivo sui *federal funds*: nel febbraio 1989, nel febbraio 1995 e nel maggio 2000. Le figure B e C mostrano l'andamento dei rendimenti obbligazionari e delle quotazioni azionarie statunitensi nei quattro trimestri successivi a tali massimi.

Dalle figure emergono due elementi interessanti. In primo luogo, i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine statunitensi hanno in generale evidenziato una tendenza al ribasso dopo i massimi del tasso obiettivo sui *federal funds*. In particolare, in tutti e tre i casi è riscontrabile un significativo calo dei rendimenti delle obbligazioni a lungo termine nei primi due trimestri successivi al massimo. In secondo luogo, in due occasioni su tre l'indice Standard & Poor's 500 è salito dopo i massimi dei tassi di interesse a breve termine. Tuttavia, nel terzo caso, ossia nel periodo successivo al massimo dei tassi ufficiali del maggio 2000, i corsi azionari sono calati. I principali fattori all'origine di tale flessione sono stati probabilmente, da un lato, pesanti revisioni al ribasso delle aspettative sugli utili, in particolare delle imprese appartenenti alla *new economy* rappresentate in primo luogo dalle aziende Internet, e, dall'altro, una marcata riduzione della propensione al rischio degli investitori. Pertanto, le reazioni dei prezzi delle attività tra la fine di giugno e gli inizi di ottobre di quest'anno hanno sinora in ampia misura rispecchiato quelle osservate successivamente a precedenti massimi del tasso obiettivo sui *federal funds*.

Ciò nondimeno, ogni raffronto tra le reazioni dei prezzi delle attività in periodi diversi dovrebbe essere vagliato con cautela e non dovrebbe essere interpretato in modo meccanicistico. Soprattutto, un siffatto raffronto presume implicitamente che nei periodi considerati tutti gli altri potenziali fattori alla base della dinamica dei rendimenti obbligazionari e delle quotazioni azionarie non prevalgano sull'impatto delle variazioni delle aspettative circa la politica monetaria. A tale riguardo, andrebbe ricordato che i tassi di interesse reali e nominali a lungo termine si situano tuttora a livelli relativamente bassi nella maggior parte dei principali mercati, sia in termini as-

soluti sia rispetto alle grandezze macroeconomiche fondamentali. Il livello insolitamente basso dei premi per il rischio ha, molto probabilmente, avuto un effetto frenante sui rendimenti obbligazionari, che riflette in parte le condizioni di liquidità ancora ampie e una maggiore domanda generale di strumenti a reddito fisso a lungo termine da parte di investitori istituzionali, di paesi esportatori di petrolio e di altri investitori esteri<sup>1)</sup>. In prospettiva, non si può escludere che gli andamenti futuri dei rendimenti obbligazionari possano essere influenzati da una normalizzazione dei premi per il rischio nei mercati obbligazionari, che andrebbe in direzione opposta al tipico profilo di reazione sopra descritto.

1) Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei tassi di interesse reali a lungo termine* nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In luglio è proseguita la tendenza al rialzo dei tassi di interesse delle IFM, rimasti peraltro su livelli relativamente bassi.

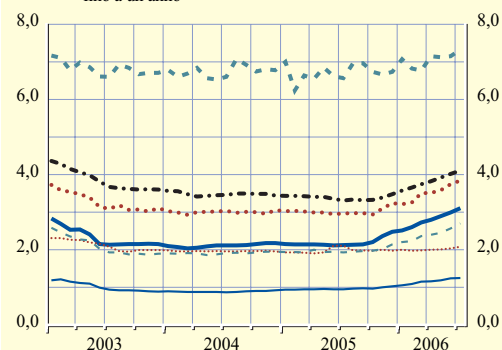
In luglio i tassi di interesse a breve termine delle IFM sono generalmente aumentati rispetto al mese precedente. In gran parte dei casi, l'incremento è stato all'incirca dello stesso ordine di grandezza di quelli osservati per i corrispondenti tassi del mercato monetario (cfr. tavola 4 e figura 13). Nel contempo, come avviene solitamente, le variazioni dei tassi di interesse applicati agli scoperti di conto corrente, ai depositi *overnight* e a quelli rimborsabili con preavviso fino a tre mesi sono state meno pronunciate.

Guardando in retrospettiva agli ultimi mesi si rileva che l'aumento di gran parte dei tassi di interesse a breve termine delle IFM ha seguito da vicino quello dei tassi del mercato monetario, in crescita dal settembre 2005. Il tasso di mercato a tre mesi, ad esempio, si è innalzato di oltre 95 punti base nel periodo settembre 2005-luglio 2006. A titolo di confronto, i tassi di interesse delle IFM sui depositi con durata prestabilita fino a un anno hanno segnato un rialzo di circa 75 punti base. I tassi di interesse delle IFM sui prestiti con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono aumentati in misura maggiore, fra gli 80 e i 90 punti base, fatta eccezione per quelli sui prestiti alle famiglie per consumo, cresciuti di circa 35 punti base.

**Figura 13 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine**

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

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



Fonte: BCE.

1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati 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.

**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 luglio 2006 <sup>2)</sup>		
	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 giu.	2006 lug.	2005 dic.	2006 mar.	2006 giu.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui depositi</b>									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,94	1,96	2,14	2,36	2,56	2,69	55	33	13
con durata prestabilita oltre due anni	2,19	2,02	2,18	2,43	2,57	2,77	59	34	20
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,11	1,98	1,97	1,98	2,03	2,08	11	10	5
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,38	2,29	2,30	2,37	2,52	2,57	27	20	5
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie	0,95	0,97	1,03	1,15	1,23	1,25	22	10	2
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,01	2,04	2,26	2,48	2,70	2,79	53	31	9
con durata prestabilita oltre due anni	3,63	2,98	3,55	3,34	3,23	3,85	30	51	62
<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	6,62	6,97	6,73	6,77	7,15	7,33	60	56	18
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,35	3,32	3,48	3,74	4,02	4,11	63	37	9
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,15	4,00	4,03	4,23	4,51	4,55	52	32	4
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,11	5,13	5,14	5,30	5,46	5,52	38	22	6
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,88	3,81	3,99	4,23	4,47	4,58	59	35	11
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,22	4,06	4,10	4,19	4,40	4,44	34	25	4
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,94	2,97	3,24	3,50	3,74	3,84	60	34	10
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,87	3,88	3,98	4,22	4,26	4,48	50	26	22
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,11	2,14	2,47	2,72	2,99	3,10	63	38	11
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,07	2,21	2,80	3,22	3,47	3,58	78	36	11
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	2,58	2,60	3,07	3,47	3,78	3,84	77	37	6

Fonte: BCE.

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

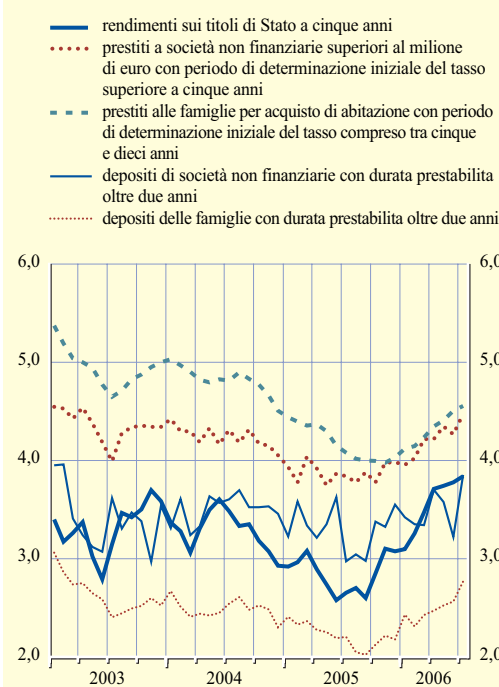
2) Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

In luglio si sono registrati incrementi nella maggior parte dei tassi di interesse a lungo termine delle IFM (cfr. tavola 4 e figura 14), in alcuni casi di entità maggiore di quella osservata fino a quel mese per i tassi di interesse di mercato di scadenza comparabile. Ciò è probabilmente dovuto al fatto che, di norma, vi è uno sfasamento temporale fra la variazione dei tassi di mercato e l'aggiustamento dei tassi bancari al dettaglio. Al tempo stesso, va notato che il deciso incremento (di oltre 60 punti base) dei tassi di interesse delle IFM sui depositi con durata prestabilita di oltre due anni delle società non finanziarie compensa in ampia misura i forti cali osservati nei due mesi precedenti.

Sempre in un'ottica di più lungo periodo, la maggioranza dei tassi di interesse a lungo termine delle IFM ha seguito l'andamento ascendente osservato dal settembre 2005 per i corrispondenti tassi di mercato. Le dimensioni dei rialzi (approssimativamente da 40 a 85 punti base) sono tuttavia rimaste considerevolmente inferiori a quelle registrate per i tassi di mercato a lungo termine, comprimendo così i relativi margini bancari. Il rendimento dei titoli di Stato quinquennali nell'area dell'euro è ad esempio salito di oltre 120 punti base fra il settembre 2005 e il luglio 2006. Al confronto, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni sono aumentati di appena 55 punti base circa. Per quanto riguarda i prestiti alle società non finanziarie con determinazione iniziale del tasso oltre i cinque anni, nello stesso periodo l'aumento dei tassi sui prestiti di importo superiore a un milione di euro (pari a circa 60 punti base) ha superato quello dei tassi sui prestiti di ammontare inferiore (40 punti base), per cui è venuto meno il significativo differenziale di interesse che caratterizzava i prestiti di dimensioni diverse. Gli aumenti dei tassi sui depositi a lungo termine nel periodo settembre 2005-luglio 2006 sono stati leggermente maggiori. Quelli sui depositi con durata prestabilita di oltre due anni di famiglie e società non finanziarie sono cresciuti rispettivamente di 75 e 85 punti base circa.

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

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



Fonte: BCE.

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

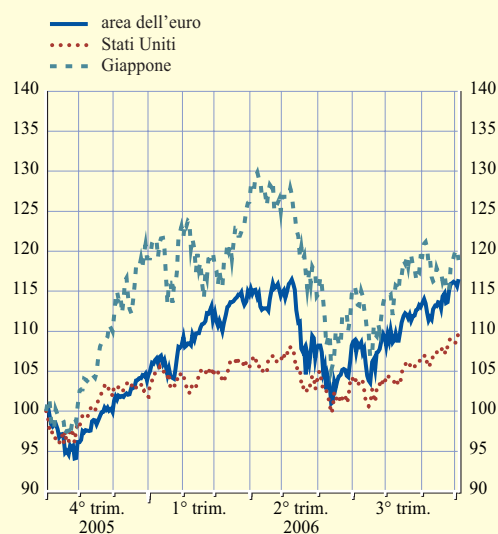
## 2.6 MERCATI AZIONARI

*Le quotazioni azionarie nei principali mercati hanno continuato ad aumentare in settembre. Dopo la considerevole rivalutazione dei premi al rischio osservata agli inizi dell'estate, sembra essere intervenuto un miglioramento significativo del clima di mercato, che ha sostenuto i corsi azionari e favorito un'ulteriore riduzione dell'incertezza degli operatori, misurata dalla volatilità implicita del mercato azionario. I minori rendimenti obbligazionari a lungo termine, così come i robusti utili societari effettivi e attesi hanno anch'essi probabilmente contribuito all'aumento delle quotazioni.*

Gli indici ampi dei corsi azionari nei principali mercati hanno continuato ad aumentare in settembre (cfr. figura 15), grazie ai miglioramenti riguardanti la propensione al rischio e la percezione dei rischi, all'ulteriore flessione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine e alla robustezza degli utili societari effettivi e attesi. I corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurati dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard and Poor's 500, sono aumentati rispettivamente del 3 e 4 per cento fra la fine di agosto e il 4 ottobre. L'indice Nikkei 225 giapponese, invece, è rimasto

**Figura 15 Indici dei corsi azionari**

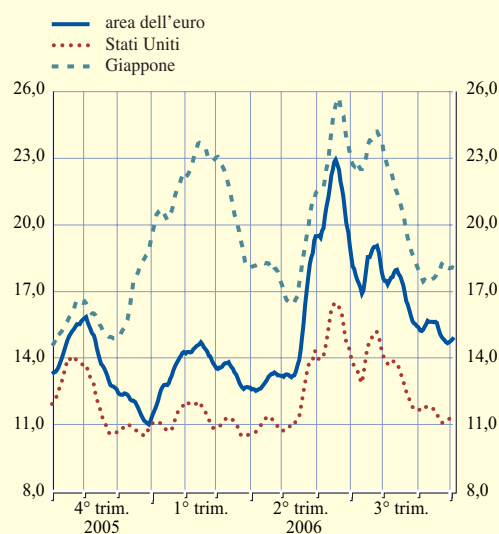
(indice: 1° ottobre 2005 = 100; dati giornalieri)



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

**Figura 16 Volatilità implicita dei mercati azionari**

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



Fonte: Bloomberg.  
Nota: la volatilità implicita è calcolata sulla base delle opzioni più prossime a scadenza, purché con vita residua non inferiore a 20 giorni lavorativi. 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.

sostanzialmente invariato. Nel contempo l'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita ricavata dalle opzioni su titoli azionari, ha proseguito il suo calo dai picchi osservati a metà giugno, e al momento si colloca su livelli relativamente bassi (cfr. figura 16).

I corsi azionari statunitensi hanno continuato a crescere in settembre e ai primi di ottobre. Il calo dei prezzi del petrolio osservato nelle ultime settimane e la percezione sempre più diffusa fra gli operatori che i tassi ufficiali potrebbero aver raggiunto un massimo dopo la decisione della Federal Reserve di mantenere i tassi invariati in occasione delle ultime due riunioni del Federal Open Market Committee sembrano aver contribuito ad accrescere la propensione al rischio degli investitori e, di conseguenza, all'aumento delle quotazioni azionarie (cfr. riquadro 1). Queste hanno ricevuto ulteriore slancio dal calo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, che agiscono da fattore di sconto per gli utili societari futuri. Nel contempo gli utili sia effettivi sia attesi sono rimasti relativamente vigorosi, nonostante le diffuse attese di un moderato rallentamento dell'economia statunitense. Le informazioni disponibili indicano che i gestori di fondi hanno generalmente rivisto al ribasso le aspettative di crescita degli utili per l'anno a venire, seppur in misura soltanto modesta, coerentemente con le prospettive di crescita generali. In ogni caso, va ricordato che negli ultimi mesi gli utili per azione effettivi e attesi delle società quotate incluse nell'indice Standard & Poor's 500 sono rimasti su percentuali a due cifre.

I corsi azionari nell'area dell'euro sono anch'essi ulteriormente aumentati nel periodo in rassegna e agli inizi di ottobre avevano pienamente recuperato i cali fatti registrare durante la fase di turbolenze osservata agli inizi dell'estate. Analogamente a quanto osservato per il mercato statunitense,

il calo dei prezzi del greggio e un incremento complessivo della propensione al rischio degli investitori sembrano aver fornito un contributo decisivo al rialzo delle quotazioni: nell'area dell'euro i prezzi delle azioni starebbero traendo beneficio anche dal perdurante calo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine e dal già citato decremento della volatilità implicita il quale, denotando una minore incertezza riguardo ai movimenti futuri dei corsi azionari, potrebbe senz'altro essersi tradotto in una flessione dei premi al rischio richiesti dagli investitori. Inoltre, nell'area dell'euro sono rimasti vigorosi gli utili sia attesi sia effettivi. Relativamente a questi ultimi, gli analisti del mercato azionario si attendono che la crescita annua degli utili unitari delle società incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx rimanga robusta, collocandosi al 9 per cento circa nei prossimi dodici mesi.



## 3 PREZZI E COSTI

*Fino a poco tempo fa l'inflazione al consumo nell'area dell'euro si è situata al di sopra del 2 per cento prevalentemente a causa di persistenti spinte al rialzo sui prezzi dei beni energetici. Dall'inizio di agosto le quotazioni petrolifere hanno subito una notevole flessione e ciò, oltre a un sensibile effetto base al ribasso, avrebbe determinato la maggior parte del calo dell'inflazione armonizzata stimato per settembre, all'1,8 per cento. Per i prossimi mesi tuttavia alcuni effetti base al rialzo e l'incremento dell'IVA in Germania all'inizio del 2007 dovrebbero avere un impatto significativo sul tasso di inflazione sui dodici mesi. Pertanto, considerando i prezzi correnti del petrolio, l'inflazione dovrebbe aumentare nuovamente al di sopra del 2 per cento tra la fine del 2006 e l'inizio del 2007, con un andamento che permane caratterizzato da diversi rischi al rialzo.*

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER SETTEMBRE 2006

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in settembre l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo è scesa all'1,8 per cento, dal 2,3 di agosto (cfr. tavola 5). I dati disaggregati per le componenti dell'indice saranno pubblicati a metà ottobre. Le informazioni attualmente disponibili suggeriscono che questa flessione potrebbe essere connessa al calo dei prezzi del greggio dall'inizio di agosto, nonché a un effetto base derivante dall'andamento dei corsi petroliferi nel settembre del 2005.

#### INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO AD AGOSTO 2006

Mentre nella prima metà dell'anno l'inflazione misurata sullo IAPC ha teso a stabilizzarsi su livelli elevati se non ad aumentare in conseguenza dell'andamento dei prezzi dei beni energetici e non energetici, in luglio e agosto ha mostrato un leggero calo. L'inflazione complessiva è scesa lievemente dal 2,4 per cento in luglio al 2,3 in agosto, principalmente a causa di una flessione dei corsi petroliferi all'inizio di agosto. Il contributo diretto dei prezzi dei beni energetici al tasso di inflazione, nonostante una lieve attenuazione in agosto, è rimasto tuttavia relativamente elevato (intorno a 0,8 punti percentuali).

**Tavola 5 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2004	2005	2006 apr.	2006 mag.	2006 giu.	2006 lug.	2006 ago.	2006 set.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,1	2,2	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3	1,8
Beni energetici	4,5	10,1	11,0	12,9	11,0	9,5	8,1	.
Alimentari non trasformati	0,6	0,8	1,2	1,5	2,1	3,2	3,9	.
Alimentari trasformati	3,4	2,0	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,3	0,6	0,6	0,7	0,5	0,5	.
Servizi	2,6	2,3	2,2	1,8	2,0	2,1	1,9	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,3	4,1	5,5	6,1	5,8	6,0	5,7	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	30,5	44,6	57,6	55,7	55,4	58,8	57,8	50,3
Prezzi delle materie prime non energetiche	10,8	9,4	25,4	31,5	22,0	26,7	26,8	26,4

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

1) Il dato sullo IAPC di settembre 2006 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Anche l'incremento sul mese precedente dei prezzi degli alimentari freschi è stato consistente in agosto, così come in luglio, molto probabilmente a causa delle avverse condizioni meteorologiche (cfr. figura 17). La crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi ha raggiunto il 3,9 per cento, il valore più elevato dal settembre del 2003 (4,3 per cento), quando le condizioni meteorologiche estreme avevano fatto aumentare i prezzi degli alimentari freschi durante l'estate.

Di recente i prezzi di beni di consumo e servizi, generalmente meno volatili, hanno registrato una dinamica più contenuta. Finora non sembra che i prezzi degli alimentari trasformati abbiano risentito in modo significativo dei rincari degli alimentari freschi, in quanto la loro crescita sui dodici mesi è rimasta sostanzialmente stabile dal marzo di quest'anno. In agosto l'incremento dei prezzi dei beni industriali non energetici è rimasto allo 0,5 per cento, invariato rispetto a luglio e in calo dallo 0,7 di giugno. Nell'insieme, il recente andamento di questa componente indica che, sebbene i rincari petroliferi potrebbero aver iniziato a ripercuotersi su alcuni prezzi, il suo effetto complessivo è rimasto finora piuttosto contenuto. Un'osservazione analoga si può fare per i prezzi al consumo dei servizi, in quanto la loro dinamica si è attenuata tra luglio e agosto. L'andamento positivo in agosto dei beni non energetici e servizi dovrebbe essere valutato con cautela, perché potrebbe essere in parte riconducibile a fattori stagionali, ovvero temporanei, come le offerte promozionali su beni durevoli o le oscillazioni dei prezzi delle vacanze organizzate.

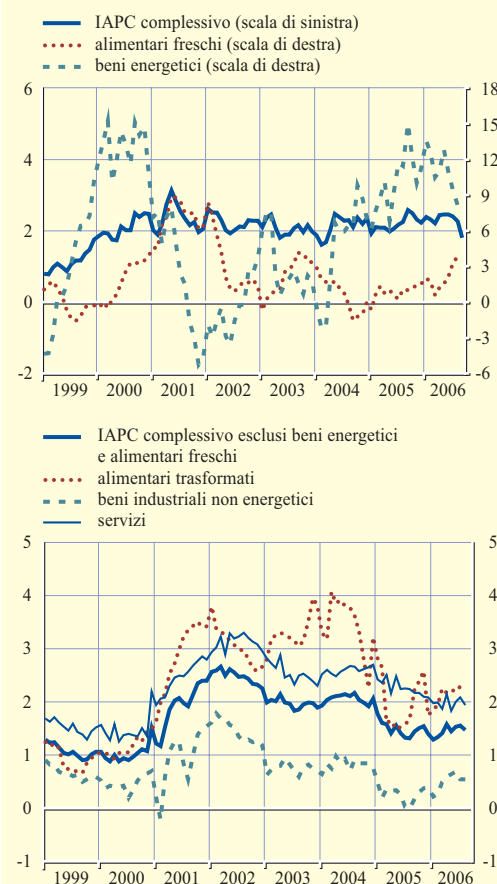
### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In agosto la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è calata lievemente al 5,7 per cento (dal 6,0 di luglio). Questa flessione è stata indotta principalmente dall'andamento dei prezzi dei beni energetici, mentre si sono ancora registrati aumenti per quelli dei beni non energetici, con tassi di variazione elevati e crescenti per i beni intermedi e piuttosto moderati per quelli di consumo.

Esaminando più in dettaglio i vari settori, si nota che in agosto la crescita sul mese precedente dei prezzi alla produzione nel settore dei beni energetici è calata per effetto della flessione dei corsi petroliferi, raggiungendo sui dodici mesi il livello minimo dal maggio del 2005 (cfr. figura 18). Per

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

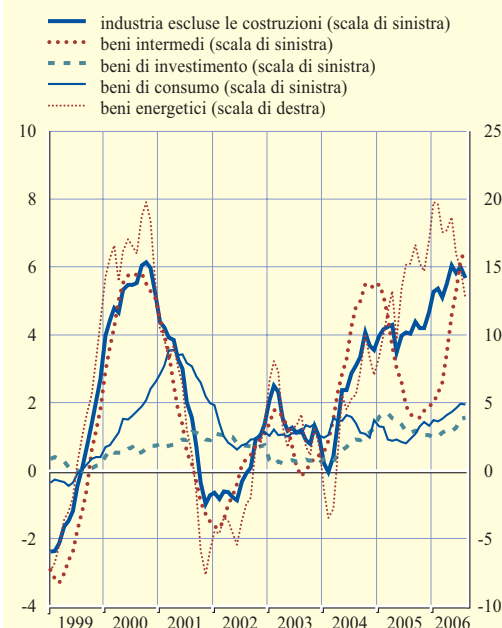
quanto concerne i prezzi dei beni intermedi, il tasso di incremento si è mantenuto particolarmente elevato, salendo dal 6,2 per cento in luglio al 6,5 in agosto. Questa accelerazione è più marcata di quella osservata durante i primi episodi di forti pressioni sui prezzi delle materie prime negli anni 1999/2000 e 2004.

La dinamica dei prezzi in tutto il settore dei beni di consumo si è stabilizzata sul 2,0 per cento. Per quanto riguarda le componenti meno variabili della categoria, la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni di consumo al netto di tabacchi e alimentari è calata lievemente (dall'1,2 per cento in luglio all'1,0 in agosto), mentre è continuata la progressiva accelerazione dei prezzi dei beni di investimento. Nel complesso, il protrarsi delle consistenti pressioni esercitate dai prezzi dei beni intermedi tende a suggerire che la dinamica sottostante è ancora nel senso di un graduale trasferimento dei rincari agli stadi successivi della catena produttiva.

Gli indicatori di prezzo delle indagini congiunturali per settembre segnalano un incremento delle spinte sui prezzi degli input nel settore manifatturiero e una loro lieve attenuazione in quello dei servizi. Tuttavia, l'indice dei prezzi degli input in entrambi i settori, secondo quanto riportato da NTC Economics, è rimasto su valori elevati in termini storici, continuando quindi a segnalare forti spinte al rialzo sui prezzi a livello delle imprese (cfr. figura 19). L'indicatore dei prezzi applicati alla clientela è aumentato nel settore manifatturiero e, in misura minore, in quello dei servizi. Anche questo indicatore è rimasto su livelli elevati per entrambi i settori, suggerendo che le imprese sono riuscite a trasferire parte dei rincari degli input ai clienti.

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

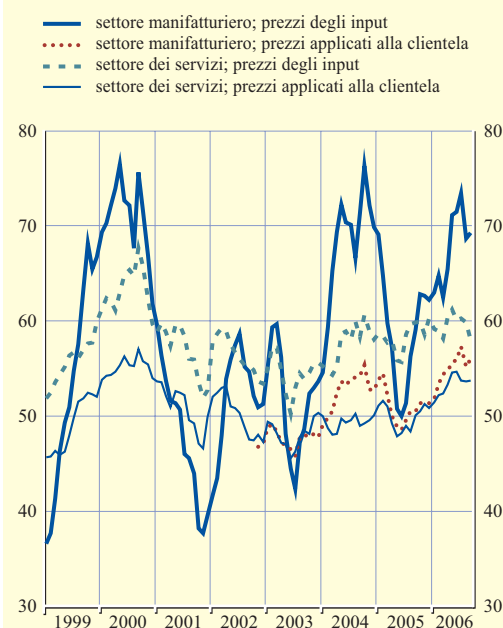
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

(indici di diffusione; dati mensili)



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

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Nel secondo trimestre la crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali nell'area è salita al 2,4 per cento, dal 2,1 nel primo trimestre (cfr. tavola 6 e figura 20), situandosi lievemente al di sopra dei livelli osservati nel 2004 e 2005 (2,1 per cento in media). Anche l'incremento del costo orario complessivo del lavoro è aumentato dal 2,2 al 2,4 per cento tra il primo e il secondo trimestre. Tali indicatori suggeriscono che la crescita dei redditi per occupato sarebbe aumentata lievemente nel secondo trimestre, dopo l'incremento moderato registrato nel primo trimestre dovuto a un significativo aumento nel settore industriale (cfr. figura 21).

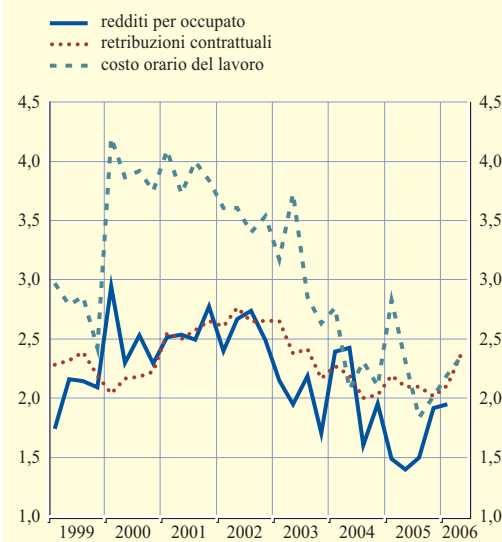
Nonostante questo incremento del costo del lavoro, i dati disponibili per il secondo trimestre potrebbero tuttavia riflettere una certa variabilità a breve termine. In particolare, sul costo del lavoro hanno inciso gli effetti di un pagamento *una tantum* nel settore industriale tedesco. Inoltre, l'accelerazione del costo orario complessivo del lavoro è stata determinata principalmente da un aumento dei costi non salariali (una categoria che include, ad esempio, sia i contributi previdenziali a carico del datore di lavoro sia le imposte sull'occupazione), mentre la dinamica salariale è rimasta pressoché stabile.

Infine, la crescita della produttività del lavoro, aumentata dall'1,1 all'1,4 per cento tra il primo e il secondo trimestre, dovrebbe contribuire a contenere l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto nel secondo trimestre. Nel complesso, le pressioni inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro sono rimaste contenute, ma l'andamento nel terzo trimestre dovrà essere seguito con molta attenzione per stabilire se il rialzo nel secondo trimestre è stato di natura transitoria.

Va altresì notato che l'indice delle retribuzioni contrattuali, a causa del diverso livello di copertura e della possibile inerzia salariale, può essere considerato solo come un indicatore approssimativo dell'effettivo andamento dei salari. Come illustrato nel riquadro 2, gli andamenti dell'inerzia salariale sono essenziali per valutare le pressioni inflazionistiche derivanti dal mercato del lavoro (cfr. figura 21).

Figura 20 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

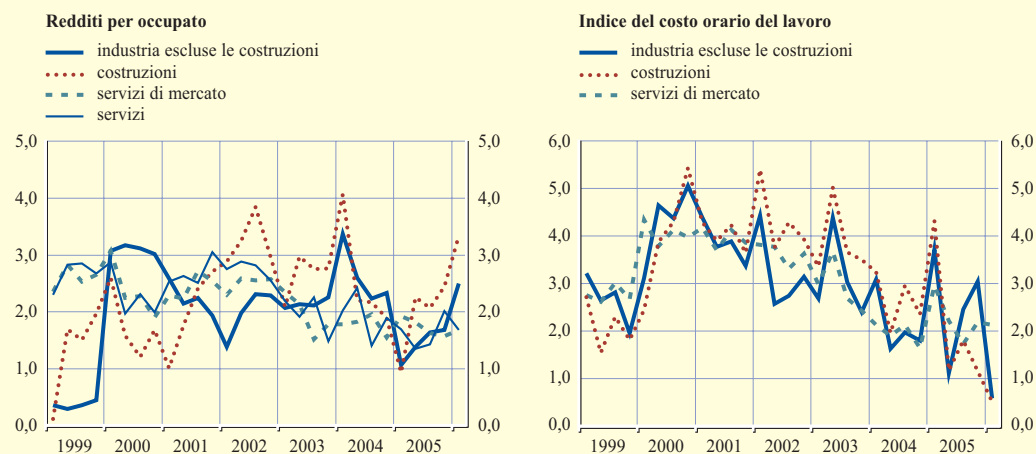
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2004	2005	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,4
Costo orario complessivo del lavoro	2,3	2,2	2,3	1,8	2,0	2,2	2,4
Redditi per occupato	2,1	1,6	1,4	1,5	1,9	1,9	.
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	1,0	0,7	0,5	0,9	1,0	1,1	1,4
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,1	0,9	0,9	0,6	0,9	0,8	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 21 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Riquadro 2**

**ANDAMENTI RECENTI DELL'INERZIA SALARIALE NELL'AREA DELL'EURO**

Esistono diversi indicatori del costo del lavoro nominale disponibili per l'area dell'euro<sup>1)</sup>. Nel contesto di tali indicatori, l'inerzia salariale si definisce come quella componente della crescita dei redditi per occupato non ascrivibile alle dinamiche delle retribuzioni contrattuali e/o dei contributi previdenziali, e può quindi offrire un contributo importante alla misurazione delle pressioni inflazionistiche che originano sul mercato del lavoro. Questo riquadro presenta una stima di tale componente per l'area dell'euro e analizza le sue determinanti nelle diverse fasi del ciclo economico.

Dal punto di vista concettuale, le retribuzioni contrattuali possono essere considerate come la componente di base del costo del lavoro. Durante il processo di negoziazione dei salari, le parti sociali concordano un incremento della retribuzione di base per un dato periodo di tempo, tenendo conto di andamenti economici recenti ed attesi, fra cui la crescita della produttività e le condizioni del mercato del lavoro. È tuttavia possibile che nel periodo di durata del contratto le condizioni economiche evolvano, tanto a livello di singola impresa che in aggregato. Poiché rinegoziare i contratti ha un costo, i contratti incorporano di norma degli elementi aggiuntivi, quali gratifiche basate sulla produzione o la retribuzione di prestazioni straordinarie. La crescita delle retribuzioni effettive è pertanto diversa da quella delle retribuzioni contrattuali: la differenza fra le due viene definita inerzia salariale, una componente che meglio può cogliere gli effetti di variazioni di breve periodo delle condizioni economiche (quale per esempio un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro). La misurazione e comprensione dei suoi andamenti

1) Per un'analisi delle differenze concettuali e statistiche tra questi indicatori, cfr. il riquadro 4 *Confronto tra gli indicatori del costo del lavoro disponibili per l'area dell'euro: differenze concettuali e rispettiva evoluzione nel periodo 1999-2002* nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

sono quindi particolarmente importanti nella valutazione delle prospettive di breve termine della dinamica salariale.

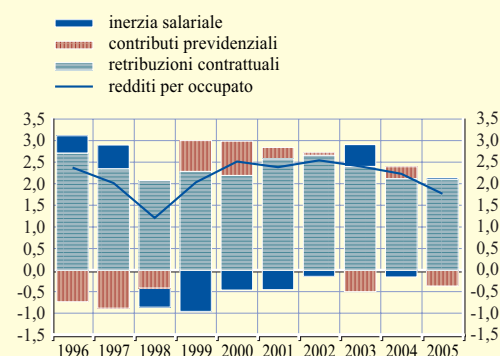
I dati sulla componente di inerzia salariale della retribuzione non sono osservabili in modo diretto e vanno quindi stimati. Ai fini di tale stima per l'area dell'euro, si considera che l'indice delle retribuzioni contrattuali compilato dalla BCE offra una utile rappresentazione statistica della retribuzione contrattuale di base. Tuttavia, vi sono due *caveat* che vanno considerati in questo contesto. In primo luogo, le serie sulle retribuzioni contrattuali sono ottenute mediante l'aggregazione di dati nazionali non armonizzati. Secondo, in alcuni paesi dell'area dell'euro vigono ancora dei meccanismi di indicizzazione *backward-looking* i quali aggiustano la crescita salariale in base all'inflazione osservata *ex-post* e, di norma, non sono riflessi nell'indice delle retribuzioni contrattuali. In caso di attivazione di tali meccanismi, è quindi possibile che la misura dell'inerzia salariale rifletta gli effetti dell'indicizzazione salariale negoziata precedentemente. Per quanto riguarda i salari e gli stipendi effettivi, la fonte di dati più affidabile è rappresentata dalla crescita dei redditi per occupato.

Tenuto conto di tali *caveat*, una stima della crescita annuale dell'inerzia salariale nell'area dell'euro viene costruita quale componente residua della crescita dei redditi per occupato, al netto della crescita dei contributi previdenziali a carico di lavoratori e datori di lavoro e della crescita delle retribuzioni contrattuali. La figura indica il tasso di crescita annuale del reddito per occupato nell'area dell'euro scomposto in queste tre componenti, con una stima dell'inerzia salariale nell'area dal 1996 al 2005. Considerati i *caveat* citati in precedenza e il fatto che l'inerzia salariale viene misurata quale valore residuo, queste stime vanno valutate con cautela.

I risultati della scomposizione indicano che l'inerzia salariale contribuisce alla dinamica complessiva del reddito per occupato in misura molto limitata rispetto alle retribuzioni contrattuali. Ciononostante, tale componente offre alcune informazioni sul profilo ciclico della crescita dei redditi per occupato. Nel recente periodo di modesta crescita del PIL in termini reali, l'inerzia salariale è stata bassa o negativa, scendendo a un minimo di -0,5 punti percentuali nel 2003. Oltre che della lieve moderazione della crescita delle retribuzioni contrattuali, la moderazione della dinamica dei salari nominali potrebbe aver beneficiato anche del contributo dell'inerzia salariale, che è stata in media lievemente negativa negli ultimi quattro anni. Tale contributo negativo segue tre anni di valori positivi fra il 1999 e il 2001 – un periodo in cui l'attività economica dell'area dell'euro è stata particolarmente vigorosa. Questi andamenti sembrano confermare come l'inerzia salariale sia la componente delle retribuzioni più sensibile a variazioni di breve periodo dell'attività economica e delle condizioni del mercato del lavoro. Oltre al contributo dell'inerzia salariale, va notato che anche la crescita dei contributi previdenziali varia in misura significativa nel tempo, offrendo un contributo alla dinamica salariale complessiva particolarmente significativo e negativo fra il 1998 e il 2002 e, in una certa misura, contenendo l'impatto al rialzo dell'inerzia salariale positiva sulla crescita dei salari.

### Redditi per occupato e inerzia salariale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue, dati annuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

La brevità delle serie disponibili per valutare le determinanti dell'inerzia salariale non consente di individuare quantitativamente i fattori responsabili della dinamica di tale componente. Come indicato anche dalla figura, l'inerzia salariale è probabilmente collegata a fattori ciclici. Nelle fasi di espansione dell'economia, in cui la domanda e la produzione aumentano e le condizioni del mercato del lavoro diventano più tese, le componenti dell'inerzia salariale, fra cui il pagamento di prestazioni straordinarie e gratifiche, tendono a crescere più rapidamente della retribuzione di base in alcuni settori, regioni o occupazioni. Un altro contributo importante proviene probabilmente dagli andamenti inattesi dei fattori che influiscono sulle retribuzioni contrattuali oggetto di negoziazione collettiva (per esempio, gli scostamenti dalla crescita attesa della produttività) e sulle condizioni del mercato del lavoro. Tuttavia, dati i problemi di misurazione citati in precedenza, la stima dell'inerzia salariale cattura anche gli effetti dei meccanismi di indicizzazione dei salari. Poiché negli anni recenti l'inflazione ha teso a sorprendere al rialzo, è possibile che la natura retrospettiva di alcuni contratti salariali abbia indotto scostamenti verso l'alto della crescita dei redditi per occupato rispetto a quella delle retribuzioni contrattuali. Infine, l'inerzia salariale risente anche di fattori di natura più strutturale, fra cui per esempio variazioni nella composizione delle forze di lavoro e della copertura dei meccanismi di negoziazione collettiva.

Allo stato attuale, non vi sono molte informazioni disponibili sull'entità dell'inerzia salariale nella prima metà del 2006. Dati recenti sul costo del lavoro segnalano un incremento graduale e modesto dei costi salariali nominali. Considerate le condizioni economiche prevalenti, è auspicabile tenere sotto attenta osservazione le prospettive per le dinamiche salariali, in particolare per evitare che nel processo di formazione dei salari emergano effetti di secondo impatto degli scorsi aumenti dell'inflazione.

### 3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

La recente variabilità delle quotazioni petrolifere comporta una notevole incertezza sulla dinamica a breve termine dell'inflazione armonizzata: il calo di quest'ultima al di sotto del 2 per cento in settembre va considerato con cautela in quanto, in base ai prezzi correnti dei beni energetici, è probabile che l'inflazione misurata sullo IAPC torni al di sopra di tale livello entro la fine dell'anno. In particolare, gli effetti base derivanti dalle scorse oscillazioni dei corsi petroliferi dovrebbero spingere al rialzo l'inflazione complessiva verso la fine dell'anno. Successivamente, l'incremento dell'IVA in Germania dovrebbe esercitare un forte impatto al rialzo sull'inflazione nei primi mesi del 2007. Tuttavia, si prevede che le spinte inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro aumentino solo lentamente, per effetto del protrarsi della moderazione salariale e dell'accresciuta concorrenza internazionale.

Nel complesso i rischi per le prospettive dell'andamento dei prezzi rimangono chiaramente verso l'alto. L'inflazione potrebbe essere influenzata da una dinamica dei prezzi delle materie prime energetiche e non energetiche più vigorosa del previsto, nonché dal rischio di un incremento superiore alle attese di prezzi amministrati e imposte indirette. Nel breve periodo, possibili rischi al rialzo sono rappresentati anche dalla recente variabilità dei prezzi degli alimentari freschi. Inoltre, in un contesto caratterizzato da migliori prospettive per il mercato del lavoro e la crescita economica, esiste il rischio pressioni sui salari più forti di quelle indicate dalle proiezioni formulate in settembre dagli esperti della BCE.

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

La prima stima dell'Eurostat relativa alla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2006 ha confermato che l'economia dell'area si è rafforzata a un ritmo sostenuto nella prima metà dell'anno. L'espansione è stata principalmente sospinta dalla domanda interna in particolare dagli investimenti – e sorretta da un miglioramento delle condizioni dei mercati del lavoro. Le ultime informazioni disponibili, compresi i dati sulla produzione industriale e quelli derivanti dalle indagini, suggeriscono che la crescita rimarrà robusta nel terzo trimestre del 2006, sebbene molto probabilmente appena inferiore ai tassi osservati nella prima metà dell'anno. In prospettiva, ci si attende che fattori sia interni sia esterni sostengano l'espansione economica. Tuttavia, a lungo termine tale scenario permane soggetto a rischi al ribasso connessi a un nuovo aumento dei prezzi del petrolio, al riassorbimento disordinato degli squilibri a livello mondiale e a pressioni protezionistiche.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La prima stima dell'Eurostat relativa alla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2006 ha confermato che l'attività economica si è espansa dello 0,9 per cento sul periodo precedente, dopo una crescita dello 0,8 per cento nel primo trimestre, rivista al rialzo di 0,2 punti percentuali (cfr. figura 22).

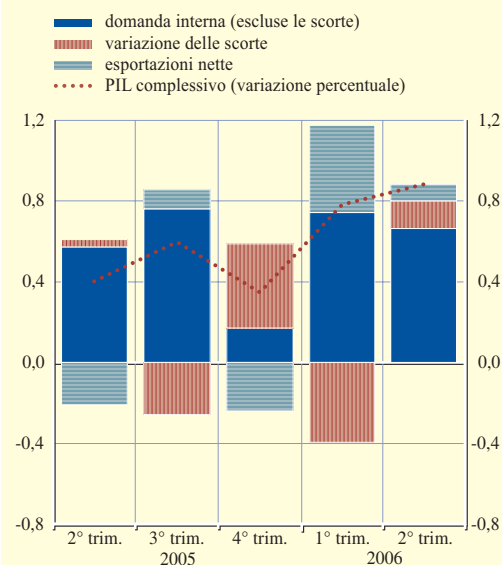
La principale determinante dell'attività economica nel secondo trimestre è stata la domanda interna (escluse le scorte), che ha contribuito per 0,7 punti percentuali alla crescita del PIL, come nel primo trimestre. Gli investimenti hanno mostrato una vivace dinamica, raggiungendo un tasso di espansione sul trimestre precedente del 2,1 per cento, mentre i consumi hanno rallentato fino allo 0,3 per cento. Per contro, nel secondo trimestre il contributo delle esportazioni nette si è ridotto notevolmente, passando a 0,1 punti percentuali da 0,4 del trimestre precedente, poiché la crescita delle esportazioni è diminuita in misura maggiore di quella delle importazioni. Infine, il contributo delle scorte è stato leggermente positivo, dopo l'apporto negativo del periodo precedente.

#### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

La composizione settoriale dell'attività economica rivela che nella prima metà di quest'anno la crescita ha interessato tutti i settori. L'espansione del valore aggiunto nel comparto dei servizi è aumentata ulteriormente nel secondo trimestre, in gran parte per effetto dei buoni risultati dei servizi di mercato. Inoltre, la crescita del valore aggiunto nell'industria escluse le costruzioni è rimasta robusta, raggiungendo tassi non registrati in questo settore dalla metà del 2000. Infine, il valore aggiunto nelle costruzioni ha segnato un vigoroso recupero nel secondo trimestre, in parte

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.



in conseguenza delle condizioni meteorologiche insolitamente rigide del primo trimestre.

I dati disponibili indicano che l'attività industriale nell'area dell'euro ha rallentato all'inizio del terzo trimestre, segnalando una leggera decelerazione dell'attività economica. In luglio la produzione industriale (escluse le costruzioni) è calata dello 0,4 per cento sul mese precedente, dopo essere rimasta stabile in giugno (rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali). Il calo può essere in parte ascrivibile a fattori tecnici relativi alla destagionalizzazione, poiché la diminuzione nelle serie destagionalizzate a livello dell'area dell'euro è maggiore di quella risultante dall'aggregazione dei dati nazionali destagionalizzati. Il calo della produzione tra giugno e luglio ha interessato tutti i settori ad eccezione di quello energetico, che ha segnato un aumento della produzione dopo le diminuzioni dei mesi precedenti. Le contrazioni più significative sono state registrate nella produzione dei beni di consumo, sia durevoli sia non durevoli, e nella produzione di beni intermedi, mentre quella di beni di investimento è rimasta sostanzialmente invariata. Sulla base delle medie mobili a tre mesi, la produzione industriale per il settore manifatturiero ha accelerato ulteriormente nel periodo compreso tra maggio e luglio, salendo dell'1,7 per cento rispetto al periodo precedente (cfr. figura 23). Tale andamento riflette la forte crescita registrata a maggio.

Infine, in luglio i nuovi ordini nel settore manifatturiero sono aumentati dell'1,8 per cento sul mese precedente, dopo un calo relativamente consistente in giugno (2,2 per cento). Tale miglioramento è confermato dalla dinamica, meno volatile, della media mobile a tre mesi.

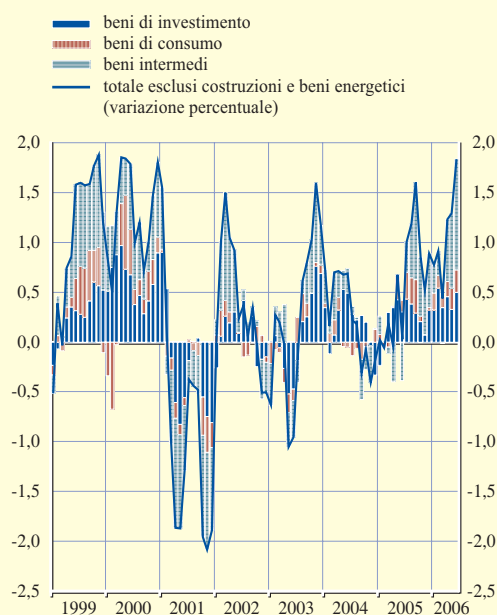
#### RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI INDUSTRIALE E DEI SERVIZI

L'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali della Commissione europea ha registrato un incremento in settembre, mentre l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è rimasto invariato (cfr. figura 24). In media nel terzo trimestre entrambi gli indicatori si sono mantenuti sostanzialmente stabili rispetto al trimestre precedente, allorché avevano raggiunto livelli storicamente elevati. I movimenti delle componenti del PMI sono stati contrastanti nel terzo trimestre. La valutazione delle variazioni della produzione e dei nuovi ordini ha registrato le flessioni più significative, sostanzialmente controbilanciate dall'aumento della valutazione relativa alle scorte dei prodotti acquistati e dalla riduzione dei tempi di consegna dei fornitori. Per quanto concerne l'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea, il miglioramento della valutazione del livello degli ordini nel terzo trimestre è stato quasi completamente compensato dal calo della valutazione delle scorte e, in misura minore, di quella delle aspettative di produzione.

Per quanto riguarda il settore dei servizi, l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea è diminuito in settembre, pur accrescendosi complessivamente nel terzo trimestre. Tale in-

**Figura 23 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 tre mesi prima.

cremento è riconducibile al miglioramento della valutazione della domanda sia recente sia attesa, mentre quella del clima di fiducia è leggermente peggiorata. Per contro, l'indice di attività del PMI per il settore dei servizi è diminuito ulteriormente in settembre e anche nel complesso del terzo trimestre, seppure da un livello molto elevato. Il recente andamento dell'indice continua a sostenere la valutazione del perdurare di una crescita robusta nel settore dei servizi dell'area dell'euro.

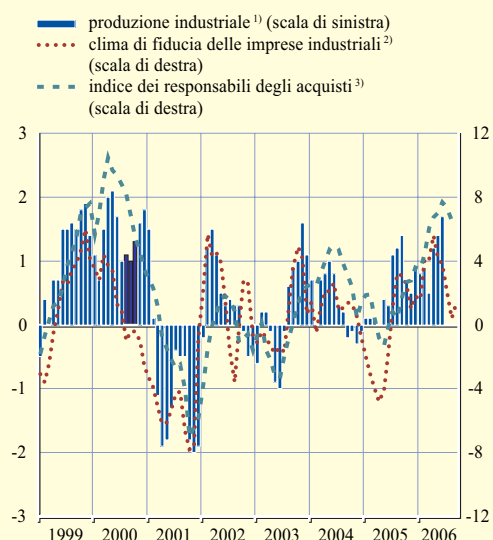
### INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

La recente dinamica delle vendite al dettaglio fornisce un segnale positivo per la crescita dei consumi privati all'inizio del terzo trimestre. In agosto il volume delle vendite al dettaglio è aumentato dello 0,7 per cento sul mese precedente, dopo un incremento dello 0,4 per cento in luglio (rivisto al ribasso di 0,2 punti percentuali). Inoltre, in termini di medie mobili a tre mesi in agosto vi è stata una crescita all'1,9 per cento rispetto all'1,7 di luglio (cfr. figura 25). Le immatricolazioni di nuove autovetture sono salite in agosto, dopo un calo pronunciato in luglio. Sulla base delle medie mobili a tre mesi, i dati attualmente disponibili indicano una contrazione delle immatricolazioni di nuove autovetture all'inizio del terzo trimestre, dopo un aumento dell'1,7 per cento nel trimestre precedente.

L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è cresciuto in settembre, dopo una lieve flessione in agosto. Nel complesso, la fiducia dei consumatori è aumentata nel terzo trimestre, confermando la tendenza positiva osservata nella prima metà di quest'anno. Tale aumento risulta principalmente ascrivibile a un miglioramento delle aspettative di

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

(dati mensili destagionalizzati)

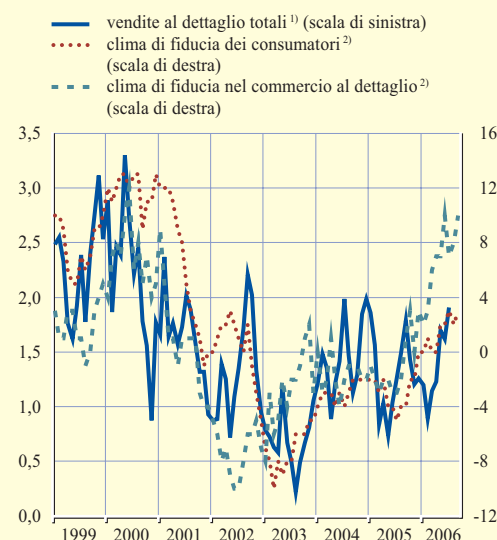


Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, NTC Economics ed elaborazioni della BCE.

- 1) Settore manifatturiero; variazioni percentuali della media mobile a tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi.
- 2) Saldi percentuali; variazioni rispetto a tre mesi prima.
- 3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

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

(dati mensili)



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

- 1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.
- 2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media. I dati sul clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro a partire dal gennaio 2004 non sono pienamente confrontabili con quelli precedenti per effetto di alcune modifiche introdotte nel questionario utilizzato per l'indagine relativa alla Francia.

disoccupazione, mentre la valutazione della situazione finanziaria ed economica attesa e le aspettative sul risparmio sono rimaste sostanzialmente invariate.

Nel complesso, gli ultimi indicatori della spesa delle famiglie e i dati delle indagini forniscono un segnale positivo per la crescita dei consumi privati all'inizio del terzo trimestre.

## 4.2 MERCATO DEL LAVORO

Le ultime informazioni disponibili confermano un miglioramento nei mercati del lavoro dell'area dell'euro durante il 2006. La crescita dell'occupazione si è rafforzata nel secondo trimestre e la tendenza al ribasso del tasso di disoccupazione dovrebbe protrarsi nel terzo trimestre. Nonostante i segnali contrastanti forniti recentemente, anche le aspettative di occupazione sono coerenti con il quadro di un perdurare della crescita dell'occupazione nel breve termine.

### DISOCCUPAZIONE

Il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro è aumentato leggermente tra luglio e agosto 2006, portandosi al 7,9 per cento (cfr. figura 26). Tuttavia, tale aumento rispecchia principalmente un effetto di arrotondamento. Il numero di disoccupati nell'area è salito in agosto di circa 7.000 unità, a fronte del calo di circa 15.000 unità nel mese precedente. Sebbene l'andamento di agosto sia in parte dovuto all'elevata volatilità che questa serie ha mostrato in alcuni paesi, la flessione del numero di disoccupati sembra essersi stabilizzata negli ultimi mesi. Si ipotizza che ciò sia in parte associato a un incremento del tasso di partecipazione, in linea con le migliori prospettive per i mercati del lavoro.

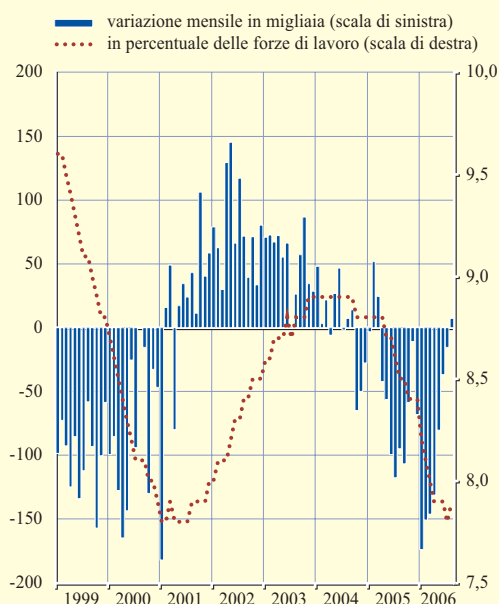
### OCCUPAZIONE

Gli ultimi dati disponibili confermano il graduale rafforzamento della dinamica dell'occupazione dall'inizio del 2005, da una crescita sul periodo precedente dello 0,1 per cento nel primo trimestre del 2005 a una dello 0,4 per cento nel secondo trimestre di quest'anno (cfr. tavola 7). Le informazioni disponibili a livello nazionale suggeriscono che l'andamento recente sia il risultato di un aumento sostenuto dell'occupazione nel settore dei servizi, in particolare quelli di mercato, e di un'accelerazione dell'occupazione nel comparto delle costruzioni. Inoltre, ci si attende che l'occupazione nell'industria al netto delle costruzioni abbia contribuito meno negativamente alla crescita complessiva dell'occupazione.

Le attese di occupazione desunte dalle indagini sulle imprese della Commissione europea e dagli indici PMI sull'occupazione hanno mostrato un miglioramento tra agosto e settembre nel settore industriale. Per contro, entrambi gli indicatori sono stati meno positivi per il settore dei servizi, indicando un lieve calo o livelli sostanzialmente

Figura 26 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

**Tavola 7 Crescita dell'occupazione**

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2004	2005	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.
Totale economia	0,7	0,8	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-1,7	-1,6	0,2	0,1	0,2	-0,5	.
Industria	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,0	.
Escluse le costruzioni	-1,4	-1,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	.
Costruzioni	1,4	2,2	0,5	0,0	1,0	0,6	.
Servizi	1,4	1,3	0,2	0,3	0,4	0,5	.
Commercio e trasporti	0,9	0,7	-0,1	0,0	0,4	0,4	.
Finanziari e alle imprese	1,9	2,1	0,4	0,7	1,1	0,6	.
Amministrazione pubblica	1,5	1,3	0,4	0,4	0,0	0,5	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

invariati. Nel complesso, le aspettative di occupazione rimangono su livelli elevati nel terzo trimestre e sono in linea con la valutazione secondo cui le condizioni dei mercati del lavoro dell'area dell'euro stiano migliorando gradualmente in aggiunta al rafforzamento dell'attività economica.

#### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Le informazioni disponibili suggeriscono che la crescita economica dovrebbe rimanere sostenuta nel breve termine, seppure lievemente al di sotto dei tassi osservati nella prima metà dell'anno. Tale valutazione è confortata da fattori sia interni sia esterni. Sul versante esterno, l'attività economica mondiale rimane abbastanza robusta e fornisce un perdurante sostegno alle esportazioni dell'area dell'euro. Sul versante interno, il protrarsi del miglioramento del clima di fiducia delle imprese indica che le prospettive a breve termine per gli investimenti restano positive. Inoltre, si prevede che i consumi diventeranno più dinamici nei prossimi trimestri in linea con il miglioramento del reddito reale disponibile, mentre la situazione dei mercati del lavoro compie ulteriori progressi. Si ritiene che tale scenario sia soggetto a rischi bilanciati nel breve termine e al ribasso nel lungo termine, principalmente a causa della possibilità di un nuovo incremento delle quotazioni petrolifere, del riassorbimento disordinato degli squilibri a livello mondiale e delle pressioni protezionistiche.

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

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

*In settembre l'euro ha continuato a oscillare all'interno di un intervallo relativamente ristretto in termini effettivi nominali, deprezzandosi complessivamente di mezzo punto percentuale nel corso del mese. L'indebolimento della moneta unica ha riflesso principalmente il suo deprezzamento rispetto al dollaro statunitense in misura minore al renminbi cinese.*

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

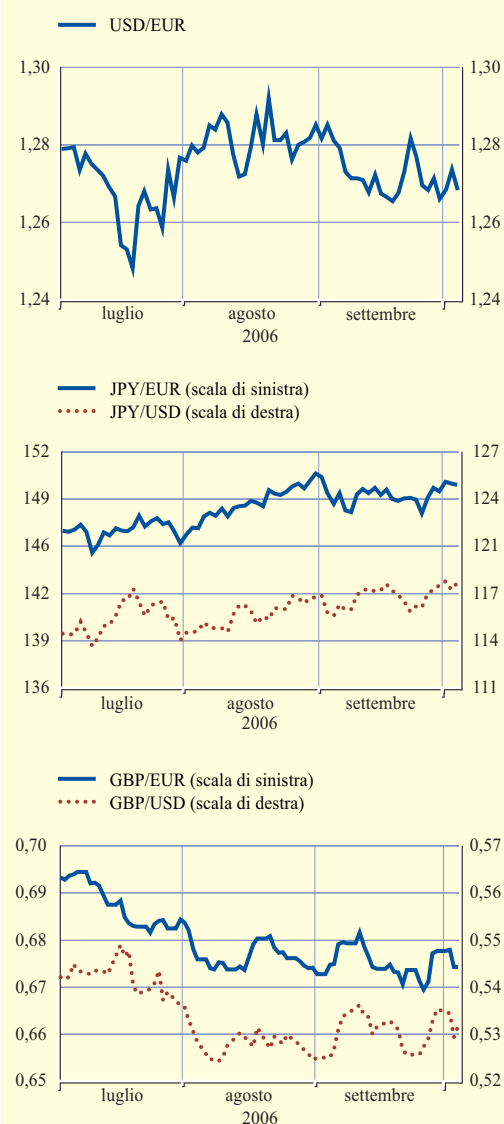
A differenza di agosto, in settembre l'euro ha teso a deprezzarsi sul dollaro statunitense (cfr. figura 27). Gran parte della flessione ha avuto luogo nelle prime tre settimane del mese, nonostante le aspettative di un ulteriore assottigliamento dei differenziali di interesse tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro nel breve periodo. A sorreggere il dollaro in questo periodo avrebbero concorso principalmente la sostanziale diminuzione dei corsi petroliferi e il suo potenziale impatto sulle prospettive per gli Stati Uniti. Tra la fine di settembre e gli inizi di ottobre l'euro è tornato a rafforzarsi sulla moneta statunitense, per poi attestarsi attorno a 1,27 dollari. Tale andamento sarebbe stato associato ai nuovi segnali di rallentamento dell'economia statunitense, segnatamente l'ulteriore decelerazione dell'attività sul mercato immobiliare e l'inatteso peggioramento del clima di fiducia delle imprese. Il 4 ottobre l'euro era scambiato a 1,27 dollari, un livello inferiore dell'1,3 per cento a quello di fine agosto e superiore del 2,0 per cento alla media del 2005.

#### YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo aver raggiunto un massimo storico a 150,6 yen il 1° settembre, nelle prime tre settimane del mese l'euro ha iniziato a deprezzarsi sulla valuta giapponese (cfr. figura 27). Questa inversione potrebbe essere riconducibile al vigore della spesa per investimenti in Giappone, mentre le statistiche sui derivati valutari dimostrano che anche l'atteggiamento degli operatori sarebbe diventato più favorevole allo yen. Tra la fine di settembre e gli inizi di ottobre la moneta unica è tuttavia tornata ai livelli di fine agosto. Il 4 ottobre l'euro era quotato a 149,8 yen, un valore pressoché invariato rispetto a quello di fine agosto e superiore del 9,5 per cento alla media del 2005.

Figura 27 Tassi di cambio

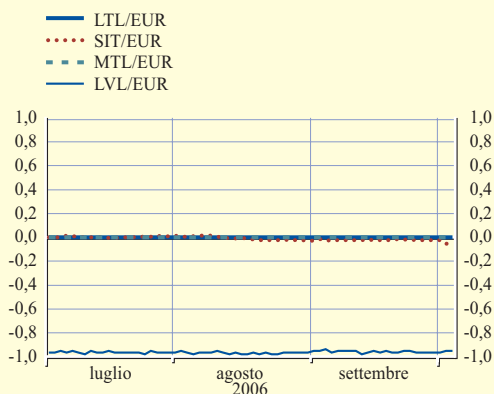
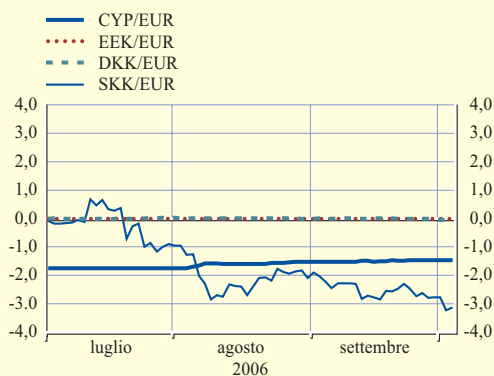
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

**Figura 28 Tassi di cambio negli AEC II**

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

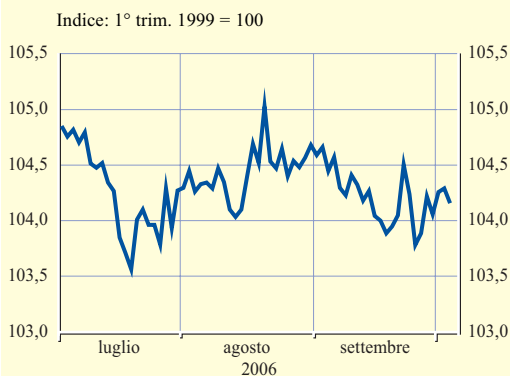


Fonte: BCE.

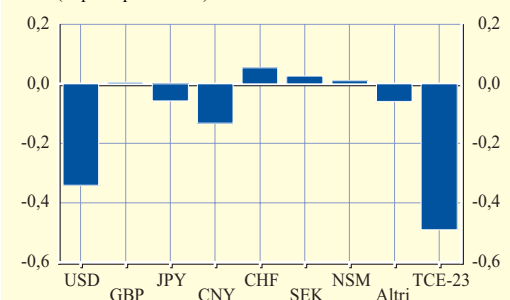
Note: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese i margini di oscillazione sono  $\pm 2,25$  per cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di  $\pm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

**Figura 29 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 agosto al 4 ottobre 2006  
(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-23 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "NSM" si riferisce al contributo aggregato delle valute dei dieci nuovi Stati membri che sono entrati a far parte dell'UE il 1° maggio 2004. La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sette partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-23. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-23.

## VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

In settembre gran parte delle valute all'interno degli AEC II è rimasta stabile su livelli pari o prossimi alle rispettive parità centrali (cfr. figura 28). La corona slovacca ha continuato a rafforzarsi e il 4 ottobre era scambiata a un livello superiore del 3,1 per cento alla parità centrale prevista dagli AEC II. Il 26 settembre la Národná banka Slovenska ha innalzato il tasso di riferimento principale di 25 punti base, al 4,75 per cento. Per quanto riguarda le valute degli altri Stati membri dell'UE, l'euro si è mantenuto stabile rispetto alla sterlina britannica (il 4 ottobre era quotato a 0,67 sterline, un valore invariato rispetto a fine agosto e inferiore dell'1,4 per cento alla media del 2005) mentre si è lievemente apprezzato (dello 0,6 per cento) sulla corona svedese. Nel periodo di riferimento la moneta unica è rimasta sostanzialmente invariata anche sulla corona ceca, lo zloty polacco e il fiorino ungherese, le valute dei principali nuovi Stati membri. Il fiorino si è mantenuto relativamente stabile in settembre

e agli inizi di ottobre nonostante le recenti tensioni politiche in Ungheria. La decisione della Magyar Nemzeti Bank di innalzare il tasso di riferimento principale di 50 punti base (al 7,75 per cento) il 25 settembre potrebbe spiegare in parte l'evoluzione della moneta ungherese nel periodo.

#### ALTRE VALUTE

Tra la fine di agosto e il 4 ottobre l'euro si è apprezzato del 4,0 per cento sulla corona norvegese, soprattutto di riflesso alle potenziali implicazioni del netto calo dei corsi petroliferi per l'economia della Norvegia. La moneta unica si è inoltre rafforzata sul dollaro australiano (1,4 per cento), il franco svizzero (0,9 per cento) e il dollaro canadese (0,5 per cento), mentre si è indebolita nei confronti del renminbi cinese (1,9 per cento) e di gran parte delle monete asiatiche agganciate al dollaro statunitense.

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Alla luce dei suddetti andamenti dei cambi bilaterali dell'euro, il 4 ottobre il tasso di cambio effettivo nominale – misurato rispetto alle divise di 23 partner commerciali importanti dell'area – era inferiore dello 0,5 per cento al livello di fine agosto e superiore dell'1,2 per cento alla propria media del 2005 (cfr. figura 29).

### 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

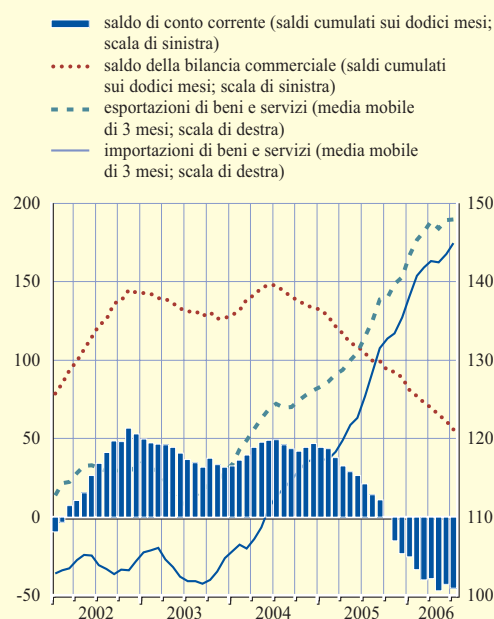
*I più recenti dati di bilancia dei pagamenti, aggiornati a luglio, mostrano una minore crescita sia delle esportazioni sia delle importazioni di beni e servizi dopo i ritmi straordinariamente elevati registrati in precedenza nell'anno. In luglio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un disavanzo pari allo 0,6 per cento del PIL, a fronte di un avanzo un anno prima. Questa variazione è riconducibile prevalentemente al calo dell'avanzo commerciale, per effetto dei rincari del petrolio e delle materie prime non petrolifere. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a luglio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 41,3 miliardi di euro, per lo più ascrivibili agli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti.*

#### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Negli ultimi mesi la crescita in valore dell'interscambio di beni e servizi con l'esterno dell'area si è ridotta dopo i ritmi straordinariamente elevati registrati in precedenza nell'anno. In luglio la media mobile a tre mesi del valore delle esportazioni e delle importazioni è salita rispettivamente dello 0,1 e dell'1,6 per cento, a fronte di incrementi superiori al 3 per cento nei tre mesi fino ad aprile (cfr. tavola 8 e figura 30). Il rallentamento delle esportazioni va ricondotto in larga misura alla minore quantità di beni esportati.

**Figura 30 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro**

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di tre mesi terminanti a				Dati cumulati su un periodo di 12 mesi terminante a	
	2006 giu.	2006 lug.	2005 ott.	2006 gen.	2006 apr.	2006 lug.	2005 lug.	2006 lug.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	<b>5,2</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>21,0</b>	<b>-45,7</b>
Beni (saldo)	2,7	-2,1	2,5	1,3	1,7	0,2	73,4	17,2
Esportazioni	114,0	113,3	104,2	108,0	112,8	112,7	1.162,2	1.313,1
Importazioni	111,3	115,4	101,7	106,7	111,1	112,4	1.088,7	1.295,9
Servizi (saldo)	2,8	3,0	2,8	3,9	3,4	2,8	31,1	38,6
Esportazioni	35,3	35,4	33,8	35,3	35,0	35,3	377,6	417,9
Importazioni	32,5	32,4	31,0	31,4	31,5	32,5	346,4	379,4
Redditi (saldo)	2,7	0,6	-4,1	-4,7	-1,8	-0,6	-24,7	-33,9
Trasferimenti correnti (saldo)	-3,0	-6,2	-5,9	-5,6	-6,3	-4,8	-58,9	-67,6
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	<b>11,0</b>	<b>13,5</b>	<b>6,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>28,5</b>	<b>20,5</b>	<b>76,3</b>	<b>160,8</b>
Investimenti diretti e di portafoglio	58,8	-6,7	-3,2	-31,0	14,3	33,7	124,0	41,3
Investimenti diretti	-7,7	-8,9	-6,8	-3,8	-5,8	-5,6	-135,1	-66,2
Investimenti di portafoglio	66,5	2,1	3,6	-27,2	20,1	39,3	259,1	107,5
Azioni	62,1	39,7	5,0	1,8	6,7	35,8	192,3	148,0
Strumenti di debito	4,3	-37,5	-1,4	-29,0	13,4	3,5	66,9	-40,5
Obbligazioni e notes	15,3	-13,1	-11,0	-20,8	11,9	15,2	42,6	-14,3
Strumenti del mercato monetario	-10,9	-24,4	9,6	-8,2	1,5	-11,7	24,3	-26,2
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	2,4	-0,5	3,8	3,8	3,1	0,1	7,7	12,4
Importazioni	0,5	2,8	5,9	4,0	3,3	1,6	11,9	16,7
<b>Beni</b>								
Esportazioni	3,0	-0,7	3,8	3,6	4,4	-0,1	7,3	13,0
Importazioni	0,6	3,7	6,8	4,9	4,1	1,2	13,4	19,0
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	0,6	0,2	3,7	4,3	-0,8	0,9	8,8	10,7
Importazioni	0,1	-0,3	2,9	1,2	0,4	3,1	7,6	9,5

Fonte: BCE.

Note: 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 in volumi e prezzi dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area (disponibile fino al secondo trimestre) indica che la minore crescita in valore delle esportazioni durante il secondo trimestre è principalmente riconducibile alla più debole dinamica dei prezzi all'esportazione (+0,1 per cento sul periodo precedente), sebbene anche i volumi abbiano registrato una lieve decelerazione (all'1,4 per cento). L'andamento delle esportazioni in termini di volume si spiega in parte con la crescita della domanda estera, che si sarebbe moderata nel secondo trimestre. Inoltre, in tale periodo le esportazioni verso Stati Uniti e Asia sono diminuite, forse a causa della ridotta competitività di prezzo dell'area per il rafforzamento dell'euro sul dollaro dagli inizi del 2006.

La minore crescita in valore delle importazioni di beni nel secondo trimestre sembra ascrivibile soprattutto all'andamento dei prezzi all'importazione, mentre i volumi sono aumentati a un ritmo moderato. Anche se il vigore dell'attività interna nell'area dell'euro e l'apprezzamento della moneta unica nella prima metà del 2006 dovrebbero stimolare la domanda di importazioni, la maggiore debolezza delle esportazioni osservata negli ultimi mesi potrebbe esercitare un effetto frenante a causa dell'elevata intensità di beni di importazione delle esportazioni. Nel contempo, le importazioni dai paesi con ridotti costi di produzione – e soprattutto dalla Cina e dai nuovi Stati



membri dell'UE – rimangono robuste, a indicare una crescente penetrazione delle importazioni da tali economie <sup>1)</sup>. Nella prima metà dell'anno le importazioni di beni dalla Cina e dai nuovi Stati membri dell'UE sono salite rispettivamente di circa il 26 e il 19 per cento in termini di valore rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Di conseguenza, le importazioni da ciascuna di queste due aree di produzione a costi ridotti costituiscono oggi circa il 10 per cento del totale proveniente dall'esterno dell'area e superano pertanto la quota rappresentata dagli Stati Uniti.

Nel secondo trimestre la crescita dei prezzi all'importazione è scesa allo 0,1 per cento, in notevole calo rispetto ai trimestri precedenti (cfr. figura 31). Benché le importazioni di beni energetici e di materie prime non energetiche abbiano continuato a subire rincari, gli aumenti in euro sono stati inferiori nel confronto con i trimestri precedenti. I prezzi all'importazione dei manufatti, soprattutto nel comparto dei beni d'investimento e di consumo, sono leggermente diminuiti. L'apparente attenuazione delle spinte al rialzo sui prezzi all'importazione può essere in parte ricondotta al rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense, che ha concorso a deprimere i corsi delle materie prime in quanto denominati principalmente in dollari.

In una prospettiva di più lungo termine, a luglio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 45,7 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,6 per cento del PIL dell'area). L'inversione di segno del saldo corrente, da un avanzo di 21,0 miliardi un anno prima, è in larga misura riconducibile a una riduzione dell'avanzo commerciale, dovuta al maggior costo delle importazioni di petrolio e materie prime non petrolifere.

### CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a luglio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti mensili medi per 33,7 miliardi di euro (cfr. tavola 8); tale risultato è principalmente ascrivibile ai flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, mentre gli investimenti diretti hanno fatto registrare modesti flussi netti in uscita. La componente principale degli afflussi netti per investimenti di portafoglio nel periodo è stata rappresentata dai flussi netti in entrata per titoli azionari (35,8 miliardi di euro), in aumento da maggio, mentre gli afflussi netti per strumenti di debito hanno registrato un lieve calo.

Per quanto riguarda gli andamenti su dodici mesi, nel periodo fino a luglio sia gli investimenti diretti sia quelli di portafoglio in titoli azionari hanno risentito di un effetto base. Tra luglio 2005 e giugno 2006 i dati cumulati su dodici mesi hanno incluso gli effetti di un'operazione straordinariamente consistente effettuata nel luglio 2005 che – avendo determinato afflussi netti per titoli azionari e

**Figura 31 Prezzi all'importazione dall'esterno dell'area dell'euro**

(indice: gennaio 2003=1000; dati destagionalizzati; media mobile a 3 mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2006 (ad agosto 2006 per i prezzi del greggio e delle materie prime non energetiche).

1) Per ulteriori dettagli sulla crescita delle importazioni da paesi con costi ridotti di produzione e sugli effetti di tale andamento, si veda il riquadro 6 nel numero di agosto 2006 di questo Bollettino.

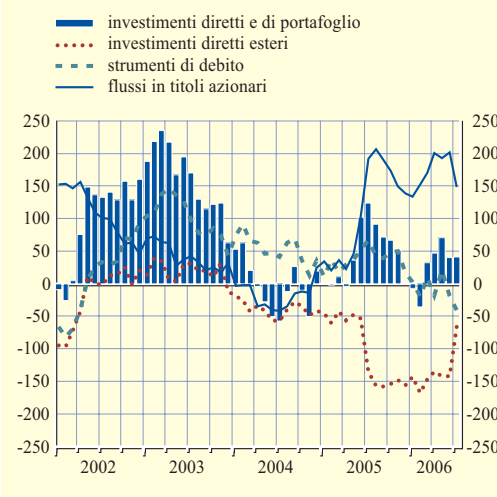
deflussi netti per investimenti diretti di pari entità – non ha influito sui dati relativi all'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio (cfr. il numero di ottobre 2005 di questo Bollettino). Poiché non trova più riflesso nei dati cumulati su dodici mesi, questa operazione spiega gran parte del calo dei deflussi netti per investimenti diretti e degli afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari registrato su base cumulata nei dodici mesi fino a luglio 2006 (cfr. figura 32).

In questo contesto, nei dodici mesi fino a luglio gli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono stati pari a 41,3 miliardi di euro; tale risultato è riconducibile ai flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (107,5 miliardi), che sono stati solo in parte compensati dai flussi netti in uscita per investimenti diretti (66,2 miliardi). I cospicui afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari (148,0 miliardi), a loro volta ascrivibili ai maggiori acquisti netti di tali titoli da parte di non residenti, hanno costituito la principale ragione alla base degli afflussi netti per investimenti di portafoglio. Nello stesso periodo gli strumenti di debito hanno registrato deflussi netti per 40,5 miliardi di euro, soprattutto a causa dei flussi netti in uscita per strumenti del mercato monetario.

Sui consistenti acquisti netti di titoli azionari dell'area per investimenti di portafoglio da parte di non residenti potrebbero avere influito sia l'aumento delle quotazioni azionarie nell'area sia l'andamento relativo della crescita degli utili societari dell'area rispetto agli Stati Uniti nella prima metà del 2006. Benché più di recente tale tendenza sembri essersi arrestata, le migliorate prospettive economiche per l'area dell'euro e una generale riallocazione dei flussi transfrontalieri di azioni da alcuni paesi in via di sviluppo verso le economie industriali potrebbero anche avere concorso all'aumento dei flussi netti in entrata per titoli azionari dell'area dell'euro.

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

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



Fonte: BCE.



# EVOLUZIONE DEMOGRAFICA NELL'AREA DELL'EURO: PREVISIONE E CONSEGUENZE

*Le previsioni demografiche dell'area dell'euro, così come quelle di molte altre economie industrializzate, si caratterizzano per un calo della crescita della popolazione totale e in età da lavoro, nonché per un graduale ma drastico invecchiamento della popolazione. In generale, gli andamenti attesi sono il risultato di bassi tassi di fecondità e dell'aumento della vita media, e sono destinati a incidere in maniera profonda ed estesa sull'economia dell'area dell'euro. In questo articolo vengono anzitutto presentati gli aspetti principali delle più recenti previsioni demografiche elaborate dall'Eurostat. In seguito, sono analizzate le conseguenze che l'evoluzione demografica prevista potrebbe avere nel medio-lungo periodo per la crescita economica i mercati del lavoro, i conti pubblici e i mercati finanziari dell'area dell'euro. Infine, vengono descritte le potenziali implicazioni per la politica monetaria, sottolineando l'esigenza cruciale di riforme strutturali che contribuiscano a controbilanciare gli effetti negativi dell'evoluzione demografica dell'area dell'euro.*

## I INTRODUZIONE

Nell'area dell'euro, la crescita della popolazione sta rallentando per effetto di bassi tassi di fecondità e nell'arco di vent'anni la popolazione totale dell'area dovrebbe addirittura cominciare a calare in termini assoluti. Si prevede inoltre che la quota di persone più anziane sulla popolazione continui ad aumentare, per cui dopo il 2020 ogni 3 persone in età da lavoro ne avremo una con più di 64 anni. Nell'insieme, questi andamenti avranno importanti ripercussioni. Ad esempio, cambierà la composizione dell'offerta di lavoro, con un aumento della proporzione dei lavoratori più anziani e l'offerta di lavoro complessiva potrebbe persino ridursi in presenza di una contrazione della popolazione in età da lavoro. Ciò potrebbe esercitare pressioni al ribasso sulla crescita media in termini reali del PIL e del PIL pro capite, con ripercussioni significative sui sistemi pensionistici e sanitari a ripartizione. L'invecchiamento della popolazione potrebbe inoltre modificare il saldo fra risparmio e investimenti delle famiglie, con possibili ricadute ad esempio sui prezzi delle attività e i flussi di capitali.

Questo articolo si prefigge di delineare gli aspetti principali dell'evoluzione demografica prevista per l'area dell'euro e di fornire una valutazione del loro potenziale impatto economico. Esso comprende un esame preliminare delle possibili implicazioni per la politica monetaria e sottolinea l'importanza delle riforme strutturali nel contrastare gli effetti avversi dell'invecchiamento della popolazione. L'analisi principa-

le viene condotta sui 12 paesi che attualmente compongono l'area dell'euro. In effetti, sebbene sia probabile che entro il 2050 (ossia sull'orizzonte temporale considerato) abbia luogo un ulteriore allargamento dell'area, vi è incertezza circa la sua portata. Lo studio si fonda inoltre su vari possibili scenari di politica economica che potrebbero subire nell'orizzonte temporale considerato modifiche sostanziali difficilmente prevedibili. Di conseguenza, l'analisi presentata in questo articolo è semplicemente intesa a fornire un'illustrazione della possibile evoluzione macroeconomica futura dell'area dell'euro – nella sua composizione attuale – di fronte ai mutamenti demografici.

La parte restante dell'articolo è strutturata come segue: la sezione 2 passa in rassegna le ultime previsioni demografiche dell'Eurostat e le ipotesi utilizzate per quel che concerne l'area dell'euro. Tali previsioni sono raffrontate con quelle pubblicate dalle Nazioni Unite (ONU) per gli Stati Uniti. Segue nella sezione 3 una discussione sulle implicazioni delle tendenze demografiche future per la crescita economica nell'area dell'euro, in base ad un esercizio di contabilità della crescita. L'impatto potenziale dell'invecchiamento della popolazione per la spesa pubblica, specie quella previdenziale e sanitaria, viene trattato nella sezione 4. La sezione 5 è invece dedicata ai legami fra le dinamiche demografiche e gli andamenti dei mercati finanziari. Essa è corredata da un riquadro dove viene fornita una valutazione preliminare delle potenziali implicazioni per la politica monetaria. La sezione 6 illustra il ruolo che le riforme

strutturali possono avere per contribuire a controbilanciare alcuni effetti negativi dell'evoluzione demografica prevista per l'area dell'euro. Infine, la sezione 7 presenta alcune considerazioni conclusive.

## 2 PREVISIONI DEMOGRAFICHE

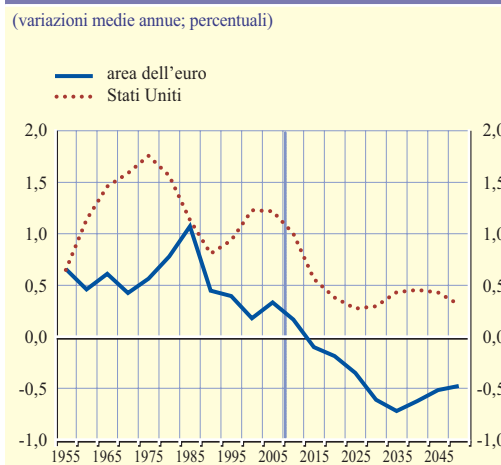
In base alle previsioni demografiche dell'Eurostat, da qui al 2050, la crescita della popolazione totale dell'area dell'euro (analogamente a quella dell'Unione europea) è destinata a diminuire gradualmente<sup>1)</sup>. Il calo non è equamente ripartito fra le varie fasce di età, e anzi dipende soprattutto da una minore crescita della popolazione in età da lavoro (qui definita per semplicità come l'insieme delle persone di età compresa fra i 15 e i 64 anni, sebbene in vari paesi siano in corso iniziative per aumentare l'età pensionabile), le cui dimensioni dovrebbero iniziare a ridursi dopo il 2012 (cfr. figura 1). Contemporaneamente si prevede che continui ad aumentare il numero di persone non in età da lavoro. Questi due sviluppi comportano, a parità di condizioni, un graduale incremento nell'area dell'euro del tasso di dipendenza complessivo (definito come rapporto fra le persone di età inferiore ai 15 anni

o superiore ai 64 e la popolazione in età da lavoro), che si prevede aumenterà dai livelli attuali del 50 per cento circa fino a sfiorare l'80 per cento nel 2050.

L'aumento del tasso di dipendenza complessivo è dovuto principalmente a un aumento di quello di dipendenza degli anziani (definito come rapporto fra le persone di età superiore ai 64 anni e quelle in età da lavoro), per il quale si prevede una crescita dall'attuale 26 per cento circa, fin quasi al 55 per cento entro il 2050 (cfr. figura 2). Per contro, il tasso di dipendenza dei giovani (definito come rapporto fra le persone al di sotto dei 15 anni e quelle in età da lavoro) dopo essere diminuito da quasi il 40 per cento nel 1970, dovrebbe stabilizzarsi ai valori attuali del 24 per cento circa.

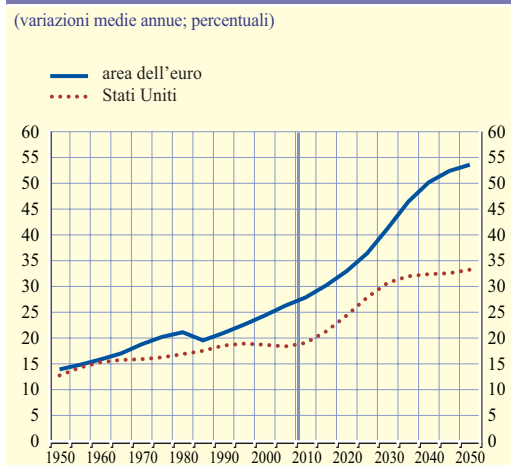
1) Per l'area dell'euro le previsioni principali di riferimento adottate sono quelle formulate dall'Eurostat per il gruppo di lavoro sull'invecchiamento (*Ageing Working Group, AWG*) del Comitato per la politica economica (CPE) dell'UE, pubblicate nel febbraio 2006. Per maggiori dettagli sugli aspetti metodologici e sulle ipotesi sottostanti, cfr. Commissione europea e Comitato per la politica economica, "The 2005 EPC projections of age-related expenditure (2004-2050) for the EU25 Member States: underlying assumptions and projection methodologies", in *European Economy Special Report 4/2005*.

**Figura 1 Crescita della popolazione in età da lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti - Andamenti storici e previsioni**



Fonti: elaborazioni BCE su dati Eurostat e ONU.  
Nota: la popolazione in età da lavoro è definita come l'insieme delle persone di età compresa tra 15 e 64 anni; il tasso di crescita è definito come la crescita di un periodo di 5 anni terminante nell'anno indicato.

**Figura 2 Tasso di dipendenza degli anziani nell'area dell'euro e negli Stati Uniti - Andamenti storici e previsioni**



Fonti: elaborazioni BCE su dati Eurostat e ONU.  
Nota: il tasso di dipendenza degli anziani è definito come il rapporto tra il numero delle persone di età uguale o superiore a 65 anni e la popolazione in età da lavoro.

Tavola I Variazioni della popolazione per classi di età nei paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali per le variabili in livello; differenze tra percentuali per le variabili espresse come rapporti)

	Popolazione totale	Popolazione in età giovanile (0-14 anni)	Popolazione in età da lavoro (15-64 anni)	Popolazione anziana (65 anni e più)	Tasso di dipendenza degli anziani	Tasso di dipendenza dei giovani
	Variazioni percentuali dal 2004 al 2050				Punti percentuali di variazione dal 2004 al 2050	
Belgio	4	-11	-8	67	21	-1
Germania	-6	-22	-19	57	25	-1
Grecia	-3	-18	-21	80	34	1
Spagna	2	-19	-21	111	41	1
Francia	9	-7	-4	77	21	-1
Irlanda	36	4	16	219	29	-2
Italia	-7	-25	-24	64	33	0
Lussemburgo	42	26	30	124	15	-1
Paesi Bassi	8	-9	-4	91	20	-1
Austria	1	-24	-15	95	30	-2
Portogallo	-4	-21	-22	83	34	1
Finlandia	0	-14	-14	73	23	1
Area dell'euro	0	-17	-16	75	28	0
Stati Uniti	34	10	24	124	15	-4

Fonti: elaborazioni BCE su dati Eurostat e ONU.

All'interno del quadro aggregato per l'area dell'euro sussistono notevoli differenze tra i singoli paesi per quanto riguarda l'entità e il ritmo dei cambiamenti demografici. La tavola I presenta una sintesi dei principali sviluppi demografici a livello nazionale fino al 2050. Essa mostra che per alcuni paesi, come la Germania e l'Italia, si prevede un calo notevole della popolazione totale, di quella in età giovanile e di quella in età lavorativa, mentre in alcuni paesi di minori dimensioni, come l'Irlanda e il Lussemburgo, la popolazione dovrebbe aumentare, per effetto di tassi di fecondità relativamente elevati (Irlanda) o in crescita (Lussemburgo). Tuttavia, una tendenza è comune a tutti i paesi dell'area, ossia l'incremento significativo della popolazione di età uguale o superiore ai 65 anni e, di conseguenza, del tasso di dipendenza degli anziani.

L'evoluzione demografica prevista per gli Stati Uniti differisce da quella dell'area dell'euro sotto vari aspetti (cfr. figure 1 e 2)<sup>2)</sup>. In primo luogo, in questo paese la crescita della popolazione in età da lavoro dovrebbe diminuire gradualmente, senza tuttavia diventare negativa, passando dai livelli attuali dell'1 per cento annuo allo 0,5 per cento circa dopo il 2020. In secondo luogo, il tasso di dipendenza dovrebbe incrementarsi, come nell'area dell'euro, ma

dai valori odierni del 50 per cento a quasi il 60 per cento dopo il 2030. Analogamente all'area dell'euro, questo dato è il risultato di andamenti divergenti dei tassi di dipendenza relativi a fasce di età specifiche: il tasso di dipendenza dei giovani dovrebbe infatti calare leggermente, mentre quello degli anziani dovrebbe crescere, pur se in misura significativamente inferiore che nell'area dell'euro. Pertanto, la principale differenza fra le due economie è che, benché entrambe stiano andando incontro a un processo di graduale invecchiamento, questo nell'area dell'euro sarà più drastico.

Il diverso andamento demografico previsto per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti deriva da chiare differenze relative a tutte le principali ipotesi sottostanti l'evoluzione futura di fecondità, speranza di vita e migrazioni. Specificamente, nell'area dell'euro il tasso di fecondità (definito come numero medio di figli per donna) dovrebbe rimanere pressoché invariato al basso livello attuale di 1,5 figli per donna (inferiore al tasso di sostituzione di 2,1 figli per donna), mentre il tasso di fecondità per gli

2) Per gli Stati Uniti, le previsioni demografiche principali di riferimento sono date dalla variante media delle previsioni formulate dall'ONU (pubblicate nel febbraio 2005 all'interno del *World Population Database*, revisione 2004).

Stati Uniti (attualmente a circa 2,0) pur riducendosi nei prossimi dieci anni (a 1,9), dovrebbe restare significativamente superiore a quello dell'area. La speranza di vita alla nascita (ossia il numero medio di anni che restano da vivere a un neonato, dati i tassi di mortalità prevalenti in quell'area e in quell'epoca) dovrebbe aumentare sull'orizzonte previsivo sia negli Stati Uniti, sia nell'area dell'euro (in quest'ultima di circa sei e cinque anni rispettivamente per gli uomini e per le donne). Allo stesso tempo, la vita media dovrebbe rimanere più elevata nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. I tassi di migrazione netta con l'estero (definiti come differenza fra il numero di immigrati e quello di emigranti, ogni 1 000 abitanti) dovrebbero diminuire, rimanendo positivi, in entrambe le aree. Tuttavia, negli Stati Uniti (dove si prevede diminuiscano da una media di 4,0 per il periodo 2000-2005 a 2,8 per il periodo 2045-2050) questi tassi dovrebbero continuare a situarsi ben al di sopra di quelli dell'area dell'euro (che dovrebbero calare dal massimo storico di circa 4,0 in media nel periodo 2000-2005 – dovuto principalmente all'evoluzione delle politiche di immigrazione in Spagna – a circa 1,9 nel periodo 2045-2050). I diversi tassi di migrazione netta con l'estero nelle due aree economiche potrebbero inoltre rafforzare le divergenze nei tassi di fecondità e di dipendenza attesi, dal momento che gli immigrati sono generalmente giovani, con tassi di fecondità medi più elevati.

È inutile ricordare che le previsioni demografiche sono caratterizzate da notevole incertezza. Esse si basano su ipotesi potenzialmente imprecise sui cambiamenti futuri. Inoltre, in vari paesi l'orientamento delle politiche, ad esempio in materia di immigrazione, potrebbe col tempo cambiare, rendendo obsolete le previsioni formulate in precedenza. In passato, gli errori previsivi riguardo ai fattori demografici sono stati considerevoli, specie su orizzonti lunghi<sup>3)</sup>. Nondimeno, questi errori tendono a incidere soprattutto sull'entità delle previsioni, piuttosto che sull'evoluzione generale attesa, sulla quale concordano fonti previsive diverse.

### 3 CONSEGUENZE PER LA CRESCITA DEL PIL IN TERMINI REALI E PER IL MERCATO DEL LAVORO

È difficile quantificare l'impatto potenziale dell'evoluzione demografica sul mercato del lavoro e sulla crescita economica. Le stime al riguardo si basano su varie ipotesi che non sono in grado di cogliere integralmente le possibili interazioni fra le singole componenti della crescita. Per questo motivo le simulazioni presentate all'interno di questa sezione andrebbero interpretate con una certa cautela. Esse rappresentano nondimeno un utile punto di riferimento per il dibattito di policy riguardo all'impatto dell'evoluzione demografica.

Negli esercizi di contabilità della crescita la dinamica del PIL pro capite in termini reali è considerata come il risultato di variazioni della produttività del lavoro (definita qui come quantità di prodotto per occupato), del tasso di occupazione (definito come il rapporto fra il numero di occupati e la popolazione in età da lavoro) e di fattori demografici, rappresentati dall'evoluzione della popolazione delle varie fasce di età. La tavola 2 riporta quattro simulazioni dell'impatto di andamenti alternativi del mercato del lavoro e delle previsioni demografiche sulla crescita media in termini reali del PIL e del PIL pro capite nell'area dell'euro.

Fra gli scenari alternativi analizzati, il primo – lo scenario di base – presenta l'impatto sulla crescita economica delle previsioni demografiche ipotizzando che restino invariate la crescita della produttività del lavoro, quella del tasso di occupazione (entrambe poste pari alle loro medie recenti indicate nella prima riga della tavola 2) e l'età pensionabile. Anche in assenza di riforme sostanziali del mercato del lavoro o dei sistemi sanitari e previdenziali, queste ipotesi appaiono ottimistiche nel medio periodo, dal momento che le componenti del tasso di occupazione potrebbero raggiungere i loro limiti naturali (corrispondenti ad esempio al livello frizionale del tasso di disoccupazione e al tetto del 100 per

3) Cfr. le evidenze riportate da A. Maddaloni et al., *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 51, agosto 2006.

**Tavola 2 Impatto dell'evoluzione demografica sulla crescita dell'area dell'euro - Scenari alternativi**

(variazioni medie annue; percentuali)

	Produttività del lavoro	Tasso di occupazione	Popolazione in età da lavoro	PIL reale	Popolazione totale	PIL reale procapite
Andamenti storici (media 1995-2005)						
1995-2005	1,0	0,8	0,3	2,1	0,4	1,7
Scenario 1: crescita della produttività e del tasso di occupazione in linea con la media del periodo 1995-2005						
2005-2010	1,0	0,8	0,2	2,0	0,4	1,6
2011-2030	1,0	0,8	-0,3	1,5	0,1	1,4
2031-2050	1,0	0,8	-0,6	1,2	-0,2	1,4
Scenario 2: previsioni della Commissione Europea <sup>1)</sup>						
2005-2010	1,1	0,8	0,2	2,1	0,4	1,7
2011-2030	1,8	0,2	-0,3	1,7	0,1	1,6
2031-2050	1,7	0,1	-0,6	1,2	-0,2	1,4
Scenario 3: crescita della produttività necessaria per garantire una crescita del PIL reale procapite in linea con la media del periodo 1995-2005						
2005-2010	1,0	0,8	0,2	2,1	0,4	1,7
2011-2030	1,3	0,8	-0,3	1,8	0,1	1,7
2031-2050	1,3	0,8	-0,6	1,5	-0,2	1,7
Scenario 4: crescita del tasso di occupazione necessaria per garantire una crescita del PIL reale procapite in linea con la media del periodo 1995-2005						
2005-2010	1,0	0,9	0,2	2,1	0,4	1,7
2011-2030	1,0	1,1	-0,3	1,8	0,1	1,7
2031-2050	1,0	1,1	-0,6	1,5	-0,2	1,7

Fonti: elaborazioni BCE su dati Eurostat e Commissione Europea.

Note: la produttività del lavoro è espressa in termini di prodotto per occupato. Il tasso di occupazione è espresso in termini di rapporto tra le persone occupate e la popolazione in età da lavoro (numero di persone di età compresa tra 15 e 64 anni).

1) Vedi nel testo sotto.

cento del tasso di partecipazione) verso la fine dell'orizzonte temporale considerato.

Data l'incertezza che caratterizza le previsioni concernenti la dinamica della produttività del lavoro e del tasso di occupazione nel secondo scenario si usano quelle elaborate di recente dalla Commissione europea <sup>4)</sup> per valutare l'impatto sulla crescita del PIL delle previsioni demografiche dell'Eurostat. La Commissione prevede che nell'orizzonte previsionale la crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro passi dall'attuale 1,0 per cento all'1,7 per cento (cfr. prima colonna del secondo scenario) e quella del tasso di occupazione diminuisca dallo 0,8 allo 0,1 per cento, per effetto di variazioni nelle dimensioni e nella composizione dell'offerta di lavoro nel corso del periodo (cfr. seconda colonna del secondo scenario). Rispetto al primo scenario, queste ipotesi sono pertanto più ottimistiche per quanto riguarda la crescita della produttività del lavoro (specie poiché negli ultimi trent'anni si è assistito a un graduale calo della produttività del lavoro nell'area dell'euro) e più pessimistiche per quel che concerne la crescita del tasso di occupazione.

Le previsioni risultanti dal primo scenario indicano che la crescita media del PIL in termini reali passerà dal 2,0 per cento nel periodo 2005-2010 all'1,5 nel periodo 2011-2030 e all'1,2 per cento nel periodo 2031-2050. Il secondo scenario presenta risultati leggermente migliori per l'orizzonte di medio termine, ma identici per quello di lungo periodo. Entrambi gli scenari prevedono un graduale declino nella crescita del PIL pro capite, dai recenti livelli medi dell'1,7 per cento circa all'1,4 per cento circa entro il 2050.

Gli scenari 3 e 4 incorporano ipotesi che scongiurerebbero flessioni significative del ritmo medio di crescita dell'attività economica grazie all'attuazione di misure di ampio respiro volte ad aumentare la produttività del lavoro e/o le componenti del tasso di occupazione. La tavola 2 riporta le variazioni medie necessarie in termini di produttività e tasso di occupazione a mantenere la crescita del PIL pro capite in termini reali al livello medio registrato nel periodo 1995-

4) Cfr. G. Carone et al., *The economic impact of ageing populations in the EU25 Member States*, Economic Paper della Commissione europea, n. 236, dicembre 2005.



2005 (nell'ipotesi che le restanti componenti della crescita del prodotto rimangano invariate al livello medio di questo stesso periodo). Essa mostra ad esempio che se il tasso di occupazione continuasse a crescere al tasso attuale dello 0,8 per cento l'anno (scenario 3), la produttività del lavoro dovrebbe aumentare dell'1,3 per cento circa all'anno nell'arco dell'intero orizzonte previsionale. Ciò comporterebbe l'esigenza di intensificare significativamente l'attuazione di riforme strutturali finalizzate a favorire la produttività del lavoro e miglioramenti del contesto macroeconomico. Alternativamente, se la crescita della produttività del lavoro dovesse rimanere ai livelli attuali dell'1 per cento (scenario 4), si renderebbe necessario un incremento graduale della crescita del tasso di occupazione, dallo 0,8 per cento odierno all'1,1 per cento circa entro la fine dell'orizzonte previsivo. Sebbene ulteriori incrementi del tasso di occupazione siano possibili, i suoi limiti naturali (corrispondenti alla situazione in cui l'intera popolazione in età lavorativa è occupata) potrebbero essere raggiunti ben prima del 2050. Ciò comporterebbe la necessità di estendere la vita lavorativa, ad esempio innalzando l'età di pensionamento e/o incrementando le ore lavorate annue nel medio-lungo periodo. Inoltre, anche se venissero preservati i tassi di crescita pro capite, quelli del PIL complessivo potrebbero ridursi significativamente nel corso del tempo.

In sintesi, le conclusioni che possono trarsi sul piano qualitativo dalle varie simulazioni sono molto simili. A meno di intensificare significativamente le riforme strutturali in grado di innalzare sia il tasso di occupazione sia la produttività del lavoro, è probabile che gli andamenti demografici previsti comportino nel medio-lungo periodo un decremento significativo del trend di crescita del prodotto potenziale (anche in termini pro capite) nell'area dell'euro.

#### 4 CONSEGUENZE PER I CONTI PUBBLICI

L'invecchiamento della popolazione è destinato a esercitare pressioni sui conti pubblici accrescendo la spesa per le prestazioni collegate

alla vecchiaia, poiché aumenterà il rapporto fra numero dei loro beneficiari e quello dei contribuenti. Si prevede che gli effetti più rilevanti interesseranno i sistemi pensionistici pubblici e la spesa per l'assistenza sanitaria e la lungo-degenza. Il rapporto pubblicato dal gruppo di lavoro sull'invecchiamento della popolazione (Ageing Working Group) del Comitato per la politica economica (CPE) della UE e dalla Commissione europea<sup>5)</sup> contiene le previsioni formulate dalle autorità nazionali sugli effetti dei cambiamenti demografici su varie voci della spesa pubblica, fra cui le pensioni, l'assistenza sanitaria, la lungo-degenza, l'istruzione e i sussidi di disoccupazione. Tali previsioni si basano su ipotesi comunemente accettate riguardo all'andamento futuro delle variabili demografiche e di importanti variabili macroeconomiche, nonché sull'applicazione dei modelli nazionali di previsione di sviluppo dei sistemi pensionistici. Esse riflettono unicamente la legislazione in vigore, comprese eventuali disposizioni da attuarsi progressivamente, ma non le eventuali modifiche future delle politiche. La tavola 3 presenta una sintesi di queste previsioni, che vengono di seguito discusse singolarmente.

Riguardo agli effetti dei cambiamenti demografici sui sistemi pensionistici, va rilevato che in Europa gran parte dei sistemi pubblici segue il principio della ripartizione, per cui i contributi versati in un determinato periodo vanno a finanziare le indennità erogate in quello stesso periodo. L'aumento del numero di pensionati sottoporà tali sistemi a notevoli tensioni, dal momento che un numero sempre inferiore di lavoratori dovrà finanziare le prestazioni a favore di un numero sempre maggiore di pensionati. Lo studio della Commissione calcola che nell'arco dell'orizzonte previsionale i cambiamenti demografici provocheranno un aumento cumulato della spesa pensionistica di oltre 3 punti percentuali del PIL in gran parte dei paesi dell'area

5) Comitato per la politica economica e Commissione europea, *The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)*, European Economy Special Report 1/2006.

**Tavola 3 Previsioni dell'impatto sulla spesa pubblica dell'invecchiamento della popolazione**

(variazioni 2004-2030 e 2030-2050 in percentuale del PIL)

	Pensioni		Sanità		Lungo-degenza		Indennità di disoccupazione		Istruzione		Totale	
	2030	2050	2030	2050	2030	2050	2030	2050	2030	2050	2030	2050
Belgio	4,3	5,1	0,9	1,4	0,4	1,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	4,5	6,3
Germania	0,9	1,7	0,9	1,2	0,4	1,0	-0,4	-0,4	-0,8	-0,9	1,0	2,7
Grecia <sup>1)</sup>			0,8	1,7			-0,1	-0,1	-0,5	-0,4		
Spagna	3,3	7,1	1,2	2,2	0,0	0,2	-0,4	-0,4	-0,7	-0,6	3,3	8,5
Francia <sup>2)</sup>	1,5	2,0	1,2	1,8			-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	1,9	2,9
Irlanda	3,1	6,4	1,2	2,0	0,1	0,6	-0,2	-0,2	-0,9	-1,0	3,3	7,8
Italia	0,8	0,4	0,9	1,3	0,2	0,7	0,1	-0,1	-0,8	-0,6	1,0	1,7
Lussemburgo	5,0	7,4	0,8	1,2	0,2	0,6	-0,0	-0,1	-0,5	-0,9	5,4	8,2
Paesi Bassi	2,9	3,5	1,0	1,3	0,3	0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	3,8	5,0
Austria	0,6	-1,2	1,0	1,6	0,3	0,9	-0,1	-0,1	-0,9	-1,0	0,9	0,2
Portogallo <sup>2)</sup>	4,9	9,7	-0,1	0,5			-0,1	-0,1	-0,6	-0,4	4,1	9,7
Finlandia	3,3	3,1	1,1	1,4	1,2	1,8	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	4,7	5,2
Area dell'euro	1,6	2,6	1,0	1,5	0,2	0,5	-0,3	-0,3	-0,7	-0,6	1,9	3,7

Fonti: Comitato di Politica Economica e Commissione Europea (2006).

Note: queste cifre si riferiscono alle previsioni di base relative a pensioni, istruzione e sussidi di disoccupazione. Per la sanità e la lungo-degenza le previsioni si riferiscono allo scenario elaborato dal gruppo di lavoro sull'invecchiamento.

1) I dati sulla spesa totale non sono disponibili.

2) Il totale non include la lungo-degenza.

dell'euro, con incrementi particolarmente ingenti in Spagna, Lussemburgo e Portogallo (cfr. tavola 3). Inoltre, la spesa pensionistica crescerà rapidamente nei due decenni dopo il 2010.

Per quanto queste previsioni forniscano un'utile indicazione quantitativa delle pressioni a venire per i sistemi pensionistici, sussiste ancora incertezza riguardo a quale sarà l'impatto effettivo, che potrebbe rivelarsi ancora maggiore. In particolare, le previsioni si basano su ipotesi favorevoli circa l'andamento futuro della produttività del lavoro (come negli scenari 2 e 3) che potrebbero non concretizzarsi, specie se non si intraprendessero le necessarie riforme strutturali. Vi è inoltre il rischio che il realizzarsi degli effetti positivi dei provvedimenti pensionistici già approvati, possa aumentare le pressioni politiche per una revoca delle riforme intraprese. Infine, gli scenari su cui si basano le previsioni potrebbero non cogliere adeguatamente l'impatto negativo sull'offerta di lavoro e sugli investimenti fissi derivante dall'esigenza di finanziare l'accresciuta spesa pensionistica.

La spesa sanitaria pubblica è anch'essa destinata ad aumentare con l'invecchiamento della popolazione, dal momento che la domanda di servizi sanitari cresce di pari passo con l'età

degli utenti. Tuttavia, mentre gli andamenti in materia di pensioni possono essere previsti con una certa accuratezza grazie ai modelli che simulano i sistemi pensionistici, la previsione della spesa sanitaria risulta più problematica. Ciò si deve al fatto che il suo andamento riflette le interazioni fra la domanda e l'offerta di beni e servizi sanitari, che a loro volta dipendono da molteplici fattori, fra cui gli effetti specifici di incentivazione determinati dalle strutture del mercato, dalle disposizioni in materia assicurativa e dall'intervento o dalla regolamentazione delle autorità. Inoltre, dal momento che il diritto alle prestazioni sanitarie pubbliche è definito in maniera meno precisa di quello relativo alle prestazioni pensionistiche, le modifiche discrezionali apportate alle politiche in materia possono produrre nel breve termine un impatto maggiore sulla spesa, rendendo ancor più ardua la formulazione di previsioni per il lungo periodo.

In considerazione di ciò, le previsioni sugli sviluppi della spesa sanitaria si basano generalmente su un approccio meccanico, che non tiene conto delle modifiche comportamentali dei soggetti. In un primo momento, a partire dalle osservazioni correnti si determinano i profili di spesa per servizi sanitari e servizi di lungo-degenza per classe di età e sesso. Successivamente, i li-

velli di spesa così ricavati sono confrontati con le previsioni demografiche, in modo da ottenere la spesa futura totale. Vengono inoltre formulate ipotesi sullo stato di salute futuro degli anziani che possono avere un impatto rilevante sulle pressioni di spesa attese. Da un lato, le previsioni in materia indicano non soltanto che le persone vivranno più a lungo, ma lo faranno in uno stato di salute complessivo migliore. Dall'altro lato, alcune malattie croniche dal costo elevato, come la demenza, appaiono collegate all'età biologica, e quindi la loro diffusione potrebbe aumentare considerevolmente al crescere della longevità. Il rapporto del CPE e della Commissione europea adotta un'ipotesi di base intermedia, in base alla quale l'aumento della longevità è equamente ripartito fra condizioni di salute buone e cattive.

In base a queste ipotesi l'aumento della spesa pubblica per l'assistenza sanitaria e la longodegenza dovrebbe essere compreso tra 1 e 3 punti percentuali in termini di PIL entro il 2050 in gran parte dei paesi (cfr. tavola 3). Tuttavia, questo metodo trascurava altri aspetti potenzialmente rilevanti. Ad esempio, esso ipotizza che l'elasticità della domanda di servizi sanitari in rapporto al reddito sia pari a 1, mentre le stime indicano valori crescenti rispetto al passato e questo vuol dire che la spesa sanitaria tende ad aumentare più velocemente del reddito. Al riguardo, è stato anche dimostrato che all'origine dell'aumento vi è la domanda di qualità, ossia quella di nuove tecnologie mediche relativamente costose, piuttosto che un aumento del volume dei trattamenti medici esistenti. Le analisi empiriche indicano che i progressi tecnologici hanno fornito un contributo significativo ai passati aumenti della spesa.

Alcuni cambiamenti demografici potrebbero in parte controbilanciare l'effetto prodotto dall'invecchiamento della popolazione sull'aumento della spesa. Ad esempio, il minor numero di figli potrebbe far diminuire la spesa per l'istruzione pubblica e per i sussidi alle famiglie. In gran parte dei paesi l'effetto controbilanciante di tali cambiamenti dovrebbe tuttavia essere modesto – dell'ordine di meno di 1 punto percentuale del PIL – se non addirittura inesistente

(cfr. tavola 3). Andrebbe inoltre rilevato che, in presenza di una forza lavoro sempre più scarsa a causa dei bassi tassi di fecondità, potrebbero intensificarsi le pressioni sui governi affinché vengano effettuati investimenti in tutte le forme di istruzione, compresa in particolare la formazione continua, sicché le eventuali riduzioni della spesa per l'istruzione potrebbero risultare minori del previsto.

Infine, lo studio del CPE e della Commissione europea fornisce alcune stime dell'impatto dell'invecchiamento demografico sulla spesa per i sussidi di disoccupazione, ricavate anch'esse utilizzando un approccio meccanicistico (cfr. tavola 3). I dati si basano sulle stesse ipotesi precedentemente formulate riguardo al mercato del lavoro, ed andrebbero pertanto valutati con cautela, ma indicano che la spesa per i sussidi di disoccupazione nell'area dell'euro dovrebbe diminuire di 0,3 punti percentuali in termini di PIL entro il 2030 e il 2050.

Nel complesso, le attuali previsioni dell'onere di bilancio prodotto dall'invecchiamento della popolazione segnalano una chiara ed imminente necessità di intervento. Le disposizioni in materia di pensioni, assistenza sanitaria e di longodegenza devono essere modificate per assicurarne la sostenibilità. Occorre assicurare solide fondamenta finanziarie e la necessaria flessibilità per i conti pubblici, onde ridurre la vulnerabilità. Il tempo a disposizione non è molto, poiché gli effetti dell'invecchiamento della popolazione sulle finanze pubbliche cominceranno ad avvertirsi già nel corso dei prossimi dieci anni. Inoltre, vi è persino la possibilità che le previsioni sopra descritte sottostimino le pressioni in arrivo, per cui le politiche di bilancio andrebbero improntate ad ancor maggior prudenza. Al riguardo, si rende necessario un ulteriore affinamento delle metodologie di valutazione degli effetti dell'invecchiamento della popolazione sui conti pubblici.

## 5 CONSEQUENZE PER I MERCATI FINANZIARI

L'invecchiamento della popolazione influisce sui mercati finanziari principalmente per il tra-

mite di tre canali. Anzitutto, esso impatta sul saldo fra risparmio e investimento delle famiglie, con potenziali implicazioni per il saldo con l'estero di bilancia dei pagamenti. Secondariamente, l'invecchiamento demografico incide sulle scelte di investimento, poiché è probabile che individui appartenenti a diverse fasce di età effettuino scelte diverse di allocazione dei portafogli. Infine, le autorità di quelle economie, come l'area dell'euro, in cui il processo di invecchiamento demografico è già in atto porteranno avanti riforme pensionistiche che potrebbero implicitamente influire sui mercati finanziari.

Quanto al primo canale, è noto che individui appartenenti a fasce di età diverse tendono a effettuare scelte diverse per quel che concerne la scelta fra consumo e investimento; di conseguenza, le variazioni nelle quote relative di persone più anziane e persone più giovani all'interno della popolazione possono modificare l'incidenza dei consumi e degli investimenti sul PIL. Numerose ricerche sono state condotte sull'impatto dei cambiamenti demografici sul saldo fra risparmio e investimenti utilizzando modelli dinamici basati sull'ipotesi che le famiglie ripartiscano i consumi nell'arco della loro vita e che il ciclo vitale del risparmio segua un andamento a campana. Secondo questa ipotesi, gli individui accrescono il tasso di risparmio nel corso della loro vita lavorativa al fine di finanziare i consumi che effettueranno da pensionati. I giovani finanziano livelli elevati di consumi correnti, forse indebitandosi a valere sul proprio capitale umano. Muovendo da questi assunti, i modelli dinamici, calibrati in modo da adattarsi alla distribuzione corrente dell'invecchiamento in gran parte dei paesi sviluppati, indicano che nei prossimi decenni potrebbe verificarsi un modesto calo del tasso di interesse *reale di equilibrio* (ossia il tasso a lungo termine che eguaglia risparmio e investimenti), posto che l'età pensionabile rimanga invariata al livello attuale (cfr. il riquadro).

L'impatto dell'invecchiamento della popolazione sul rapporto fra consumo e risparmio ha altresì implicazioni per i conti con l'estero. Nei

paesi con un elevato tasso di dipendenza degli anziani è tendenzialmente più facile che si osservino disavanzi del conto corrente e afflussi netti di capitali<sup>6)</sup>, poiché a una popolazione con una quota relativamente più ampia di anziani corrispondono tassi di risparmio aggregati relativamente più bassi<sup>7)</sup>.

Per quanto riguarda il secondo canale, i cambiamenti demografici possono condizionare le scelte di portafoglio degli investitori, e quindi i prezzi delle attività, poiché è probabile che individui appartenenti a fasce di età differenti optino per una diversa diversificazione degli investimenti in termini di rischio, avendo un differente orizzonte temporale di investimento. I pensionati tendono a essere maggiormente avversi al rischio, non disponendo di uno stipendio che li tuteli dai rischi finanziari.

Un'ingente quota di risparmi è investita in attività finanziarie. Di conseguenza, nella letteratura economica finanziaria è in corso un ampio dibattito sull'eventualità che nei paesi sviluppati con una forza lavoro in calo si possa teoricamente assistere a un crollo dei prezzi dei titoli (c.d. ipotesi di *asset meltdown*, o collasso delle attività) allorché la forza lavoro attualmente attiva (la generazione del *baby boom*) raggiungerà il pensionamento. Potrebbero infatti innescarsi pressioni al ribasso sui prezzi dei titoli poiché una generazione numerosa di anziani cederà le attività finanziarie in suo possesso a una generazione di mezza età più ristretta<sup>8)</sup>. Al tempo stesso, vi è la possibilità che una riallocazione dei

6) In virtù dell'identità di bilancia dei pagamenti, i flussi di capitali aggregati netti (= afflussi netti di IDE + afflussi netti di investimenti azionari + afflussi netti di investimenti in strumenti debitori + altri afflussi netti di capitali) sono pari al disavanzo di conto corrente.

7) M. Higgins, *Demography, national savings and international capital flows*, International Economic Review, 39, pagg. 343-369, 1998.

8) Per un'analisi esaustiva, cfr. A.B. Abel, "Will bequests attenuate the predicted meltdown in stock prices when baby boomers retire?", *Review of Economics and Statistics*, 83, pagg. 589-595, 2001; A.B. Abel, "The effects of a baby boom on stock prices and capital accumulation in the presence of social security", *Econometrica*, 71, pagg. 551-578, 2003; e R. Brooks, *What will happen to financial markets when the baby boomers retire?*, Working Paper dell'FMI, n. 00/18, 2000.

portafogli finanziari a favore di attività meno rischiose, come i titoli di Stato, eserciti pressioni al rialzo sui loro prezzi, rendendo ancora più incerto l'impatto complessivo sui prezzi.

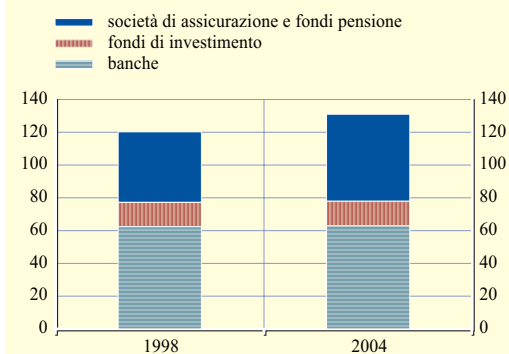
In generale, le evidenze empiriche disponibili basate sui dati storici forniscono alcuni riscontri del legame fra evoluzione demografica e prezzi delle attività finanziarie<sup>9)</sup>. In termini quantitativi, tuttavia, le relazioni stimate fanno ritenere come relativamente poco probabile che i cambiamenti demografici producano effetti di rilievo su tali prezzi.

Inoltre, gli shock di offerta e di domanda di attività finanziarie interne potrebbero essere assorbiti dalla domanda estera, e quindi il "collasso" dei prezzi delle attività potrebbe essere attutito dagli afflussi di capitali in cerca di rendimenti attesi più elevati. Una ricerca recente ha contribuito a far luce sulla relazione empirica fra invecchiamento della popolazione e flussi internazionali di capitali<sup>10)</sup>. Gli afflussi azionari netti tendono ad aumentare in presenza di un invecchiamento demografico, dal momento che gli investitori esteri sono attratti dai rendimenti attesi più elevati derivanti dal calo del risparmio interno. All'opposto, gli afflussi netti di investimenti in strumenti di debito (a breve e lungo termine) sono negativamente correlati con il tasso di dipendenza degli anziani. Ciò è forse imputabile all'accresciuta domanda di strumenti a reddito fisso, come i titoli pubblici internazionali, determinata dalla riallocazione dei portafogli a favore di attività meno rischiose da parte degli individui più anziani. Nel complesso, questi risultati fanno ritenere che la probabilità di un decremento significativo dei corsi azionari in concomitanza con il pensionamento della forza lavoro attuale sia molto bassa.

Per quanto riguarda il terzo canale, la maggior parte dei risparmi raggiunge i mercati finanziari per il tramite di intermediari finanziari, e in particolare attraverso i fondi pensione. La crescente quota di risparmi investita nei mercati dei capitali dalle famiglie del *baby boom* ha concorso ad accrescere la capitalizzazione di mercato in gran parte dei paesi sviluppati. Il valore delle

**Figura 3 Distribuzione per tipo di intermediario finanziario delle attività finanziarie delle famiglie dell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

attività finanziarie detenute dalle famiglie dell'area dell'euro attraverso intermediari finanziari si collocava intorno al 130 per cento del PIL a fine 2004, contro il 110 per cento del PIL a fine 1995.

Lo sviluppo del settore dei fondi pensione in gran parte dei paesi dell'area dell'euro rimane piuttosto arretrato, nonostante l'aumento significativo del valore di attività detenute dai fondi pensione privati negli ultimi anni. In questo periodo, le famiglie dell'area hanno incanalato quantità di fondi maggiori verso le imprese di assicurazione e i fondi pensione, piuttosto che verso le banche – ossia le istituzioni finanziarie monetarie – o i fondi comuni di investimento – ossia gli altri intermediari finanziari – (cfr. figura 3). Sembrano sussistere tuttavia ancora margini per un'ulteriore espansione, specie se le riforme future continueranno a favorire il passaggio a sistemi pensionistici a capitalizzazione totale o parziale.

9) A. Ang e A. Maddaloni, "Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data", *Journal of Business*, 78, pagg. 341-379, 2005, rilevano che la variazione della quota di adulti pensionati costituisce un significativo fattore predittivo dei premi per il rischio (cfr. anche E.P. Davis e C. Li, *Demographics and financial asset prices in the major industrial economies*, Brunel University Department of Economics and Finance Discussion Paper n. 03-07, 2003).

10) R.A. De Santis e M. Lüthmann, *On the determinants of external imbalances and net international portfolio flows: a global perspective*, Working Paper della BCE, n. 651, 2006.

In prospettiva, sul piano della stabilità finanziaria l'aumento dell'importanza degli investitori istituzionali, specialmente dei fondi pensione, solleva timori quanto alla loro capacità di far fronte alle obbligazioni pensionistiche future. Tali timori sono stati in parte attenuati dall'inaspimento dei requisiti di solvibilità e dalla promozione di piani pensionistici a contribuzione definita.

L'evoluzione demografica sta inoltre esercitando un impatto sugli strumenti finanziari richiesti dagli operatori. I gestori dei fondi pensione hanno già sottolineato l'esigenza di una maggiore offerta di strumenti finanziari per la gestione dei rischi di mercato, di inflazione e di invecchiamento, come titoli di debito a lungo termine (di elevata qualità e liquidità) e strumenti finanziari indicizzati.

#### Riquadro

### IMPLICAZIONI DELL'EVOLUZIONE DEMOGRAFICA PER LA POLITICA MONETARIA

Le conseguenze generali dei cambiamenti demografici per i mercati finanziari descritte nella sezione 5 di questo articolo comportano alcune implicazioni specifiche per le banche centrali. In questo riquadro si sviluppa l'analisi dei principali canali presentati nella sezione 5, facendo altresì riferimento alla letteratura in materia, al fine di esaminare come la politica monetaria potrebbe risentire dell'evoluzione demografica.

I processi demografici sono per così dire "a combustione lenta", per cui i loro effetti immediati per la politica monetaria saranno probabilmente contenuti<sup>1)</sup>. Di per sé, l'invecchiamento della popolazione non dovrebbe dar luogo a un contesto economico in cui potrebbero manifestarsi all'improvviso pressioni inflazionistiche o deflazionistiche pronunciate. Di conseguenza, è improbabile che le banche centrali si troveranno a dover intervenire incisivamente per far fronte ai cambiamenti della struttura demografica previsti per i prossimi dieci anni. Tuttavia, in assenza di riforme, la crescita della produttività e dell'offerta di lavoro potrebbe ritrovarsi compromessa, mentre le pressioni collegate alla spesa pubblica e al sistema previdenziale, potrebbe aumentare e una più elevata pressione fiscale, potrebbe esercitare pressioni addizionali su prezzi e salari. Pertanto, qualora non vengano intraprese le necessarie riforme strutturali, la politica monetaria potrebbe in certe occasioni dover far fronte a un aumento delle pressioni inflazionistiche.

In generale i banchieri centrali dovrebbero prestare la dovuta attenzione agli effetti dei fattori demografici, poiché la notevole persistenza che caratterizza gli andamenti della popolazione potrebbe favorire cambiamenti durevoli delle modalità con cui le decisioni di politica monetaria incidono sull'economia. Inoltre, vi è la possibilità che i mercati finanziari stiano già scontando alcuni degli effetti dell'invecchiamento della popolazione sui prezzi delle attività, come le possibili variazioni del tasso di interesse reale di equilibrio, che presentano indubbia rilevanza per la politica monetaria. Infine, una società che invecchia potrebbe non intraprendere le opportune riforme strutturali, dal momento che aumenta l'età dell'elettore mediano, per cui la banca centrale potrebbe ritrovarsi ad agire in un contesto economico relativamente meno flessibile.

I seguenti paragrafi illustrano brevemente alcuni riscontri tratti dalla letteratura sul modo in cui l'evoluzione demografica può influire su alcune questioni particolarmente rilevanti per una banca centrale: 1) il tasso di interesse reale di equilibrio; 2) la curva dei rendimenti; 3) il mecca-

1) C. Bean, *Global demographic change: some implications for central banks*, Overview Panel, Simposio annuale della Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 2004.

simo di trasmissione della politica monetaria; e 4) il mandato della politica monetaria in presenza di un invecchiamento della società.

## 1 Il tasso di interesse reale di equilibrio

L'invecchiamento della popolazione dovrebbe concorrere nei prossimi decenni a una riduzione dei tassi sia di investimento sia di risparmio. Ciò rende ambiguo l'impatto dell'invecchiamento sul tasso di interesse reale: nei modelli che muovono dall'assunto di un'economia chiusa, un calo degli investimenti nazionali ad un livello inferiore al risparmio (provocato dal fatto che l'invecchiamento ha accresciuto l'intensità di capitale del processo produttivo e il rapporto capitale/lavoro, abbassando il rendimento degli investimenti), conduce a un calo del tasso reale, poiché diviene più difficile per i risparmiatori trovare opportunità di investimento profittevoli. All'opposto, se il livello degli investimenti nazionali è superiore a quello del risparmio nazionale, il tasso reale aumenta, rispecchiando la relativa scarsità di mezzi finanziari per intraprendere i progetti di investimento disponibili.

Al fine di determinare le conseguenze dell'invecchiamento per il tasso di interesse reale di equilibrio i ricercatori hanno fatto ricorso a modelli a generazioni sovrapposte, in cui gli individui vengono raggruppati in coorti di età differenti. In generale, le evidenze ricavate indicano che, in assenza di nuove riforme dei sistemi pensionistici, l'invecchiamento della popolazione potrebbe provocare una riduzione relativamente esigua del tasso di interesse reale di equilibrio, pari a 50-100 punti base nel corso di 25-50 anni. Ad esempio, Miles (1999) simula gli effetti dell'invecchiamento nell'UE, riscontrando che potrebbe comportare un calo del tasso di interesse reale di circa 50 punti base fino al 2030, cui farebbe seguito un parziale recupero dovuto alla scomparsa della generazione del *baby boom*. Batini, Callen e McKibbin (2006) stimano che l'invecchiamento potrebbe portare a una flessione del tasso di interesse reale in Europa pari fino a 100 punti base entro il 2050<sup>2)</sup>.

## 2 La curva dei rendimenti

Per quanto concerne la struttura per scadenze dei tassi di interesse, le aspettative degli operatori sul livello del tasso di interesse reale di equilibrio nel lungo periodo costituiscono una delle principali determinanti del livello dei tassi nel segmento a lunga della curva dei rendimenti. In presenza di aspettative di un moderato calo del tasso di interesse reale di equilibrio indotto dall'invecchiamento della popolazione, anche il segmento a lunga della curva dei rendimenti potrebbe subire una flessione nel momento in cui tali aspettative sono incorporate nei prezzi delle obbligazioni.

La portata di un siffatto effetto sulla curva dei rendimenti dipende da due fattori. Il primo è l'entità della riduzione del tasso di equilibrio, che è influenzata dalla rapidità del cambiamento demografico: è probabile che variazioni più ampie del tasso di equilibrio si accompagnino a oscil-

2) D. Miles, *Modelling the impact of demographic change upon the economy*, Economic Journal, 109, pagg. 1-36, 1999, e N. Batini, T. Callen e W. McKibbin, *The global impact of demographic change*, Working Paper dell'FMI n. 06/9, 2006. Si segnalano inoltre, fra i numerosi studi in materia, P. Antolin, F. Gonand, C. de la Maisonneuve, J. Oliveira e K.Y. Yoo, *The impact of ageing on demand, factor markets and growth*, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE, n. 420, 2005; A. Börsch-Supan, A. Ludwig e J.K. Winter, *Ageing, pension reform, and capital flows: a multi-country simulation model*, Discussion paper della University of Mannheim, n. 04-65, 2004; E. Canton, C. van Ewijk e P.J.G. Tang, *Population ageing and international capital flows*, European Network of Economic Policy Research Institutes, Occasional Paper n. 4, 2003; e A. De Serres, C. Giorno, P. Richardson, D. Turner e A. Vourc'h, *The macroeconomic implications of ageing in a global context*, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE, n. 193, 1998.

lazioni più pronunciate dei tassi a lungo termine. Il secondo fattore è il grado di lungimiranza dei mercati finanziari: in effetti, se i mercati sono sufficientemente lungimiranti, dovrebbero essere in grado di anticipare il calo atteso dei tassi di interesse reali futuri dovuto all'invecchiamento della popolazione, per cui il segmento a lunga della curva dei rendimenti si sposterebbe verso il basso, mentre quello a breve termine non subirebbe probabilmente variazioni di rilievo. In altre parole, l'invecchiamento demografico potrebbe indurre un moderato appiattimento della curva dei rendimenti, ma l'elevata incertezza riguardo tanto al calo del tasso di equilibrio quanto al grado di lungimiranza dei mercati finanziari<sup>3)</sup> fa sì che questo impatto sia molto difficile da stimare, e presumibilmente piuttosto contenuto.

Come indicato nella sezione 5, il ruolo di alcuni intermediari finanziari è destinato a crescere nell'area dell'euro nei prossimi decenni. Ciò potrebbe influire sui prezzi osservati in alcuni mercati, inducendo ad esempio un rialzo delle quotazioni nei mercati dei titoli a reddito fisso, che potrebbero essere temporaneamente interessati da ampie ricomposizioni dei portafogli di questi intermediari finanziari.

### 3 Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria

Secondo la teoria del ciclo di vita del risparmio, durante la loro vita attiva gli individui accumulano ricchezza per finanziare i consumi che sosterranno durante il periodo del pensionamento<sup>4)</sup>. Di conseguenza, nelle società in cui l'età media è più vicina a quella di pensionamento il rapporto fra ricchezza e reddito dovrebbe essere più elevato. Al tempo stesso, gli squilibri attesi negli schemi pensionistici a finanziamento pubblico, fanno ipotizzare che a seguito di una riforma delle pensioni un numero crescente di pensionati comincerà a fare assegnamento soprattutto sulla ricchezza accumulata, piuttosto che sugli accantonamenti pensionistici pubblici, per mantenere i propri livelli di consumo. Come fa notare Bean (2004), è probabile che questo effetto sia rafforzato dall'aumento della speranza di vita post-pensionamento.

Di conseguenza, Miles (2002) sostiene che la politica monetaria – la quale si trasmette anche per il tramite dei prezzi delle attività – potrebbe divenire più efficace nello stabilizzare le fluttuazioni macroeconomiche, grazie alla maggiore rilevanza che acquisirebbe il canale della ricchezza<sup>5)</sup>.

### 4 Il mandato della politica monetaria in presenza di un invecchiamento della società

Poiché l'invecchiamento della popolazione contribuisce a un aumento del rapporto fra ricchezza e reddito, a seconda delle riforme che interesseranno i sistemi pensionistici a ripartizione esistenti potrà crescere, parallelamente al tasso di dipendenza degli anziani, la domanda pubblica di interventi di contrasto alle oscillazioni dei prezzi delle attività: in una società caratterizzata da una elevata età media, una quota significativa di ricchezza delle famiglie potrebbe essere investita in proprietà immobiliari e strumenti finanziari, accrescendo l'esposizione dei loro redditi alle fluttuazioni dei prezzi delle attività. Ad esempio, Poterba (2004) indica che negli Stati Uniti le famiglie capeggiate da ultrasessantacinquenni deterranno nel 2040 quasi la metà delle

3) Per alcuni riscontri di una scarsa lungimiranza dei mercati finanziari, cfr. ad esempio S. Della Vigna e J.M. Pollet, *Attention, demographics, and the stock market*, Working Paper del NBER, n. 11211, 2005.

4) R. Brumberg e F. Modigliani, "Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data", in K.K. Kurihara (ed.), *Post-Keynesian Economics*, pagg. 388-436, Rutgers University Press, 1954.

5) D. Miles, "Should monetary policy be different in a greyer world?", in A. Auerbach e H. Herrmann (ed.), *Financial Markets and Monetary Policy*, pagg. 243-276, Springer, 2002.



azioni societarie e il 64 per cento dei contratti di rendita totali, contro rispettivamente il 33 e 50 per cento nel 2001 <sup>6)</sup>. Con tutta probabilità, quest'accresciuta esposizione alle oscillazioni dei prezzi degli attivi interverrà proprio quando una quota relativamente ampia della popolazione (gli "anziani") cercherà presumibilmente di vendere le attività in suo possesso per far fronte ai consumi durante gli anni del pensionamento <sup>7)</sup>.

L'aumento del tasso di dipendenza degli anziani e del rapporto ricchezza/reddito potrebbe pertanto rafforzare le argomentazioni a favore di un intervento di contrasto dei disallineamenti o "bolle" dei prezzi delle attività (ossia delle deviazioni dei prezzi dai loro valori fondamentali), dal momento che le perdite di ricchezza derivanti da cicli *boom-bust* sarebbero presumibilmente più ingenti in una società di età più avanzata.

Inoltre, nella misura in cui una quota crescente di ricchezza sarà investita in attività nominali (ossia attività il cui rendimento non è indicizzato all'inflazione), il mandato della banca centrale di mantenere la stabilità dei prezzi acquisirà rilevanza ancora maggiore, dovendo evitare che gli accantonamenti finanziari effettuati dagli individui in vista del proprio pensionamento subiscano nel tempo l'erosione di tassi di inflazione relativamente elevati. Al riguardo, Bean (2004) indica che il sostegno pubblico alla stabilità dei prezzi al consumo dovrebbe anch'esso tendere ad aumentare nei prossimi decenni.

6) J.M. Poterba, *The impact of population ageing on financial markets*, Working Paper del NBER, n. 10851, 2004.

7) Si segnalano, fra gli altri, A.B. Abel, "The effects of a baby boom on stock prices and capital accumulation in the presence of social security", *Econometrica*, 71, pagg. 551-578, 2003; e A. Börsch-Supan e J.K. Winter, *Population ageing, savings behavior and capital markets*, Working Paper del NBER, n. 8561, 2001.

## 6 MISURE DI POLITICA ECONOMICA

Al fine di far fronte ai possibili effetti dell'evoluzione demografica occorre che le autorità intraprendano ulteriori riforme di ampio respiro, mirate a risolvere problemi specifici dei sistemi pensionistici e sanitari, ridurre il debito pubblico, accrescere il tasso di occupazione e potenziare le determinanti di produttività e crescita economica.

I cambiamenti demografici previsti per l'area dell'euro rendono necessarie riforme dei sistemi pensionistici pubblici, che contemplino aumenti dell'età pensionabile legale e riduzioni del grado di copertura. È stato stimato che in assenza di riforme le aliquote dei contributi pensionistici dovrebbero più che raddoppiare in alcuni paesi, portandosi a oltre il 40 per cento dei salari, per poter mantenere l'equilibrio dei sistemi previdenziali; perciò, le erogazioni dei sistemi pensionistici pubblici dovrebbero essere decurtate. Tuttavia, riforme parametriche atte a bilanciare completamente i sistemi pensionistici a ripartizione senza

aumentare i tassi di contribuzione non sarebbero probabilmente fattibili sul piano politico o economico. Esse dovranno pertanto essere integrate da riforme del sistema di finanziamento degli schemi pensionistici, quali un aumento del livello di capitalizzazione. Questa diversificazione potrebbe ridurre la vulnerabilità complessiva dei sistemi pensionistici ai cambiamenti demografici previsti. Inoltre, al crescere del peso, sul complesso delle pensioni erogate, degli schemi a capitalizzazione, potrebbe essere ridotta la dimensione dei sistemi a ripartizione per alleggerire nel lungo periodo l'onere per i conti pubblici.

Questa transizione potrebbe richiedere un certo grado di condivisione degli oneri fra pensionati e contribuenti. Un approccio possibile sarebbe quello di abbinare l'introduzione di schemi pensionistici a capitalizzazione parziale con una trasformazione dei sistemi a ripartizione in schemi "nozionali a contribuzione definita", che sono stati introdotti in vari paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. In sintesi, pur conser-

vando il meccanismo di finanziamento a ripartizione, questi schemi presentano le caratteristiche dei sistemi basati sul risparmio individuale. La pensione futura di un individuo viene così a dipendere esclusivamente dai contributi da lui versati in un conto pensionistico "nozionale" e da un tasso di rendimento uguale per tutti. Poiché il sistema pensionistico non prevede alcuna redistribuzione intragenerazionale, la pressione fiscale percepita dal lavoratore dovrebbe diminuire. Ciò accresce gli incentivi al lavoro e può contribuire a conseguire tassi di occupazione più alti. A livello macro, la condizione necessaria a garantire l'equilibrio dei sistemi nozionali a contribuzione definita è che il tasso di interesse corrisposto sul conto pensionistico nozionale non superi quello di crescita della base contributiva (ad esempio il monte salari complessivo dell'economia). Poiché l'equilibrio di tali sistemi presuppone elargizioni decisamente meno generose rispetto ai sistemi precedenti, i lavoratori correnti dovranno versare contemporaneamente contributi a schemi pensionistici a capitalizzazione. Potrebbe rendersi necessario introdurre normative finalizzate a garantire che i risparmi destinati al pensionamento non siano oggetto di investimenti speculativi. Normative di questo genere avrebbero rilevanza anche nell'ottica delle finanze pubbliche, poiché in loro assenza movimenti repentini avversi dei prezzi delle attività potrebbero finire per costringere il governo ad assumersi obbligazioni pensionistiche addizionali.

Nell'ambito della sanità e della lungo-degenza le crescenti pressioni sulla spesa pubblica impongono scelte altrettanto difficili per molti sistemi sanitari pubblici. Per far fronte agli oneri futuri, le autorità potrebbero vedersi obbligate ad aumentare i tassi di contribuzione, razionalizzare i servizi e assicurarsi il contributo dei privati al finanziamento. In generale, i governi hanno avuto difficoltà a decurtare permanentemente la spesa limitando l'accesso a determinate forme (costose) di trattamento. Pertanto, il dibattito nella letteratura in materia sottolinea l'importanza di fissare incentivi appropriati per tutti i partecipanti. Ciò potrebbe comportare l'introduzione di una partecipazione dei pazienti alle spese, come

già avviene in vari paesi. Il rafforzamento dei meccanismi di mercato per quel che concerne la relazione fra pazienti, fornitori di servizi medici e assicuratori può portare a risultati complessivi migliori. Le strutture di appalto e di pagamento dovrebbero basarsi sul reale costo delle risorse e su stringenti vincoli di bilancio, al fine di fissare i corretti incentivi economici. La valutazione comparativa delle prestazioni dei fornitori di servizi sanitari può inoltre contribuire ad accrescere la trasparenza. Anche nel settore sanitario, l'ulteriore integrazione dei mercati dei prodotti e dei servizi nell'UE potrebbe concorrere a migliorare l'efficienza.

L'invecchiamento della popolazione nell'area dell'euro rende inoltre ancora più impellente nel mercato del lavoro l'applicazione di politiche destinate ad incrementarvi la partecipazione e l'occupazione. In molti paesi dell'area i tassi di partecipazione e di occupazione dei giovani, delle donne e degli individui in età più avanzata risultano particolarmente contenuti rispetto a quelli della popolazione complessiva in età da lavoro. Inoltre, nell'insieme dell'area dell'euro il livello delle ore medie annue lavorate per addetto è basso<sup>11)</sup>. Esiste pertanto un potenziale significativo per accrescere l'utilizzo della popolazione in età da lavoro aumentando il numero di persone che fanno ingresso nel mercato del lavoro dell'area dell'euro e vi esercitano un'occupazione, nonché aumentando le ore lavorate e/o la durata della vita attiva.

A questo scopo un primo importante passo è quello di ridurre ulteriormente i disincentivi all'attività lavorativa che persistono tuttora in alcuni mercati del lavoro dell'area dell'euro per effetto dell'interazione fra sistemi fiscali e assistenziali e gli schemi di prepensionamento. Siffatti disincentivi agiscono soprattutto sul secondo percettore di reddito (spesso donne) in una famiglia, sui lavoratori con basse retribuzioni,

11) Per ulteriori informazioni sul confronto degli orari di lavoro tra area dell'euro e Stati Uniti, cfr. N. Leiner-Killingier, C. Madaschi e M. Ward-Warmedinger, *Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: Causes and consequences*, Occasional Paper della BCE, n. 41, 2005.

sui lavoratori più giovani e su quelli più anziani. Le politiche tese a incrementare la partecipazione femminile al mercato del lavoro devono aiutare le donne a conciliare la vita familiare e quella professionale aumentando la flessibilità dell'orario di lavoro e migliorando i servizi di assistenza all'infanzia e agli anziani. Inoltre, potrebbe rivelarsi utile rafforzare gli incentivi per un allungamento della vita lavorativa, ad esempio mediante politiche di uscita graduale dal mondo del lavoro e un accesso più agevole a posti di lavoro a termine o a tempo parziale per i lavoratori più anziani, in aggiunta al dovuto innalzamento dell'età pensionabile legale. Tuttavia, è altresì necessario che vi sia da parte dei datori di lavoro una domanda di lavoro sufficiente per assumere e/o trattenere i lavoratori di età più avanzata. L'aumento dell'immigrazione di lavoratori verso l'area dell'euro offre una via supplementare attraverso la quale sarebbe possibile aumentare la partecipazione al mercato del lavoro e l'occupazione per tutte le fasce di età. Le politiche di immigrazione dovrebbero indirizzarsi in tal senso, come specificato negli *Orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione per il 2005-2008*<sup>12)</sup>, ma con tutta probabilità non offrono una soluzione ai problemi demografici, dato l'elevato numero di lavoratori immigrati che si renderebbe necessario.

La possibilità di innalzare la produttività del lavoro e la crescita economica dipenderà sia dalle politiche volte ad accrescere i livelli di competenza generali della forza lavoro sia dal ritmo dei progressi tecnologici nell'area dell'euro. L'estensione e lo sviluppo del mercato interno e un'accresciuta concorrenza nei mercati dei servizi nell'UE figurano fra gli interventi necessari per potenziare ulteriormente il funzionamento dei mercati dei prodotti al fine di favorire la produttività del lavoro e la creazione di posti di lavoro<sup>13)</sup>. Molti paesi dovranno inoltre avviare un intenso processo di investimento in capitale umano e in ricerca e sviluppo allo scopo di contrastare i potenziali effetti negativi dell'invecchiamento della popolazione sulla produttività del lavoro e su quella totale dei fattori. I capi di governo dell'UE hanno adottato agli inizi del 2005 un Patto europeo per la gioventù volto a

“migliorare l'istruzione, la formazione, la mobilità, l'inserimento professionale e l'inclusione sociale dei giovani europei”, ad esempio sorvegliando l'applicazione delle politiche per l'integrazione dei giovani nel mercato del lavoro e incoraggiando i giovani a sviluppare uno spirito imprenditoriale<sup>14)</sup>. Il piano sottolinea l'importanza sia di migliorare la qualità dell'istruzione, che potrebbe contribuire a contrastare i potenziali effetti negativi dell'invecchiamento della popolazione sulla produttività totale dei fattori, sia di aumentare i tassi di attività e di occupazione dei giovani al fine di controbilanciare gli effetti dell'evoluzione demografica sull'offerta di lavoro.

## 7 CONCLUSIONI

L'evoluzione demografica attesa per l'area dell'euro si caratterizza per un basso livello dei tassi di fecondità e per un aumento della speranza di vita, che porteranno a un rallentamento della crescita della popolazione totale e di quella in età da lavoro, nonché a un incremento graduale del tasso di dipendenza degli anziani. Le previsioni formulate dall'Eurostat indicano che la popolazione totale dell'area dell'euro comincerà a contrarsi in termini assoluti fra circa vent'anni, e nel 2050 il tasso di dipendenza degli anziani avrà raggiunto quasi il 55 per cento, contro il 26 per cento del 2006. Complessivamente, questi andamenti avranno conseguenze economiche rilevanti. Essi modificheranno ad esempio le dimensioni e la composizione dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro, dal momento che aumenterà la quota di lavoratori più anziani e un numero minore di nuovi lavoratori farà ingresso nel mercato del lavoro per sostituire i lavoratori in uscita. Nell'ipotesi di una crescita invariata del tasso di occupazione e della produttività del lavoro, le tendenze demografiche comportano

12) Per maggiori dettagli su questi *Orientamenti*, cfr. il riquadro *Gli Orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione per il 2005-2008* nel numero di agosto 2005 di questo Bollettino.

13) Per maggiori dettagli, cfr. *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, Occasional Paper della BCE, n. 44, 2006.

14) Per maggiori dettagli, vedi l'Appendice I alle Conclusioni del Presidente del Consiglio Europeo, 22 e 23 marzo del 2005.

un calo della crescita del PIL in termini reali dal 2,1 per cento in media nel 1995-2005 all'1 per cento circa entro il 2050, nonché una flessione della crescita del PIL pro capite. Fra le implicazioni per la spesa pubblica figurano incrementi degli esborsi per pensioni e sanità nell'ordine di oltre 3 punti percentuali in termini di PIL per gran parte dei paesi dell'area dell'euro.

L'invecchiamento previsto della popolazione potrebbe inoltre influire sui mercati finanziari, accrescendo il ruolo degli investitori istituzionali. È probabile che ciò acuisca i timori per la stabilità finanziaria, cui si sta già rispondendo attraverso la modifica della struttura dei piani pensionistici e l'imposizione di requisiti di solvibilità più stringenti per gli investitori istituzionali. In aggiunta, questi andamenti dovrebbero rafforzare il ruolo dei governi nel migliorare l'educazione finanziaria delle famiglie e la loro conoscenza dei prodotti disponibili al fine di preservare il loro risparmio.

Occorre che vengano tempestivamente attuate riforme di ampio respiro che offrano i giusti incentivi per non ritrovarsi impreparati di fronte alle possibili conseguenze dei cambiamenti demografici. La riduzione del debito pubblico concorrerebbe a migliorare la sostenibilità dei conti pubblici e a renderli meno vulnerabili di fronte all'impatto dell'invecchiamento della popolazione. Sono inoltre necessarie ulteriori modifiche della struttura del sistema pensionistico. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, l'innalzamento del grado di utilizzo della forza lavoro tramite politiche tese a favorire più elevato tassi di partecipazione e occupazione, così come il miglioramento della crescita della produttività del lavoro tramite l'investimento nel capitale umano e il completamento del mercato interno contribuirebbero a contrastare gli effetti frenanti sulla crescita del prodotto dell'area dell'euro nel medio termine. Su un orizzonte

più lungo, occorrerà inoltre innalzare l'età di pensionamento legale e/o il numero medio di ore lavorate l'anno. Spetta ai singoli paesi dell'area dell'euro elaborare politiche nazionali di occupazione e produttività che si inscrivano nel quadro delineato dalla strategia di Lisbona<sup>15)</sup> e dagli *Orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione per il 2005-2008*. Questi ultimi offrono un ampio ventaglio di spunti in materia, che alla luce dei cambiamenti demografici andranno opportunamente adattati a gruppi mirati della popolazione.

I processi demografici sono per così dire "a combustione lenta", per cui i loro effetti immediati per la politica monetaria saranno probabilmente contenuti. Tuttavia, essi potrebbero incidere sulla politica monetaria in via indiretta qualora non venissero adeguatamente attuate le riforme strutturali sopra descritte. In primo luogo, pressioni inflazionistiche potrebbero derivare da una ridotta offerta di lavoro e potrebbero verificarsi pressioni per un inasprimento fiscale finalizzato a finanziare gli aumenti della spesa pubblica collegati all'invecchiamento demografico. In secondo luogo, nella misura in cui una quota maggiore di ricchezza sarà investita in attività nominali (non indicizzate all'inflazione), il mandato della banca centrale di mantenere la stabilità dei prezzi acquisirebbe rilevanza ancora maggiore, dovendo evitare che gli accantonamenti pensionistici dei cittadini vengano erosi nel tempo da tassi di inflazione relativamente elevati.

In sintesi, alla luce degli andamenti demografici avversi qui descritti, occorre urgentemente che i responsabili delle politiche attuino le riforme strutturali in grado di promuovere la flessibilità e il dinamismo macroeconomici dell'area dell'euro.

15) Cfr. l'articolo *La strategia di Lisbona cinque anni dopo* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino.



# CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI INTEGRATI PER I SETTORI ISTITUZIONALI DELL'AREA DELL'EURO

*Nel maggio 2006 la BCE ha pubblicato per la prima volta una serie integrata di conti finanziari e non finanziari annuali, comprensiva dei conti patrimoniali, per i settori istituzionali dell'area dell'euro<sup>1)</sup>. La disponibilità di dati così completi sulle attività finanziarie e non finanziarie delle famiglie, delle società finanziarie e non finanziarie e delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro è importante per diverse analisi, ad esempio con riferimento al meccanismo di trasmissione monetaria. Questo articolo illustra la logica e le metodologie soggiacenti al nuovo insieme di dati, evidenziando alcuni risultati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie.*

## I INTRODUZIONE

La disponibilità di statistiche dettagliate e coerenti sulle attività e le posizioni patrimoniali dei vari settori istituzionali dell'economia è importante per le analisi economiche e monetarie della Banca centrale europea (BCE). Un esempio di particolare rilievo è lo studio della complessa catena di cause ed effetti lungo il cosiddetto meccanismo di trasmissione monetaria, che diventa di norma più comprensibile se riferito alle attività di soggetti quali le famiglie o le imprese.

Rispetto alle precedenti statistiche ufficiali per l'area dell'euro, il nuovo sistema coerente e completo di conti settoriali finanziari e non finanziari (d'ora in avanti denominato "conti dell'area dell'euro") accresce il grado di disaggregazione delle attività non finanziarie e finanziarie di ciascun settore e fornisce un livello di dettaglio analogo a quello delle statistiche ufficiali di altre importanti aree economiche<sup>2)</sup>. Inoltre, la metodologia statistica adottata nella compilazione del nuovo insieme di conti garantisce la coerenza tra i dati relativi ai vari settori. Tali miglioramenti contribuiscono pertanto a colmare una lacuna nelle statistiche economiche e finanziarie dell'area dell'euro soggiacenti alla politica monetaria della BCE. La compilazione dei conti dell'area dell'euro costituisce un progetto comune della BCE e della Commissione europea (Eurostat), attuato di stretto concerto con le banche centrali nazionali e gli istituti di statistica nazionali dell'Unione europea. Attualmente disponibili su base annua per il periodo 1999-2004, dalla primavera del 2007 tali conti saranno pubblicati regolarmente anche con cadenza trimestrale.

Questo articolo descrive i tratti principali dei conti dell'area dell'euro. Dopo averne illustrato le componenti e le logiche sottostanti, esso presenta le caratteristiche complessive dell'area dell'euro e quelle specifiche di famiglie e società non finanziarie come principali settori istituzionali. Segue un'analisi di alcuni dei più importanti andamenti degli ultimi anni, con particolare attenzione per i suddetti due settori.

## 2 LOGICA E CARATTERISTICHE PRINCIPALI DEI CONTI DELL'AREA DELL'EURO

I conti dell'area dell'euro consentono di analizzare sia gli andamenti economici nei vari settori istituzionali (famiglie, società e amministrazioni pubbliche) dell'area sia l'interrelazione fra i diversi settori e fra questi e il resto del mondo. Andamenti macroeconomici quali la crescita e l'inflazione sono determinati dai comportamenti dei singoli operatori, che variano sostanzialmente a seconda del settore di appartenenza. I nuovi conti dell'area dell'euro presentano un insieme completo e coerente di indicatori economici per tutti questi settori. Essi garantiscono inoltre per la prima volta la coerenza fra statistiche finan-

- 1) Cfr. il comunicato stampa *First release of euro area accounts for institutional sectors (1999-2004)* del 31 maggio 2006 e la *background note* comune della BCE e di Eurostat *Euro area and European Union accounts for institutional sectors*, comprendente una serie completa di tavole con una presentazione sia per settori sia per serie temporali ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).
- 2) L'utilità di una prospettiva settoriale nelle analisi economiche e monetarie è stata evidenziata in una serie di articoli pubblicati su questo Bollettino. Cfr., ad esempio, gli articoli *Risparmio, fonti di finanziamento e investimenti nell'area dell'euro*, nel numero di agosto 2002, e *La domanda settoriale di moneta: determinanti e andamenti recenti*, nel numero di agosto 2006.

ziarie e non finanziarie, rendendo pertanto possibile un'analisi integrata delle attività economiche non finanziarie (quali ad esempio i consumi e gli investimenti fissi lordi) e delle transazioni finanziarie (come l'emissione di titoli di debito e gli investimenti all'estero). Infine, i conti comprendono ora anche bilanci finanziari coerenti e consentono pertanto una disamina approfondita delle variazioni annue nella ricchezza finanziaria di ciascun settore dell'area.

I conti dell'area dell'euro vengono presentati di norma su base non consolidata. Ciò vuol dire, ad esempio, che nella compilazione del bilancio finanziario delle amministrazioni pubbliche non si elidono i titoli di debito detenuti da un'amministrazione ma emessi da un'altra del medesimo Stato membro e che dai conti non finanziari non si eliminano i trasferimenti tra amministrazioni di uno stesso Stato<sup>3)</sup>. La sequenza di conti concatenati dell'area dell'euro è stata compilata in conformità con la metodologia del Sistema europeo dei conti 1995.

## 2.1 SETTORI ISTITUZIONALI

Ciascun settore riunisce unità istituzionali con comportamenti sostanzialmente analoghi: società finanziarie, società non finanziarie, amministrazioni pubbliche, famiglie e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (ISSL-SF). Le transazioni con soggetti non residenti e le attività (o passività) finanziarie nei confronti dei non residenti figurano nel conto denominato "Resto del mondo". I conti settoriali mostrano pertanto le interazioni tra i diversi settori economici dell'area dell'euro e fra questi e il resto del mondo<sup>4)</sup>.

Il settore delle famiglie comprende sia le famiglie, in quanto consumatrici di beni e servizi, sia le imprese individuali e gran parte delle società di persone non riconosciute come entità giuridiche indipendenti. Anch'esso, pertanto, genera prodotto e reddito d'impresa. Nei conti dell'area dell'euro le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (enti di beneficenza, sindacati, ecc.) sono raggruppate con le famiglie e il loro peso economico è relativamente limitato.

Il settore delle società non finanziarie include tutte le società private e pubbliche che producono beni e forniscono servizi non finanziari per il mercato. Quello delle amministrazioni pubbliche non comprende quindi alcune società pubbliche, mentre vi rientrano l'amministrazione centrale, l'amministrazione statale (regionale), le amministrazioni locali e gli enti di previdenza e assistenza sociale. Ne consegue che tale settore non corrisponde a quello che viene comunemente chiamato settore pubblico.

È la prima volta che viene compilato un conto completo e coerente per le relazioni con il resto del mondo. Ciò vuol dire che le transazioni e le attività finanziarie tra Stati membri dell'area sono state stralciate da questo conto e che, in tale processo, sono state eliminate le asimmetrie nelle statistiche sul commercio bilaterale<sup>5)</sup>. Di conseguenza, rispetto a un calcolo basato sulla semplice aggregazione dei dati nazionali, le importazioni e le esportazioni risultano notevolmente inferiori in quanto circa la metà degli scambi con l'estero dei singoli Stati membri avviene all'interno dell'area.

## 2.2 DALLA PRODUZIONE ALLE OPERAZIONI DI PRESTITO E INDEBITAMENTO

I conti dell'area dell'euro registrano, in linea di principio, tutte le transazioni tra operatori economici in un periodo determinato e mostrano le consistenze iniziali e finali delle attività e delle passività finanziarie iscritte a bilancio. Le transazioni sono raggruppate in una sequenza di conti, ognuno dei quali riguarda un processo economico specifico (produzione, generazione e (re)distribuzione del reddito, consumo e investimento, prestito e indebitamento). Ogni transazione viene registrata come un aumento

3) Queste statistiche si distinguono da quelle sulla finanza pubblica riportate nelle tavole 6.1, 6.2 e 6.3 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino, che sono presentate invece su base consolidata.

4) Ciò vuol dire che i conti dell'area dell'euro includono una versione lievemente modificata delle statistiche sulla bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area.

5) Di conseguenza, il PIL dell'area dell'euro in termini nominali è stato rivisto lievemente al ribasso (in misura inferiore all'1 per cento).

delle “risorse” di un determinato settore e degli “impieghi” di un altro. Ad esempio, nei singoli settori la categoria “interessi” registra dal lato delle risorse i ricavi per interessi e da quello degli impieghi la spesa per interessi. Per ciascuna categoria, la somma delle risorse di tutti i settori (economia totale più resto del mondo) è pari a quella degli impieghi <sup>6)</sup>. Ogni conto determina un saldo significativo, il cui valore è dato dalla differenza tra il totale delle risorse e quello degli impieghi o tra le variazioni totali delle attività finanziarie e quelle delle passività finanziarie. Tali saldi, quali ad esempio il PIL o il risparmio, costituiscono di norma indicatori economici importanti che vengono riportati al conto successivo. La tavola 3 alla fine di questo articolo fornisce una presentazione abbreviata dei conti dell'area dell'euro.

Ad esempio, nel conto della produzione la risorsa più importante è rappresentata dalla produzione di beni e servizi, cui si aggiungono le imposte sui prodotti al netto dei contributi per ottenere le risorse totali. L'impiego principale consiste nei cosiddetti “consumi intermedi”, vale a dire i beni e i servizi consumati nel contesto di un altro processo produttivo. Il saldo, dato dalla differenza tra risorse e impieghi, è costituito dal “valore aggiunto lordo”. Questo dato viene poi iscritto come risorsa nel successivo conto della distribuzione del reddito, il cui saldo sarà rappresentato dal “reddito lordo disponibile”. Tale interconnessione concettuale e numerica tra i conti garantisce una derivazione coerente degli indicatori economici fondamentali. Il collegamento tra i conti non finanziari e quelli finanziari è fornito dalla voce a saldo “accredito/indebitamento netto”, ottenibile sia dall'ultimo conto non finanziario (conto capitale) sia da quello delle transazioni finanziarie. Tale voce si deriva dal conto capitale raffrontando la somma degli “investimenti lordi” (soprattutto in beni di capitale) e dell’“acquisizione netta di attività non finanziarie non prodotte” (quali terreni o licenze) con quella del “risparmio lordo” e dei “trasferimenti netti in conto capitale”. Se la seconda somma è superiore alla prima, il settore registra un'eccezione di fondi e diventa prestatore netto ad altri settori. Nel conto delle transazioni finanziarie,

ciò vuol dire che acquisisce più attività che passività finanziarie <sup>7)</sup>.

### 2.3 RICCHEZZA FINANZIARIA NETTA E RIVALUTAZIONI

I bilanci finanziari mostrano la posizione finanziaria dei singoli settori, ripartita in categorie di attività e passività finanziarie (quali i depositi, i prestiti e le azioni), e le variazioni della stessa nel periodo di riferimento. Le attività e le passività finanziarie sono valutate a prezzi di mercato. I bilanci cambiano a seguito non soltanto delle transazioni finanziarie accumulate ma anche di altre variazioni delle attività. Benché rifletta soprattutto le rivalutazioni connesse al variare dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari, quest'ultima categoria copre anche altre fattispecie quali le cancellazioni di debiti. La derivazione coerente dei guadagni e delle perdite sulle disponibilità per settore detentore e per strumento finanziario consente di realizzare analisi approfondite in merito, ad esempio, agli effetti di tali variazioni sul comportamento economico delle famiglie e delle società non finanziarie.

Il conto delle attività e delle passività finanziarie con l'estero mostra la posizione finanziaria dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo. Ovviamente, le variazioni di prezzo determinate dagli andamenti valutari sono all'origine di gran parte delle altre variazioni in questo conto.

- 6) Per quanto concerne le transazioni in attività, quali l'assunzione di prestiti oppure l'acquisto di azioni, si distingue tra “variazione delle passività” e “variazione delle attività” piuttosto che tra risorse e impieghi. Il conto del resto del mondo vede le transazioni e le posizioni con l'estero dal punto di vista del resto del mondo. Ne consegue che le importazioni dell'area sono considerate risorse e le esportazioni impieghi.
- 7) I conti finanziari e non finanziari e i bilanci dell'area dell'euro sono stati compilati nell'ambito di un processo unico. Allo stesso tempo è stata ottenuta la piena coerenza tra i conti finanziari e non finanziari dell'amministrazione pubblica, delle società finanziarie e del resto del mondo (per i quali non è stata pertanto introdotta una categoria “errori e omissioni”). Per quanto riguarda i settori delle famiglie e delle società non finanziarie, permangono delle discrepanze di pari entità ma di segno opposto, che tuttavia sono relativamente contenute rispetto alla semplice aggregazione dei dati nazionali non integrati sui conti finanziari e non finanziari.



### 3 CONTRIBUTO DEI SETTORI AGLI AGGREGATI MACROECONOMICI

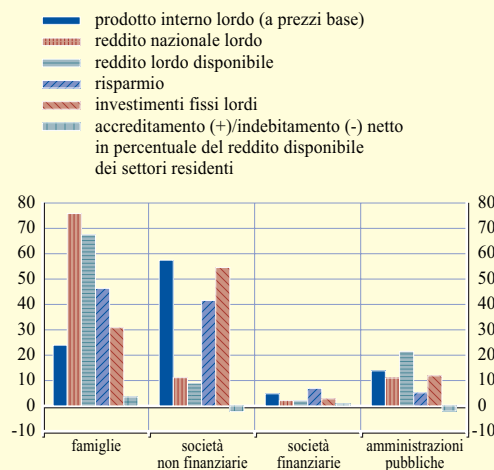
I conti dell'area dell'euro comprendono indicatori economici fondamentali sia per i vari settori sia per l'insieme dell'economia dell'area. Questa sezione presenta alcune caratteristiche economiche salienti dei singoli settori e il loro contributo all'andamento di importanti aggregati macroeconomici.

Il valore aggiunto nell'area dell'euro proviene in larga misura dalle società non finanziarie (in media il 58 per cento tra il 1999 e il 2004), mentre il settore delle famiglie (attività produttive delle imprese individuali e di persone e abitazioni di proprietà) ne origina poco meno di un quarto (cfr. figura 1) e le amministrazioni pubbliche poco più del 10 per cento. Gran parte del valore aggiunto nel settore delle imprese e in quello delle amministrazioni pubbliche viene trasferita alle famiglie sotto forma di salari o stipendi e di contributi sociali ai lavoratori. Il reddito nazionale lordo affluisce quindi in grado preponderante al settore delle famiglie. Esso viene poi lievemente ridotto dalla redistribuzione dei redditi attraverso la fiscalità, i trasferimenti sociali netti e gli altri trasferimenti, che afferiscono principalmente alle amministrazioni pubbliche (si vedano la distribuzione del reddito nazionale lordo e del reddito lordo disponibile nella figura 1).

Il reddito disponibile può essere utilizzato per il consumo o il risparmio. Con riferimento alle società non finanziarie, nel periodo in esame gli investimenti fissi lordi sono stati superiori al risparmio (più i trasferimenti netti ricevuti in conto capitale). Ciò vuol dire che questo settore ha mantenuto una posizione di indebitamento netto. Anche le amministrazioni pubbliche hanno registrato un disavanzo, mentre le famiglie hanno evidenziato livelli di risparmio notevolmente superiori agli investimenti non finanziari (vale a dire in nuove abitazioni e in società individuali e di persone), che pure hanno continuato a rappresentare oltre il 30 per cento del totale dell'area. Le famiglie hanno pertanto finanziato gli altri settori residenti e il resto del mondo,

**Figura 1 Principali aggregati economici per l'area dell'euro, quota destinata ai settori residenti, 1999-2004**

(media nel periodo; in percentuale del totale, salvo diversa indicazione)



Fonti: BCE e Eurostat.

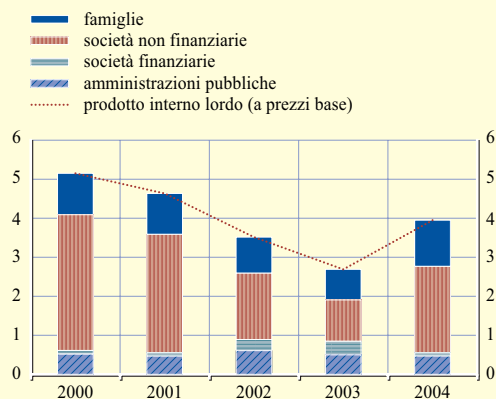
per lo più attraverso le società finanziarie che agiscono principalmente come intermediari finanziari e di norma registrano anche un avanzo finanziario (relativamente ridotto).

L'accreditamento e l'indebitamento netto dei settori residenti sono per lo più in equilibrio, nel senso che l'economia dell'area dell'euro finanzia gran parte dei suoi investimenti (non finanziari) per il tramite del risparmio nazionale. Nell'insieme, l'area è risultata un modesto debitore netto tra il 1999 e il 2001 e un creditore netto tra il 2002 e il 2004. Il conto delle transazioni finanziarie con il resto del mondo mostra questi andamenti ripartiti per tipologia di strumento.

Per quanto riguarda il contributo settoriale all'evoluzione dei principali aggregati macroeconomici, le figure 2 e 3 mostrano l'incidenza di ciascun settore sulla crescita nominale annua del PIL e degli investimenti fissi lordi dell'area dell'euro tra il 2000 e il 2004. Dalla figura 2 si evince che le oscillazioni dei tassi di incremento del PIL sono principalmente riconducibili al variare del contributo delle società non finanziarie, mentre il peso delle famiglie si è mantenuto più stabile.

**Figura 2 Contributi dei settori alla crescita del PIL nominale dell'area dell'euro**

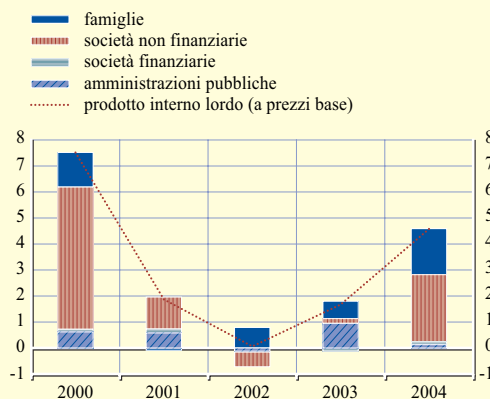
(tasso di crescita annuale e contributi in punti percentuali)



Fonti: BCE e Eurostat.

**Figura 3 Contributi dei settori alla crescita degli investimenti nominali dell'area dell'euro**

(tasso di crescita annuale e contributi in punti percentuali)



Fonti: BCE e Eurostat.

Come previsto, la crescita degli investimenti (a prezzi correnti) è piuttosto volatile: scesa a zero tra il 2000 e il 2002, è risalita nel periodo successivo (cfr. figura 3). Il settore delle società non finanziarie ha registrato oscillazioni ancora superiori. Il contributo delle famiglie è stato relativamente consistente nel 2004.

#### 4 ANALISI DEI CONTI SETTORIALI DELLE FAMIGLIE E DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE TRA IL 1999 E IL 2004

Questa sezione esamina le principali caratteristiche dei conti finanziari e non finanziari di famiglie e società non finanziarie. In larga misura, le interazioni tra questi due settori determinano gli andamenti economici generali.

##### 4.1 FAMIGLIE

Come indicato nella tavola 1, i redditi da lavoro dipendente costituiscono la componente più importante (mediamente pari al 74 per cento nel periodo 1999-2004) del reddito disponibile lordo delle famiglie. Il reddito misto dei lavoratori autonomi e il margine operativo lordo delle abitazioni di proprietà rappresentano il 24 per cento e i redditi da capitale il 16. Un'importante componente dei redditi da capitale è costitui-

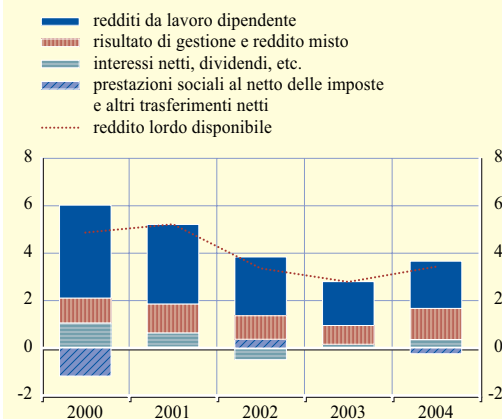
ta dagli interessi attivi sui depositi e i titoli di debito detenuti dalle famiglie, chiaramente più elevati degli interessi passivi sui prestiti: tra il 1999 e il 2004, le entrate nette per interessi sono state mediamente pari al 2 per cento del reddito lordo disponibile. Poiché in tale periodo le imposte dirette e i contributi sociali incassati dalle amministrazioni pubbliche sono stati superiori ai vari trasferimenti alle famiglie, queste transazioni redistributive hanno avuto un effetto netto negativo (-13 per cento, in media) sul reddito lordo disponibile delle famiglie.

Il tasso di crescita annuo del reddito lordo disponibile nominale è aumentato nel 2004, dopo essere notevolmente calato nei tre anni precedenti (cfr. figura 4). L'incremento del 2004 è riconducibile in larga misura al maggior contributo dei redditi misti e del margine operativo lordo, mentre il precedente calo va per lo più ricondotto alla minore dinamica dei redditi dei lavoratori dipendenti. Le transazioni redistributive hanno influito in grado solo limitato sul profilo di crescita del reddito negli anni in esame.

Il reddito lordo disponibile può essere destinato al consumo oppure al risparmio. Quest'ultimo impiego comprende la variazione della ricchezza netta investita dalle famiglie in fondi pensione, che riflette soprattutto i pagamenti a carico

**Figura 4 Reddito lordo disponibile delle famiglie**

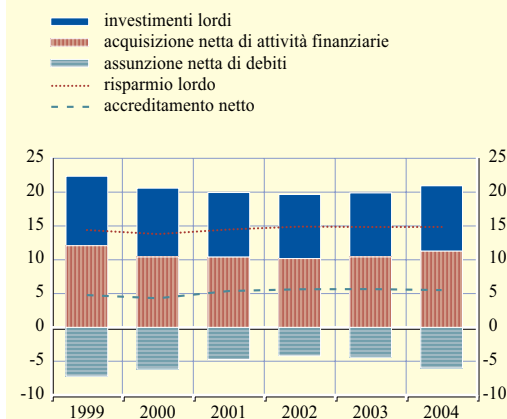
(tasso di crescita annuale e contributi in punti percentuali)



Fonti: BCE e Eurostat.

**Figura 5 Risparmio, investimenti e accreditamento delle famiglie**

(in percentuale del reddito lordo disponibile)



Fonti: BCE e Eurostat.

dei datori di lavoro a tali fondi. Si tratta di una componente relativamente piccola (cfr. tavola 1) che non è ovviamente disponibile per un consumo immediato. Il risparmio lordo delle famiglie dell'area (in percentuale del reddito lordo dispo-

nibile) è diminuito nel 2000, per poi aumentare e mantenersi sostanzialmente stabile a livelli prossimi al 15 per cento nel 2004 (cfr. figura 5). Su tale andamento hanno inciso diversi fattori. Alla fine degli anni novanta, ad esempio, la forte

**Tavola 1 Famiglie: dai redditi primari alle operazioni finanziarie**

(miliardi di euro, salvo diversa specificazione)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	1999-2004 % del PIL <sup>1) 2)</sup>
Redditi da lavoro dipendente	3.128	3.294	3.443	3.559	3.648	3.747	74
(+) Reddito misto lordo e risultato lordo di gestione	1.012	1.056	1.111	1.155	1.191	1.254	24
(+) Redditi da capitale (attivi - passivi)	687	732	760	737	744	762	16
di cui: interessi (attivi - passivi)	126	129	128	108	106	99	2
<b>Redditi primari</b>	<b>4.828</b>	<b>5.082</b>	<b>5.314</b>	<b>5.450</b>	<b>5.583</b>	<b>5.762</b>	<b>113</b>
(-) Imposte correnti sul reddito, sul patrimonio, ecc.	634	672	687	697	700	708	15
(-) Contributi sociali (attivi - passivi)	1.194	1.247	1.289	1.334	1.386	1.428	28
(+) Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura (attivi - passivi)	1.181	1.217	1.271	1.342	1.395	1.438	28
(+) Altri trasferimenti correnti (attivi - passivi)	49	54	58	64	67	64	1
<b>Reddito lordo disponibile</b>	<b>4.230</b>	<b>4.436</b>	<b>4.668</b>	<b>4.824</b>	<b>4.959</b>	<b>5.129</b>	<b>100</b>
(+) Rettifica per variazione dei diritti netti delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	45	46	49	51	56	61	1
(-) Consumi finali effettivi	3.666	3.870	4.040	4.156	4.279	4.428	87
<b>Risparmio lordo</b>	<b>609</b>	<b>612</b>	<b>676</b>	<b>719</b>	<b>736</b>	<b>762</b>	<b>15</b>
(+) Trasferimenti in conto capitale (attivi - passivi)	25	26	18	7	13	16	0
(-) Investimenti lordi	434	451	446	457	469	496	10
(-) Acquisizione meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-2	-4	-3	-4	0	-2	0
<b>Accreditamento (+) / indebitamento (-)</b>	<b>202</b>	<b>191</b>	<b>251</b>	<b>272</b>	<b>281</b>	<b>283</b>	<b>5</b>
(=) operazioni finanziarie attive	511	462	485	491	517	578	11
(-) operazioni finanziarie passive	305	273	221	203	218	308	5
(+) Discrepanza statistica	-4	2	-13	-17	-19	14	0

Fonti: Eurostat e BCE.

1) Quota del reddito disponibile delle famiglie e delle ISSLSF; media 1999-2004.

2) La somma delle componenti può non ricostruire il totale per effetto dell'arrotondamento.

crescita dei redditi da lavoro e le attese di reddito positive possono avere indotto le famiglie ad assorbire il concomitante aumento della fiscalità e delle passività per contributi sociali abbassando il proprio saggio di risparmio. Inoltre, l'aumento della ricchezza finanziaria e non finanziaria nel contesto dell'ascesa dei corsi azionari e dei prezzi delle abitazioni potrebbe avere accresciuto la propensione al consumo delle famiglie e determinato di conseguenza una riduzione del tasso di risparmio. Il ritorno di tale tasso a un livello lievemente superiore nel periodo 2002-04 riflette probabilmente sia la fase protratta di incertezza economica e finanziaria successiva alla fine del boom della "nuova economia" sia i timori connessi alla sostenibilità dei sistemi previdenziali in vari paesi dell'area.

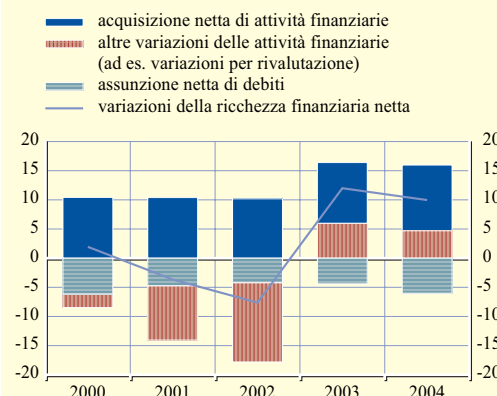
Le famiglie investono i loro risparmi in attività finanziarie o non finanziarie; quest'ultimo tipo di investimenti rispecchia principalmente l'acquisto di nuove abitazioni e gli investimenti fissi delle imprese individuali e di persone. Parte di questi investimenti viene di norma finanziata contraendo debiti sotto forma di prestiti. Attraverso le loro decisioni in materia di risparmio, investimenti in attività e finanziamento, le famiglie trasferiscono nel tempo parte del reddito e distribuiscono pertanto la spesa lungo il loro ciclo di vita. L'assunzione netta di debiti delle famiglie in percentuale del reddito lordo disponibile è scesa tra il 1999 e il 2002, per poi risalire fino a poco oltre il 5 per cento nel 2004. Allo stesso tempo, gli investimenti lordi si sono mantenuti robusti (e mediamente pari al 10 per cento del reddito lordo disponibile) per l'intero periodo, soprattutto a causa dai bassi livelli di interesse sui mutui ipotecari e del previsto aumento ulteriore dei prezzi delle abitazioni. Indebitandosi e accumulando attività finanziarie e non finanziarie, le famiglie possono assorbire le variazioni di reddito attese (ad esempio al momento della pensione) o inattese (ad esempio in caso di perdita del posto di lavoro). Tra il 1999 e il 2004 gli investimenti in attività di questo settore sono stati in media di poco superiori al 20 per cento del reddito lordo disponibile e le attività non finanziarie hanno inciso in misura lievemente inferiore rispetto a quelle finanziarie (cfr. figura 5).

Nel periodo 1999-2004 le famiglie hanno mantenuto un livello di accreditamento netto relativamente stabile e mediamente pari al 5 per cento del reddito lordo disponibile. Negli ultimi anni questa posizione è stata compatibile con un aumento dell'assunzione netta di passività, poiché ai maggiori livelli di indebitamento si è accompagnato un aumento sostanzialmente analogo degli investimenti finanziari netti. Ovviamente, queste tendenze generali nascondono andamenti difformi all'interno del settore.

Dalle informazioni contenute nei conti finanziari si evince come le variazioni della ricchezza finanziaria netta delle famiglie riflettano l'acquisizione netta di attività finanziarie, le variazioni dei prezzi delle attività finanziarie e l'indebitamento al netto dei rimborsi del debito in essere. La figura 6 mostra che tra il 2000 e il 2004 tali variazioni sono per lo più ascrivibili alle oscillazioni dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari (soprattutto azioni e altro capitale di rischio), mentre le acquisizioni nette di attività finanziarie in percentuale del reddito lordo disponibile sono rimaste piuttosto stabili. Risultato interessante rilevare come l'assunzione di nuovi debiti sia diminuita nei momenti di elevata incertezza economica e finanziaria (soprattutto nel 2001 e nel 2002), per poi tornare ad aumentare in un contesto di tassi di interesse bassi.

**Figura 6** Variazione delle attività finanziarie, debito e ricchezza finanziaria netta delle famiglie

(in percentuale del reddito lordo disponibile)



Fonti: BCE e Eurostat.

Per quanto concerne gli investimenti finanziari delle famiglie, il periodo in esame può essere suddiviso in due fasi distinte. Se tra il 1999 e il 2000 questo settore ha effettuato cospicui investimenti in azioni e quote di fondi comuni nel contesto della rapida ascesa dei corsi azionari, dal 2001 ha accresciuto la percentuale rappresentata da moneta e depositi, di riflesso a una generale preferenza per attività sicure e liquide. Gli investimenti in prodotti assicurativi del ramo vita e fondi pensione, per loro natura più stabili, hanno rappresentato quasi il 40 per cento del totale.

Un andamento della posizione di bilancio del settore delle famiglie che ha ricevuto notevole attenzione dalla fine degli anni novanta a causa delle potenziali implicazioni per il processo di trasmissione monetaria è costituito dalla crescita dell'indebitamento. Il comportamento finanziario espansivo delle famiglie e una dinamica dei redditi in parte modesta hanno fatto salire ulteriormente il rapporto aggregato debito/reddito lordo disponibile del settore, a poco più del 90 per cento nel 2004 (dall'82 per cento della fine degli anni novanta) (cfr. figura 7). Nel contempo, anche il rapporto debito/attività finanziarie è cresciuto, dal 27 per cento del 1999 al 32 del 2004. L'incidenza del debito sulle attività totali potrebbe essere aumentata meno poiché, in un contesto di elevati incrementi dei prezzi

delle abitazioni, la ricchezza non finanziaria delle famiglie potrebbe essersi accresciuta più rapidamente di quella finanziaria. Un altro fattore importante nella valutazione dell'aumento del rapporto debito/reddito durante il periodo in esame è costituito dall'andamento degli interessi passivi delle famiglie che, per il calo generale dei tassi di interesse dal 2000, sono diminuiti in percentuale del reddito lordo disponibile nonostante i più elevati livelli di debito in essere.

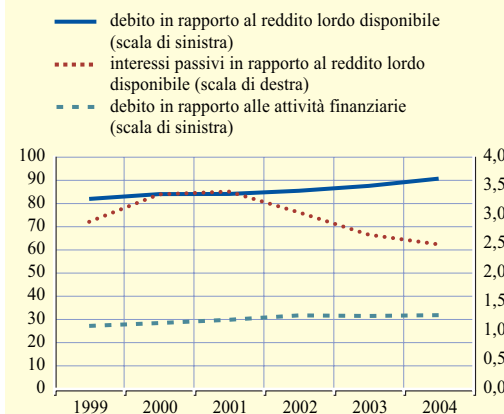
#### 4.2 SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Il reddito imprenditoriale costituisce un indicatore fondamentale per le imprese<sup>8)</sup>. Si tratta di una definizione di reddito comparabile agli utili di esercizio nella contabilità delle imprese (al netto degli esborsi netti per interessi ma al lordo dei pagamenti di dividendi e imposte). La tavola 2 mostra che il reddito imprenditoriale lordo risulta dal valore aggiunto lordo meno i redditi da lavoro dipendente e le imposte sulla produzione e sulle importazioni, più i contributi alla produzione meno gli interessi passivi e le locazioni passive, più i redditi da capitale sulle attività finanziarie detenute dalle società non finanziarie (compresi i dividendi e gli utili non distribuiti degli investimenti diretti esteri).

La crescita del reddito imprenditoriale lordo delle società non finanziarie dell'area dell'euro è aumentata nel 2004, dopo la flessione degli anni precedenti (cfr. figura 8). Tale andamento va ricondotto non soltanto all'evoluzione del valore aggiunto lordo e dei redditi da lavoro dipendente ma anche a quella dei redditi da capitale rivenienti dalle attività finanziarie delle società non finanziarie (soprattutto dividendi sugli investimenti in altre imprese). La minore crescita degli utili nel 2002 e nel 2003 è stata in qualche misura attenuata dalla diminuzione dei pagamenti per interessi in un contesto di tassi di interesse calanti. La perdita di redditività tra il 2000 e il 2003 è sostanzialmente in linea con l'andamento della redditività sulla base di dati societari aggregati ricavati

**Figura 7 Debito delle famiglie**

(punti percentuali)



Fonti: BCE e Eurostat.

8) Il reddito imprenditoriale può essere misurato in termini netti o lordi. Questa seconda misura comprende il consumo degli investimenti fissi (ammortamento).

Tavola 2 Società non finanziarie: dal valore aggiunto al reddito da impresa

(miliardi di euro)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Valore aggiunto lordo</b>	<b>3.247</b>	<b>3.449</b>	<b>3.642</b>	<b>3.751</b>	<b>3.817</b>	<b>3.962</b>
(-) Redditi da lavoro dipendente	1.958	2.074	2.178	2.243	2.289	2.348
(-) Imposte sulla produzione e sulle importazioni	100	103	105	107	108	115
(+) Contributi alla produzione	51	49	50	50	50	51
<b>Risultato lordo di gestione</b>	<b>1.239</b>	<b>1.320</b>	<b>1.410</b>	<b>1.452</b>	<b>1.471</b>	<b>1.549</b>
(+) Redditi da capitale attivi	211	300	331	308	295	315
(-) Interessi passivi	175	235	266	239	222	221
(-) Fitti attivi <sup>1)</sup>	6	7	8	8	9	9
<b>Reddito da impresa lordo</b>	<b>1.270</b>	<b>1.378</b>	<b>1.466</b>	<b>1.513</b>	<b>1.535</b>	<b>1.635</b>
(-) Ammortamenti	489	524	555	577	592	614
<b>Reddito da impresa netto</b>	<b>780</b>	<b>854</b>	<b>912</b>	<b>936</b>	<b>943</b>	<b>1.021</b>

Fonti: Eurostat e BCE.

1) Di terreni e diritti di sfruttamento di giacimenti.

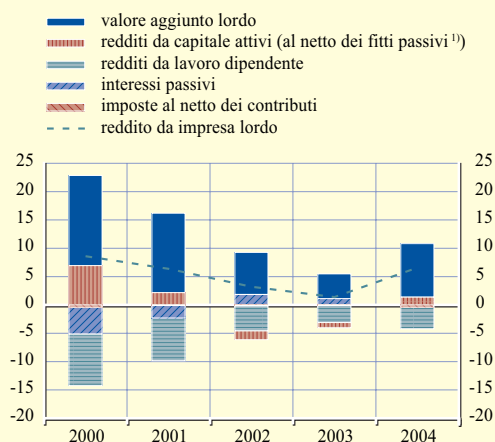
dai bilanci annuali delle società non finanziarie quotate<sup>9)</sup>. In un contesto di condizioni di finanziamento favorevoli, ristrutturazione dei bilanci societari e perdurante moderazione salariale, la crescita dei profitti si è notevolmente intensificata nel 2004 fino a riportarsi su livelli prossimi a quelli del 2000. Inoltre, nonostante l'elevato indice di indebitamento del settore delle società non finanziarie, nel 2004 gli esborsi netti per interessi non hanno frenato la crescita degli utili.

Le società non finanziarie sono tenute al pagamento delle imposte e di altri trasferimenti correnti; il reddito imprenditoriale residuo più i trasferimenti netti di capitale ricevuti possono essere distribuiti ai titolari oppure utilizzati per investimenti in capitale fisso e in attività

9) Cfr. il riquadro 5, *Andamento della redditività e della leva finanziaria delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro*, nel numero di giugno 2006 di questo Bollettino.

Figura 8 Reddito da impresa lordo delle società non finanziarie

(tasso di crescita annuale e contributi in punti percentuali)

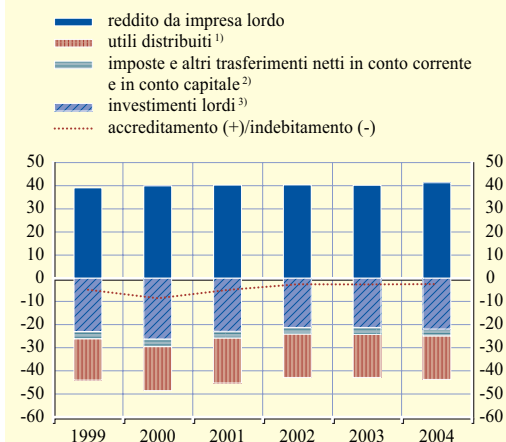


Fonti: BCE e Eurostat.

1) Di terreni e diritti di sfruttamento di giacimenti.

Figura 9 Utili distribuiti e investimenti delle società non finanziarie

(in percentuale del valore aggiunto lordo)



Fonti: BCE e Eurostat.

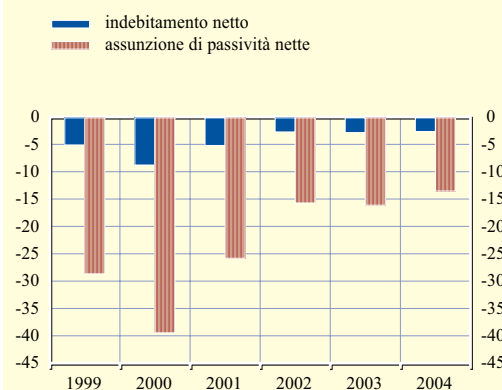
1) Comprensivi degli utili reinvestiti di investimenti diretti all'estero.

2) Comprensivo dell'aggiustamento per la variazione dei diritti netti delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione.

3) Più acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte.

**Figura 10 Indebitamento delle società non finanziarie**

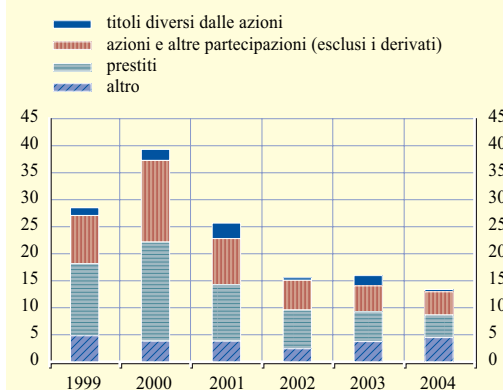
(in percentuale del valore aggiunto lordo)



Fonti: BCE e Eurostat.

**Figura 11 Finanziamento esterno delle società non finanziarie**

(in percentuale del valore aggiunto lordo)



Fonti: BCE e Eurostat.

Nota: la voce "Altro" comprende i diritti netti delle famiglie sulle riserve tecniche di assicurazione-vita e sulle riserve dei fondi pensione.

finanziarie<sup>10)</sup>. Come si evince dalla figura 9, la somma delle imposte e dei trasferimenti netti passivi, dei dividendi passivi e degli investimenti fissi lordi è di norma superiore al reddito imprenditoriale e pertanto le società non finanziarie sono debitori netti. Ciò è apparso particolarmente evidente tra il 1999 e il 2000. Tale periodo è stato inoltre contraddistinto da consistenti acquisizioni nette di attività finanziarie, soprattutto sotto forma di azioni e altro capitale di rischio, di riflesso alle operazioni di fusione e acquisizione<sup>11)</sup>. Di conseguenza, negli stessi anni le assunzioni nette di passività sono state anch'esse piuttosto elevate (cfr. figura 10). La successiva moderazione della crescita economica ha concorso a un cospicuo calo relativo dell'indebitamento delle società non finanziarie. Nel 2004 il reddito imprenditoriale lordo è tornato ad accelerare (cfr. figura 8), ma la concomitante accelerazione degli investimenti fissi lordi (cfr. figura 3) ha determinato una posizione di indebitamento netto sostanzialmente invariata nel confronto con il 2003<sup>12)</sup>.

La variazione netta delle passività delle imprese non finanziarie è suddivisa per tipologia di passività nella figura 11, dalla quale emerge che il minore fabbisogno di finanziamento successivo al boom degli investimenti nel periodo 1999-

2000 ha fatto scendere il finanziamento esterno tramite indebitamento (prestiti ed emissione di titoli di debito) e capitale di rischio.

## 5 CONCLUSIONI

I conti dell'area dell'euro – che consistono in una serie integrata di conti finanziari e non finanziari, comprensiva dei bilanci finanziari, per i settori istituzionali dell'area – sono stati pubblicati per la prima volta nel maggio 2006. Essi forniscono un quadro coerente per l'analisi per settore istituzionale degli andamenti economici e finanziari. Oltre a contenere informazioni complete sulle attività economiche delle famiglie, delle società finanziarie e non

10) Per una recente analisi del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro, si vedano l'articolo *Evoluzione del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2005 di questo Bollettino e i riferimenti bibliografici in esso contenuti.

11) Si vedano il riquadro 4, *L'attività di fusione e acquisizione e la composizione del conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro*, nel numero di agosto 2002 e il riquadro 4, *Evoluzione recente dell'attività di fusione e acquisizione nell'area dell'euro*, nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.

12) Per una recente disamina della crescita degli investimenti nell'area dell'euro nel 2004, cfr. il riquadro 7, *Andamenti recenti degli investimenti per categorie di prodotti*, nel numero di maggio 2005 di questo Bollettino.

Tavola 3 I conti dell'area dell'euro nel 2004: presentazione schematica

(miliardi di euro, a prezzi correnti)

Impieghi							Conti non finanziari	Risorse						
Famiglie e ISSLSF	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie	Società non finanziarie	Totale dell'economia	Resto del mondo	Totale dei settori		Totale dei settori	Resto del mondo	Totale dell'economia	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Famiglie e ISSLSF
<b>CONTO CON L'ESTERO</b>														
							Esportazioni di beni e servizi							
1.490							Importazioni di beni e servizi	1.362						
<b>CONTO DELLA PRODUZIONE</b>														
							Produzione	14.229	14.229		9.539	676	1.342	2.672
992	384	341	5.577	7.294	7.294		Consumi intermedi							
							Imposte sui prodotti al netto dei contributi <sup>1)</sup>	793	793					
1.680	958	335	3.962	7.728	7.728		Valore aggiunto lordo/PIL <sup>2)</sup>							
<b>CONTO DELLA DISTRIBUZIONE DEL REDDITO</b>														
							Valore aggiunto lordo/PIL <sup>2)</sup>	7.728	7.728		3.962	335	958	1.680
394	807	189	2.348	3.739	15	3.754	Redditi da lavoro dipendente	3.754	7	3.747	3.747			
45	18	13	115	1.052	1.052		Imposte sulla produzione e sulle importazioni <sup>1)</sup>	1.052	24	1.028	1.028			
	100			100	37	137	Contributi <sup>1)</sup>	137	137		51	1	4	12
136	243	1.030	977	2.385	245	2.631	Redditi da capitale	2.631	303	2.327	315	1.054	60	898
708	1	44	126	880	4	884	Imposte correnti sul reddito, sul patrimonio, etc.	884	1	882	882			
1.432				1.432	2	1.435	Contributi sociali	1.435	4	1.431	73	144	1.210	4
5	1.287	98	62	1.451	3	1.454	Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.454	11	1.443	1.443			
254	154	184	86	677	33	710	Altri trasferimenti correnti	710	105	606	39	184	65	318
5.129	1.598	160	727	7.613	7.613		Reddito lordo disponibile							
<b>CONTO DI UTILIZZAZIONE DEL REDDITO DISPONIBILE</b>														
							Reddito lordo disponibile	7.613	7.613		727	160	1.598	5.129
4.428	1.576			6.004	6.004		Spesa per consumi finali							
1	0	49	12	62	0	62	Rettifiche per variazione dei diritti netti delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	62	1	61	61			
762	21	111	715	1.608	1.608		Risparmio lordo							
<b>CONTO DEL CAPITALE</b>														
							Risparmio lordo/Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	1.596	-13	1.608	715	111	21	762
38	101	11	10	160	24	184	Trasferimenti in conto capitale	184	8	177	65	4	54	54
496	189	42	868	1.596	1.596		Investimenti lordi							
-2	0	0	1	0	0	0	Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte							
283	-216	61	-99	29	-29	0	Accreditamento/indebitamento netto							

Fonti: BCE e Eurostat.

1) I dati relativi alle imposte sui prodotti (ad es. IVA) e ai contributi sui prodotti non sono disponibili per settore. Pertanto la somma dei settori residenti non coincide con il totale dell'economia.

2) Il prodotto interno lordo equivale al valore aggiunto lordo di tutti i settori domestici più le tasse sui prodotti al netto dei contributi. Pertanto la somma dei settori residenti non coincide con il totale dell'economia.



**Tavola 3 I conti dell'area dell'euro nel 2004: presentazione schematica (cont.)**

(miliardi di euro, a prezzi correnti)

Variazioni delle attività							Conti finanziari <sup>1)</sup>	Variazioni delle passività e attività finanziarie nette						
Famiglie e ISSLSF	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie	Società non finanziarie	Totale dell'economia	Resto del mondo	Totale dei settori		Totale dei settori	Resto del mondo	Totale dell'economia	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Famiglie e ISSLSF
<b>CONTO DELLE OPERAZIONI FINANZIARIE</b>														
							Accreditamento/indebitamento netto (del conto capitale)	0	-29	29	-99	61	-216	283
							Discrepanza statistica	0	0	0	-14	0	0	14
							Accreditamento/indebitamento netto (dei conti finanziari)	0	-29	29	-85	61	-216	269
578	43	3.205	446	4.271	808	5.079	Variazioni totali delle attività/passività	5.079	837	4.242	530	3.144	259	308
		-2		-2	2	0	Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)							
237	17	669	83	1.007	257	1.265	Biglietti, monete e depositi	1.265	144	1.121	0	1.100	21	
63	19	614	-49	647	262	909	Titoli diversi dai derivati	909	224	685	17	435	233	
-3	12	617	85	711	16	726	Prestiti	726	178	548	166	52	15	316
19	-4	340	165	520	255	776	Azioni e altre partecipazioni	776	269	507	171	336		0
246	0	4	7	258	3	261	Riserve tecniche di assicurazioni	261	1	259	13	244		2
15	-1	962	153	1.130	14	1.143	Altri conti (attivi/passivi) e derivati	1.143	21	1.122	164	977	-9	-10
<b>CONTO DELLE ALTRE VARIAZIONI DELLE ATTIVITÀ E DELLE PASSIVITÀ</b>														
							Altre variazioni del patrimonio netto		142	-146	-324	-36	-26	240
241	51	-525	194	-39	75	36	Totale delle variazioni delle attività/passività <sup>2)</sup>	40	-66	106	518	-490	77	0
<b>CONTO PATRIMONIALE DI CHIUSURA</b>														
							Attività (+)/passività (-) finanziarie nette <sup>2)</sup>		1.182	-1.053	-6.701	-49	-4.268	9.965
14.620	2.112	32.121	10.906	59.759	9.691	69.449	Totale attività/passività <sup>2)</sup>	69.321	8.509	60.812	17.607	32.170	6.381	4.655
		129		129		129	Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP) <sup>2)</sup>							
4.863	440	6.969	1.254	13.527	2.501	16.027	Biglietti, monete e depositi	16.027	1.691	14.336	0	14.033	304	
1.482	190	7.310	327	9.308	2.251	11.559	Titoli diversi dai derivati	11.559	1.839	9.719	629	4.360	4.730	
25	347	10.361	1.535	12.268	1.021	13.290	Prestiti	13.290	1.382	11.908	5.357	1.217	1.017	4.317
3.905	698	5.936	5.337	15.876	3.425	19.301	Azioni e altre partecipazioni	19.301	3.065	16.236	9.011	7.220		5
4.040	3	115	118	4.275	112	4.387	Riserve tecniche di assicurazione	4.387	5	4.382	301	4.051		30
304	434	1.302	2.335	4.376	381	4.757	Altri conti (attivi/passivi) e derivati	4.757	526	4.231	2.309	1.289	330	303

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Dati non consolidati.

2) Oro monetario e dei diritti speciali di prelievo (DSP) sono attività finanziarie senza una passività in contropartita.

## ARTICOLI

Conti finanziari  
e non finanziari  
integrati  
per i settori  
istituzionali  
dell'area dell'euro

finanziarie e delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, tali conti rendono anche piena ragione delle interazioni economiche tra l'area e il resto del mondo tramite un apposito conto. La coerenza di queste nuove statistiche costituisce un importante miglioramento che, nel contesto dell'analisi economica e monetaria svolta dalla BCE, consente una più accurata comprensione degli andamenti in materia di produzione, distribuzione del reddito, risparmio, investimenti e comportamento finanziario degli operatori economici in generale e del set-

tore delle famiglie e delle società non finanziarie in particolare.

Dalla primavera del 2007 i conti dell'area dell'euro saranno pubblicati con frequenza anche trimestrale, oltre che annuale. La disponibilità tempestiva di una serie coerente di statistiche finanziarie e non finanziarie consentirà di valutare in modo più dettagliato il meccanismo di trasmissione monetaria, ad esempio offrendo dati coerenti circa gli effetti di reddito e di ricchezza sugli investimenti fissi lordi e i consumi delle famiglie.

# 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 FINANZIARI E NON FINANZIARI</b>	
3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari	S26
3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari	S27
3.3 Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione	S28
3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento	S29
<b>4 MERCATI FINANZIARI</b>	
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S30
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S31
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S33
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S35
4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S37
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario	S39
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato	S40
4.8 Indici del mercato azionario	S41
<b>5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO</b>	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S42
5.2 Produzione e domanda	S45
5.3 Mercato del lavoro	S49

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

<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S50
6.2	Debito	S51
6.3	Variazione del debito	S52
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S53
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	S54
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S55
7.2	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	S60
7.3	Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero	S61
7.4	Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)	S63
7.5	Commercio di beni	S65
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S67
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S68
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S69
9.2	Stati Uniti e Giappone	S70
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	S72
	<b>NOTE TECNICHE</b>	S73
	<b>NOTE GENERALI</b>	S77

---

#### Segni convenzionali nelle tavole

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

# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie <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
2004	10,0	6,3	5,9	-	6,1	10,0	2,11	4,14
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,7	2,18	3,44
2005 4° trim.	10,9	8,5	7,8	-	9,0	14,8	2,34	3,42
2006 1° trim.	10,3	8,6	7,8	-	10,1	16,3	2,61	3,56
2° trim.	9,9	9,2	8,7	-	11,2	16,1	2,90	4,05
3° trim.	.	.	.	-	.	.	3,22	3,97
2006 apr.	9,8	9,3	8,7	8,7	11,4	16,2	2,79	4,01
mag.	10,2	9,1	8,8	8,6	11,4	16,4	2,89	4,06
giu.	9,3	9,1	8,5	8,3	11,0	15,0	2,99	4,07
lug.	7,4	8,2	7,8	8,2	11,1	15,7	3,10	4,10
ago.	7,2	8,4	8,2	.	11,3	.	3,23	3,97
set.	.	.	.	.	.	.	3,34	3,84

### 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
2004	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0	81,5	0,7	8,9
2005	2,2	4,1	2,2	1,4	1,2	81,2	0,8	8,6
2005 4° trim.	2,3	4,4	2,0	1,8	2,0	81,5	0,7	8,4
2006 1° trim.	2,3	5,2	2,2	2,1	3,4	82,2	1,0	8,1
2° trim.	2,5	5,8	2,4	2,6	3,8	83,0	1,2	7,9
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 apr.	2,4	5,5	-	-	1,7	82,4	-	7,9
mag.	2,5	6,1	-	-	5,2	-	-	7,9
giu.	2,5	5,8	-	-	4,4	-	-	7,9
lug.	2,4	6,0	-	-	3,2	83,5	-	7,8
ago.	2,3	5,7	-	-	.	.	-	7,9
set.	1,8	.	-	-	.	.	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	67,3	105,3	-41,2	60,3	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	-10,6	54,1	-156,3	155,4	320,3	103,0	105,2	1,2441
2005 4° trim.	-8,1	4,9	-20,2	-49,1	320,3	100,9	103,1	1,1884
2006 1° trim.	-12,9	-4,6	-14,6	31,2	327,1	101,2	103,5	1,2023
2° trim.	-10,0	5,9	-10,0	110,6	323,8	103,5	105,7	1,2582
3° trim.	.	.	.	.	.	104,3	106,5	1,2743
2006 apr.	-6,8	0,4	-1,9	-5,2	336,8	102,7	105,1	1,2271
mag.	-10,8	0,9	-0,4	49,3	333,2	103,8	106,1	1,2770
giu.	7,6	4,6	-7,7	66,5	323,8	103,9	106,1	1,2650
lug.	2,1	5,1	-8,9	2,1	330,1	104,3	106,6	1,2684
ago.	.	.	.	.	326,4	104,4	106,6	1,2811
set.	.	.	.	.	.	104,2	106,4	1,2727

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

	8 settembre 2006	15 settembre 2006	22 settembre 2006	29 settembre 2006
<b>Oro e crediti in oro</b>	174.917	174.418	174.246	175.373
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	142.404	143.415	142.209	144.627
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	26.266	26.789	27.038	25.615
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	11.875	10.711	10.916	10.740
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	427.001	420.603	431.000	433.514
Operazioni di rifinanziamento principali	306.999	300.499	310.997	313.001
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	120.002	120.002	120.002	120.001
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	102	1	511
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	0	0	1
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	8.377	9.306	9.108	9.195
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	83.885	83.861	83.067	81.559
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	40.049	40.049	40.049	40.021
<b>Altre attività</b>	190.624	193.001	194.897	197.671
<b>Attività totali</b>	<b>1.105.398</b>	<b>1.102.153</b>	<b>1.112.530</b>	<b>1.118.315</b>

#### 2. Passività

	8 settembre 2006	15 settembre 2006	22 settembre 2006	29 settembre 2006
<b>Banconote in circolazione</b>	589.247	587.883	585.919	589.235
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	165.145	168.026	167.068	163.211
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	165.127	167.498	167.024	161.959
Depositi overnight	14	527	32	1.251
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	4	1	12	1
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	121	121	121	121
<b>Certi cati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	65.809	58.636	71.011	74.471
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	16.057	15.671	16.865	15.704
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	128	143	121	105
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	10.681	12.417	12.152	11.570
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.692	5.692	5.692	5.701
<b>Altre passività</b>	66.126	67.007	67.023	69.903
<b>Rivalutazioni</b>	121.984	121.984	121.984	123.721
<b>Capitale e riserve</b>	64.408	64.573	64.574	64.573
<b>Passività totali</b>	<b>1.105.398</b>	<b>1.102.153</b>	<b>1.112.530</b>	<b>1.118.315</b>

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 ri finanziamento principali			Operazioni di ri finanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione		
	Livello 1	Variazione 2	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta		Livello 6	Variazione 7
			Livello 3	Livello 4	Livello 5		
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 <sup>3)</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	-	-	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	-	-	-	-
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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
Operazioni di rifinanziamento principali							
2006 7 giu.	339.282	357	286.000	2,50	2,55	2,57	8
15	350.472	374	292.000	2,75	2,82	2,83	6
21	391.122	395	316.000	2,75	2,82	2,83	7
28	371.979	394	328.500	2,75	2,83	2,84	7
5 lug.	376.624	381	326.000	2,75	2,78	2,81	7
12	367.223	377	321.500	2,75	2,81	2,82	7
19	388.712	399	335.000	2,75	2,81	2,82	6
25	359.208	335	338.000	2,75	2,81	2,82	8
2 ago.	357.627	364	324.000	2,75	2,76	2,79	7
9	359.131	353	318.000	3,00	3,05	3,06	6
15	367.386	349	311.000	3,00	3,05	3,06	8
23	376.014	388	317.500	3,00	3,05	3,06	7
30	323.482	343	310.500	3,00	3,00	3,02	7
6 set.	350.124	346	307.000	3,00	3,04	3,05	7
13	356.118	369	300.500	3,00	3,04	3,04	7
20	346.764	394	311.000	3,00	3,03	3,04	7
27	313.570	354	313.000	3,00	3,00	3,03	6
3 ott.	342.164	342	312.000	3,00	3,02	3,04	8
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2005 28 ott.	51.313	168	30.000	-	2,17	2,19	90
1 dic.	52.369	152	30.000	-	2,40	2,41	84
22 <sup>5)</sup>	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 <sup>5)</sup>	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97
2006 26 gen.	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	91
23 feb.	63.980	164	40.000	-	2,57	2,57	98
30 mar.	56.708	170	40.000	-	2,73	2,75	91
27 apr.	63.596	188	40.000	-	2,76	2,78	91
1 giu.	59.771	161	40.000	-	2,87	2,88	91
29	57.185	167	40.000	-	3,00	3,01	91
27 lug.	54.824	158	40.000	-	3,08	3,09	91
31 ago.	51.079	148	40.000	-	3,20	3,21	91
28 set.	49.801	136	40.000	-	3,30	3,32	84

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 7 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	3.708	6	3.708	2,00	-	-	-	1
12 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	9.605	11	9.605	2,00	-	-	-	1
9 ago.	Raccolta di depositi a tempo determinato	500	1	500	2,00	-	-	-	1
6 set.	Operazione temporanea	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	1
11 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1
5 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	21.240	18	7.500	2,00	-	-	-	1
2006 17 gen.	Operazione temporanea	24.900	28	7.000	-	2,25	2,27	2,28	1
7 feb.	Operazione temporanea	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1
7 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	2.600	3	2.600	2,25	-	-	-	1
11 apr.	Operazione temporanea	47.545	29	26.000	-	2,50	2,55	2,58	1
9 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	15.810	16	11.500	2,50	-	-	-	1
14 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	4.910	8	4.910	2,50	-	-	-	1
11 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	9.000	9	8.500	2,75	-	-	-	1
8 ago.	Raccolta di depositi a tempo determinato	19.860	21	18.000	2,75	-	-	-	1
5 set.	Raccolta di depositi a tempo determinato	13.635	17	11.500	3,00	-	-	-	1

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.
- È stata condotta un'operazione straordinaria basata sulle procedure operative di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) giacché il giorno precedente un'offerta erronea aveva impedito alla BCE di eseguire la propria ORLT per l'intero ammontare.

**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
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3	
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	
2006 1° trim.	14.500,2	7.604,7	550,2	1.825,1	1.241,5	3.278,8	
2006 apr.	14.649,5	7.740,4	563,8	1.833,0	1.231,5	3.280,7	
mag.	14.769,0	7.765,7	583,5	1.843,6	1.264,4	3.311,7	
giu.	14.712,2	7.764,5	550,9	1.877,1	1.174,4	3.345,3	
lug.	14.797,1	7.787,3	553,4	1.891,9	1.192,2	3.372,4	

**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
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 1° trim.	157,7	158,3	0,6	0,0	2,31
2° trim.	162,6	163,3	0,7	0,0	2,57
2006 11 lug.	165,6	166,3	0,8	0,0	2,81
8 ago.	166,5	167,1	0,6	0,0	2,80
5 set.	165,8	166,4	0,6	0,0	3,04
10 ott.	166,3	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità				Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Attività nette dell'Euro-sistema in oro e in valuta estera	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
		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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006 1° trim.	324,7	299,3	104,7	0,1	0,0	0,2	0,1	550,8	53,3	-34,0	158,3	709,2
2006 11 apr.	327,9	290,1	113,7	0,1	0,7	0,3	0,0	556,4	51,6	-35,2	159,5	716,2
9 mag.	337,0	291,3	120,0	0,2	0,0	0,2	0,4	569,1	51,1	-33,5	161,2	730,5
14 giu.	336,9	287,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,1	572,0	45,5	-37,0	163,3	735,4
11 lug.	334,3	316,5	120,0	0,2	0,0	0,6	0,3	578,8	67,0	-42,1	166,3	745,7
8 ago.	327,6	329,7	120,0	0,2	0,0	0,1	0,6	588,2	73,0	-51,5	167,1	755,4
5 set.	327,3	314,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,4	588,7	61,4	-55,6	166,4	755,2

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

# 2

## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

### 2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

(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>1)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale so	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														
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	294,1	14,0	173,8
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° trim.	1.431,3	636,9	20,7	0,6	615,6	188,2	168,0	2,3	18,0	-	15,8	348,9	14,7	226,7
2006 apr.	1.468,7	661,0	20,7	0,6	639,7	189,9	168,6	2,3	19,0	-	16,8	358,9	14,7	227,4
mag.	1.472,2	662,3	20,7	0,6	641,0	194,0	171,4	2,3	20,3	-	16,4	357,2	14,6	227,6
giu.	1.532,1	731,1	20,3	0,6	710,1	192,8	170,3	2,3	20,2	-	16,4	343,7	14,6	233,5
lug.	1.555,1	741,4	20,3	0,6	720,4	197,9	173,6	2,1	22,1	-	16,4	352,6	14,8	232,0
ago. <sup>(p)</sup>	1.529,5	709,0	20,3	0,6	688,0	204,4	179,0	2,2	23,3	-	16,4	348,9	14,8	236,0
IFM escluso l'Eurosistema														
2004	21.355,4	12.825,3	811,9	7.555,6	4.457,8	3.188,1	1.299,9	465,5	1.422,7	72,6	945,5	2.943,4	159,6	1.220,9
2005	23.653,0	13.684,2	826,9	8.287,4	4.569,9	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.007,0	3.671,9	165,7	1.542,6
2006 1° trim.	24.358,8	14.024,2	816,3	8.551,5	4.656,4	3.584,9	1.440,5	573,5	1.570,9	83,6	1.092,3	3.850,0	166,3	1.557,5
2006 apr.	24.698,7	14.222,9	816,8	8.644,1	4.762,1	3.596,4	1.434,6	584,7	1.577,0	82,9	1.151,2	3.889,2	166,5	1.589,7
mag.	24.907,2	14.363,8	806,2	8.707,9	4.849,7	3.603,9	1.407,5	593,0	1.603,4	85,4	1.157,1	3.921,8	166,8	1.608,3
giu.	24.745,6	14.340,8	809,0	8.786,3	4.745,5	3.593,4	1.407,3	600,7	1.585,4	87,5	1.103,7	3.882,7	167,6	1.569,8
lug.	24.883,6	14.440,5	806,1	8.859,3	4.775,1	3.596,5	1.380,5	612,5	1.603,6	86,5	1.106,7	3.955,7	168,2	1.529,5
ago. <sup>(p)</sup>	24.897,9	14.449,5	800,4	8.874,8	4.774,2	3.580,8	1.357,6	609,5	1.613,7	89,6	1.110,5	3.961,1	168,3	1.538,1

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di 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
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006 1° trim.	1.431,3	574,7	405,0	45,0	15,0	345,0	-	0,1	214,5	30,3	206,6
2006 apr.	1.468,7	586,6	425,9	45,8	17,4	362,6	-	0,1	218,3	28,4	209,4
mag.	1.472,2	588,8	427,8	34,8	19,4	373,6	-	0,1	217,2	31,2	207,1
giu.	1.532,1	598,2	487,4	69,3	21,5	396,5	-	0,1	206,2	30,6	209,5
lug.	1.555,1	607,7	490,1	64,7	19,3	406,1	-	0,1	214,0	31,0	212,2
ago. <sup>(p)</sup>	1.529,5	603,9	467,6	63,7	15,0	388,9	-	0,1	211,4	31,7	214,8
IFM escluso l'Eurosistema											
2004	21.355,4	-	11.487,5	137,7	6.640,9	4.709,0	677,4	3.496,9	1.203,1	2.815,0	1.675,6
2005	23.653,0	-	12.214,6	149,2	7.214,2	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.052,7
2006 1° trim.	24.358,8	-	12.419,7	148,1	7.322,1	4.949,5	686,7	3.991,5	1.368,6	3.733,6	2.158,7
2006 apr.	24.698,7	-	12.615,3	136,8	7.430,5	5.048,0	696,0	4.007,5	1.368,6	3.790,1	2.221,2
mag.	24.907,2	-	12.708,7	132,4	7.455,3	5.120,9	707,0	4.060,7	1.373,8	3.812,8	2.244,2
giu.	24.745,6	-	12.737,5	138,6	7.515,9	5.083,0	703,3	4.063,0	1.380,2	3.704,0	2.157,6
lug.	24.883,6	-	12.752,2	129,6	7.518,3	5.104,3	713,7	4.097,3	1.399,7	3.777,5	2.143,2
ago. <sup>(p)</sup>	24.897,9	-	12.725,0	121,2	7.521,6	5.082,2	723,6	4.127,0	1.405,6	3.793,6	2.123,1

Fonte: BCE.

- 1) 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.
- 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.

**2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro**

(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 sso	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>											
2004	15.723,6	8.389,6	833,4	7.556,3	1.907,1	1.439,9	467,2	669,9	3.237,4	173,6	1.345,9
2005	17.892,2	9.135,6	847,5	8.288,1	2.148,5	1.595,0	553,6	708,8	4.008,8	180,4	1.709,9
2006 1° trim.	18.475,2	9.389,1	837,0	8.552,1	2.184,2	1.608,4	575,8	780,1	4.199,0	181,0	1.741,7
2006 apr.	18.704,2	9.482,2	837,5	8.644,7	2.190,2	1.603,2	587,0	831,7	4.248,1	181,2	1.770,9
mag.	18.782,4	9.535,4	826,9	8.708,5	2.174,2	1.578,8	595,4	821,6	4.279,0	181,4	1.790,8
giu.	18.746,1	9.616,3	829,3	8.787,0	2.180,7	1.577,6	603,0	781,7	4.226,4	182,2	1.758,8
lug.	18.850,6	9.686,4	826,5	8.859,9	2.168,7	1.554,1	614,6	787,9	4.308,3	182,9	1.716,5
ago. <sup>(p)</sup>	18.853,7	9.696,2	820,8	8.875,4	2.148,2	1.536,6	611,6	787,0	4.310,0	183,1	1.729,3
<b>Transazioni</b>											
2004	1.269,9	499,7	-6,7	506,4	92,1	58,1	33,9	36,5	437,7	2,7	201,3
2005	1.606,2	711,2	12,8	698,4	152,4	72,8	79,6	48,5	450,6	1,4	242,1
2006 1° trim.	597,8	240,5	-10,4	250,8	54,4	28,6	25,8	65,0	206,4	-0,2	31,7
2006 apr.	280,9	98,1	0,7	97,4	12,4	0,2	12,2	52,2	89,3	0,2	28,8
mag.	90,1	57,0	-10,5	67,4	-8,8	-17,6	8,9	-4,8	49,7	0,3	-3,2
giu.	-32,6	81,9	2,4	79,5	10,2	1,7	8,6	-38,9	-52,4	0,8	-34,2
lug.	98,9	71,3	-3,6	74,9	-10,4	-21,3	10,9	2,8	76,5	0,6	-41,8
ago. <sup>(p)</sup>	9,1	12,4	-5,6	18,1	-22,9	-22,2	-0,7	-3,7	9,8	0,1	13,3

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>1)</sup>	Obbligazioni <sup>2)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
2004	15.723,6	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.051,6	2.842,2	1.842,9	33,6
2005	17.892,2	532,8	173,6	7.228,8	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.258,9	13,6
2006 1° trim.	18.475,2	532,3	193,1	7.337,1	603,1	2.402,7	1.255,1	3.763,9	2.365,3	22,5
2006 apr.	18.704,2	540,3	182,6	7.447,9	613,1	2.411,5	1.250,6	3.818,5	2.430,7	8,9
mag.	18.782,4	543,6	167,2	7.474,8	621,6	2.437,1	1.239,1	3.844,0	2.451,3	3,8
giu.	18.746,1	553,7	207,9	7.537,4	615,8	2.457,6	1.248,0	3.734,6	2.367,2	23,9
lug.	18.850,6	562,7	194,3	7.537,6	627,2	2.471,6	1.278,5	3.808,5	2.355,4	14,9
ago. <sup>(p)</sup>	18.853,7	559,0	184,9	7.536,6	634,0	2.490,2	1.277,1	3.825,3	2.337,9	8,8
<b>Transazioni</b>										
2004	1.269,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,2	49,6	276,9	232,1	37,8
2005	1.606,2	64,4	10,8	501,1	-3,0	213,6	88,2	445,0	337,1	-51,0
2006 1° trim.	597,8	-0,5	19,6	103,0	9,0	77,1	27,0	241,4	87,7	33,6
2006 apr.	280,9	8,1	-10,5	116,0	10,1	18,3	-5,1	95,9	51,9	-3,8
mag.	90,1	3,3	-15,4	29,2	9,9	34,6	-2,7	31,0	-1,2	1,4
giu.	-32,6	10,1	40,7	61,2	-5,9	10,9	15,7	-120,1	-62,9	17,6
lug.	98,9	9,0	-12,7	1,8	13,2	17,6	21,1	77,3	-19,5	-8,9
ago. <sup>(p)</sup>	9,1	-3,7	-9,4	-0,4	6,7	23,1	-4,6	22,6	-21,2	-4,0

Fonte: BCE.

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

2) 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

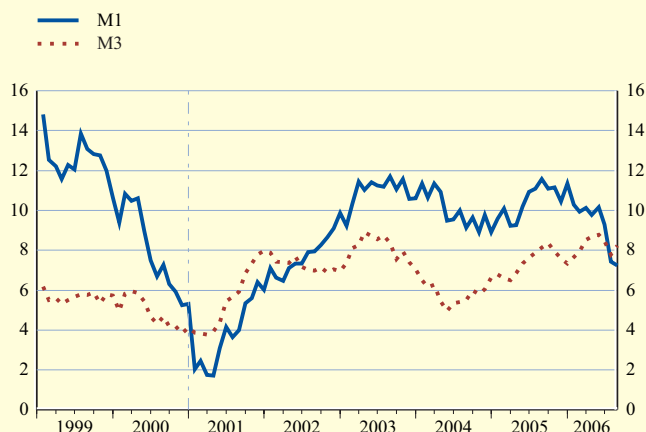
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero <sup>2)</sup>
	M1	M2-M1	M2	M3-M2	Prestiti						
	1	2	3	4					5	6	
Consistenze											
2004	2.908,7	2.660,5	5.569,2	964,6	6.533,8	-	4.465,3	2.294,6	8.690,1	7.548,8	385,9
2005	3.423,4	2.651,0	6.074,4	993,7	7.068,1	-	5.005,4	2.468,0	9.548,5	8.281,4	455,7
2006 1° trim.	3.496,6	2.723,0	6.219,6	1.007,7	7.227,3	-	5.141,3	2.439,1	9.905,0	8.561,6	442,0
2006 apr.	3.507,6	2.763,2	6.270,8	1.013,6	7.284,5	-	5.168,9	2.430,1	10.030,3	8.643,3	446,4
mag.	3.549,0	2.744,2	6.293,2	1.035,2	7.328,4	-	5.185,8	2.388,4	10.088,8	8.703,8	460,4
giu.	3.565,4	2.779,8	6.345,1	1.032,3	7.377,4	-	5.226,7	2.395,6	10.137,7	8.757,5	488,4
lug.	3.546,1	2.806,3	6.352,4	1.037,9	7.390,3	-	5.285,7	2.374,1	10.249,3	8.836,3	501,7
ago. (p)	3.571,3	2.837,2	6.408,4	1.060,7	7.469,2	-	5.300,7	2.364,8	10.329,2	8.908,6	479,4
Transazioni											
2004	238,6	110,7	349,3	57,7	407,0	-	341,7	54,5	576,4	506,1	166,0
2005	338,6	138,8	477,5	6,5	484,0	-	399,8	90,1	828,4	699,4	7,4
2006 1° trim.	74,9	74,5	149,4	29,1	178,5	-	102,5	-13,6	340,5	267,0	-20,6
2006 apr.	12,8	42,6	55,4	5,7	61,1	-	37,9	-3,4	131,7	86,5	3,3
mag.	42,5	-17,3	25,1	25,4	50,5	-	32,0	-35,0	67,8	64,2	27,2
giu.	16,0	35,0	51,0	-4,3	46,7	-	38,9	10,0	51,7	54,7	38,9
lug.	-19,2	26,6	7,4	12,2	19,6	-	49,8	-20,1	109,4	80,8	4,5
ago. (p)	25,0	31,4	56,4	23,1	79,5	-	16,2	-14,0	81,9	74,9	-20,0
Variazioni percentuali											
2004 dic.	8,9	4,3	6,7	6,4	6,6	6,5	8,2	2,4	7,1	7,2	166,0
2005 dic.	11,4	5,4	8,5	0,7	7,3	7,5	8,8	3,9	9,5	9,2	7,4
2006 mar.	10,1	7,8	9,0	5,6	8,5	8,4	8,7	1,9	11,5	10,9	-7,0
2006 apr.	9,8	8,9	9,3	5,1	8,7	8,7	8,8	1,2	11,8	11,4	-17,4
mag.	10,2	8,0	9,1	6,7	8,8	8,6	8,9	0,3	11,8	11,4	44,2
giu.	9,3	8,8	9,1	4,9	8,5	8,3	8,1	0,1	11,5	11,0	10,1
lug.	7,4	9,2	8,2	5,3	7,8	8,2	8,8	-0,9	11,8	11,1	9,6
ago. (p)	7,2	9,8	8,4	7,3	8,2	.	8,4	-1,7	11,9	11,3	-5,2

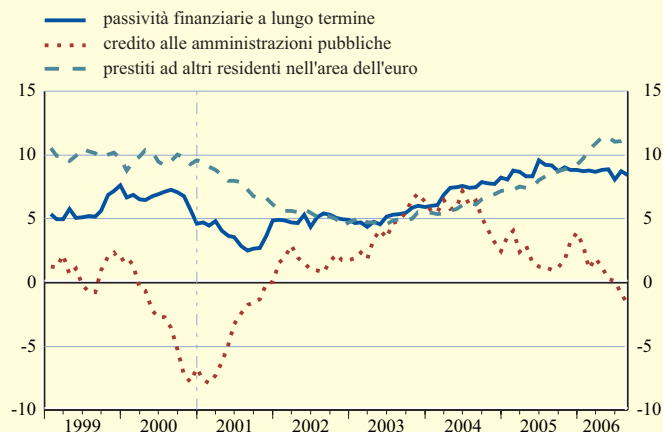
### F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle Amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle Amministrazioni centrali (M1, M2, M3: cfr. Glossario).
- 2) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

## 2.3 Statistiche monetarie

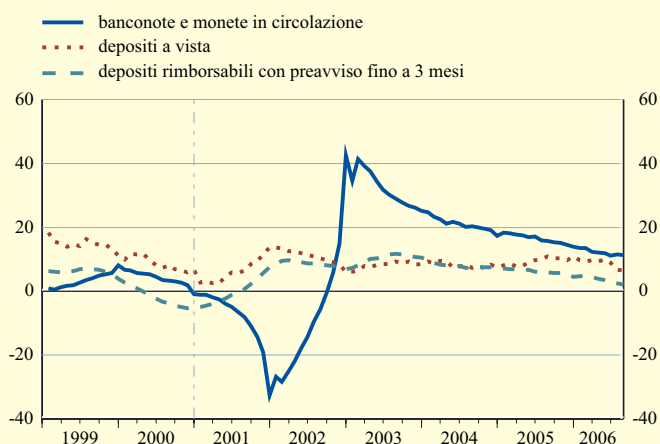
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita no a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso no a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza no 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											
2004	456,4	2.452,3	1.024,5	1.636,0	242,3	620,0	102,3	1.964,8	90,2	1.359,5	1.050,8
2005	520,4	2.903,0	1.107,9	1.543,1	236,6	630,8	126,2	2.203,9	87,0	1.514,9	1.199,6
2006 1° trim.	535,5	2.961,1	1.159,3	1.563,7	240,9	603,5	163,3	2.239,7	88,4	1.559,3	1.253,8
2006 apr.	540,6	2.967,1	1.199,2	1.564,0	243,8	605,6	164,2	2.248,2	89,2	1.575,7	1.255,7
mag.	544,6	3.004,3	1.174,6	1.569,6	248,0	613,3	174,0	2.258,7	90,7	1.590,4	1.245,9
giu.	547,8	3.017,6	1.216,0	1.563,8	249,1	618,3	164,9	2.289,6	92,1	1.600,6	1.244,4
lug.	552,3	2.993,8	1.243,1	1.563,2	252,5	623,2	162,2	2.304,3	93,7	1.610,8	1.276,9
ago. <sup>(p)</sup>	558,7	3.012,6	1.270,5	1.566,7	255,3	625,5	179,9	2.313,1	95,7	1.616,4	1.275,5
Transazioni											
2004	67,7	170,9	-2,2	112,9	24,5	21,9	11,3	185,9	-0,9	107,1	49,6
2005	64,0	274,7	69,3	69,5	-6,7	-3,2	16,4	199,2	-4,3	116,9	88,0
2006 1° trim.	15,2	59,8	53,8	20,7	4,3	-5,6	30,3	39,7	1,4	34,9	26,6
2006 apr.	5,0	7,8	42,1	0,5	3,0	2,2	0,5	18,4	0,8	17,4	1,3
mag.	4,1	38,4	-23,0	5,7	3,4	9,1	12,8	16,5	1,5	14,9	-1,0
giu.	3,1	12,9	40,9	-5,9	1,1	4,9	-10,3	22,5	1,4	9,7	5,3
lug.	4,5	-23,8	27,2	-0,6	4,8	6,7	0,7	14,9	1,6	10,3	23,1
ago. <sup>(p)</sup>	6,4	18,7	27,9	3,5	2,8	2,2	18,0	13,0	2,0	5,7	-4,5
Variazioni percentuali											
2004 dic.	17,4	7,5	-0,2	7,4	11,3	3,7	12,3	10,3	-1,0	8,6	4,9
2005 dic.	14,0	10,9	6,6	4,4	-2,8	-0,5	15,7	10,0	-4,7	8,5	8,1
2006 mar.	12,4	9,8	12,7	4,4	3,8	-0,5	43,8	8,7	-3,2	9,1	9,1
2006 apr.	12,2	9,4	16,0	3,9	10,4	-1,1	26,6	8,7	-2,4	9,7	8,9
mag.	11,9	9,9	14,6	3,6	6,8	-0,7	45,6	8,6	-0,5	10,5	8,2
giu.	11,1	9,0	17,3	3,0	2,8	0,6	30,3	8,1	1,6	9,0	7,5
lug.	11,5	6,7	19,0	2,5	4,7	0,7	30,1	8,5	4,0	9,2	9,0
ago. <sup>(p)</sup>	11,4	6,5	21,0	2,2	5,2	1,1	42,3	8,1	7,1	9,3	8,1

### F3 Componenti degli aggregati monetari

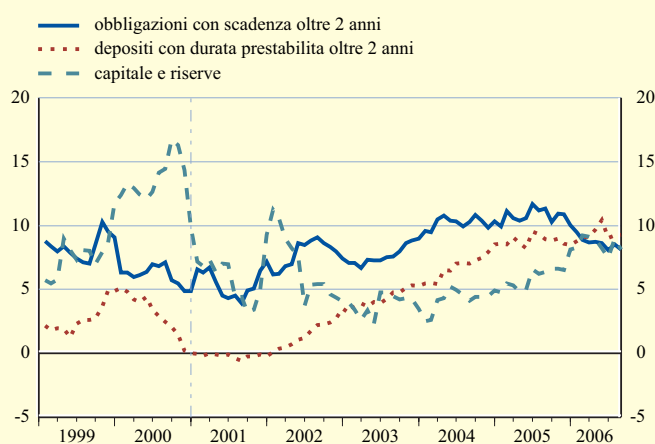
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

### F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

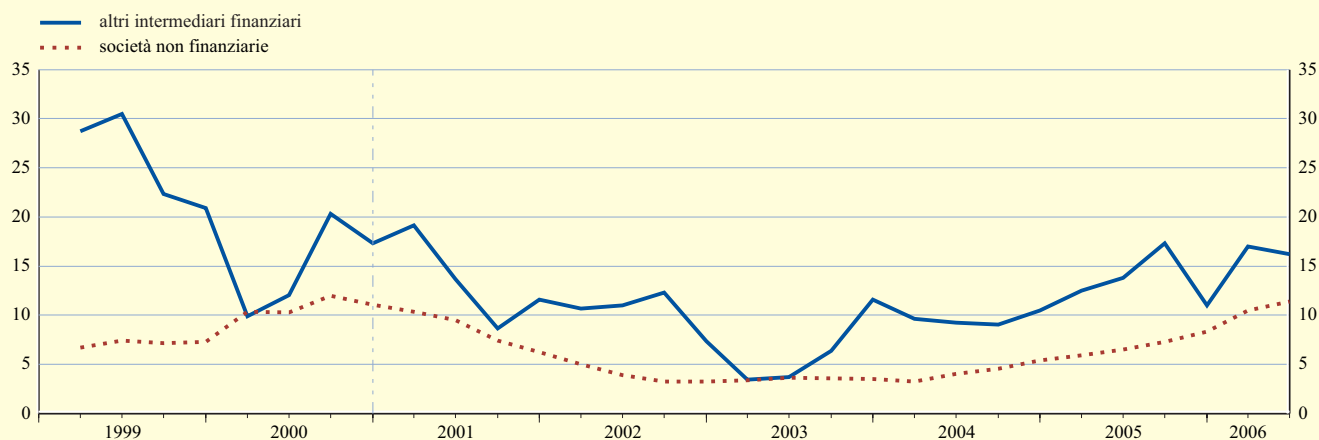
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>3)</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								
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,2	973,8	547,3	1.631,2
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,8	594,0	1.777,2
2006 1° trim.	81,9	57,1	661,9	412,0	3.525,1	1.060,9	626,7	1.837,5
2006 apr.	88,1	62,9	677,2	428,5	3.567,8	1.080,6	634,3	1.852,9
mag.	86,9	61,7	682,5	433,9	3.595,4	1.078,1	644,4	1.873,0
giu.	84,6	59,3	673,7	420,0	3.642,5	1.099,2	653,3	1.890,0
lug.	89,8	64,0	667,0	407,9	3.686,4	1.110,9	670,2	1.905,3
ago. <sup>(p)</sup>	86,4	60,8	678,9	416,0	3.680,2	1.085,1	672,8	1.922,3
Transazioni								
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	163,9	24,5	31,1	108,2
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	57,0	54,3	151,5
2006 1° trim.	17,1	15,6	46,6	45,2	108,9	26,9	35,8	46,1
2006 apr.	6,2	5,9	17,0	17,7	45,4	20,5	8,6	16,2
mag.	-1,1	-1,2	5,8	5,5	30,2	-1,6	10,9	20,9
giu.	-2,3	-2,4	-9,1	-14,1	47,7	21,1	9,2	17,4
lug.	5,2	4,7	-4,8	-9,5	42,5	12,0	16,0	14,5
ago. <sup>(p)</sup>	-3,4	-3,1	12,0	8,2	-4,7	-25,6	3,4	17,5
Variazioni percentuali								
2004 dic.	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,6	6,0	7,0
2005 dic.	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 mar.	40,3	44,1	17,0	16,8	10,5	7,7	14,9	10,6
2006 apr.	47,6	54,5	20,7	24,0	10,9	8,8	15,1	10,8
mag.	39,8	44,2	19,8	23,1	11,3	8,6	16,2	11,2
giu.	32,4	35,6	16,2	16,7	11,4	8,1	17,8	11,3
lug.	40,7	48,4	15,6	16,6	11,8	9,3	18,8	11,0
ago. <sup>(p)</sup>	33,8	42,9	19,3	22,0	12,0	9,1	19,9	11,2

### F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) 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.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.



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

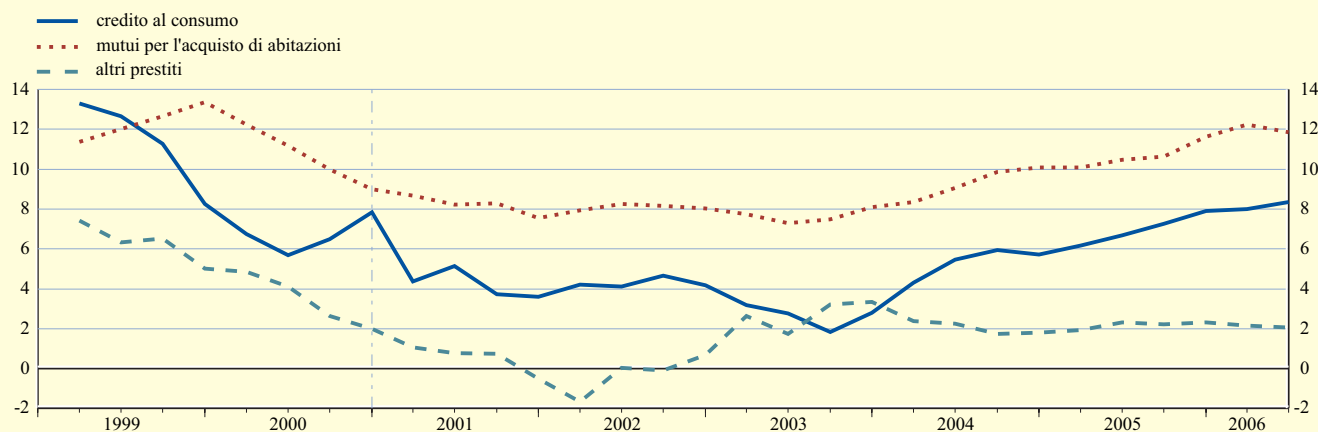
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 2. Prestiti alle famiglie <sup>2),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													
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,1	99,2	458,2
2005	4.193,3	554,1	129,2	200,7	224,2	2.917,6	15,2	67,5	2.834,9	721,6	147,3	99,9	474,4
2006 1° trim.	4.282,5	557,1	126,2	200,9	230,0	3.006,3	15,1	67,9	2.923,3	719,1	146,4	98,1	474,5
2006 apr.	4.311,0	561,5	127,0	202,5	232,0	3.029,5	15,0	67,7	2.946,8	720,0	146,0	97,7	476,3
mag.	4.343,0	568,9	129,1	204,8	235,0	3.053,2	15,1	68,5	2.969,7	720,9	144,6	97,6	478,7
giu.	4.385,6	575,7	129,8	207,1	238,7	3.081,6	15,5	69,1	2.997,0	728,3	150,7	97,6	480,0
lug.	4.416,1	579,3	130,5	207,7	241,1	3.110,6	15,5	69,5	3.025,6	726,2	146,9	97,7	481,6
ago. <sup>(p)</sup>	4.429,3	579,8	129,4	207,2	243,1	3.124,8	15,5	69,5	3.039,8	724,7	145,5	97,8	481,5
Transazioni													
2004	277,4	27,7	6,4	8,4	12,9	237,4	0,8	2,7	233,9	12,3	-0,9	2,0	11,1
2005	359,8	40,7	9,1	11,6	20,0	302,9	0,8	4,8	297,3	16,2	3,9	1,3	11,1
2006 1° trim.	78,3	5,2	-2,2	1,2	6,2	71,8	0,0	0,4	71,4	1,2	-0,2	0,4	1,1
2006 apr.	29,0	4,6	0,8	1,3	2,4	23,4	-0,2	0,0	23,6	1,0	-0,3	-0,5	1,8
mag.	32,6	7,5	2,1	2,3	3,0	23,6	0,0	0,4	23,1	1,5	-1,4	0,4	2,5
giu.	43,2	6,8	0,8	2,2	3,7	28,5	0,4	0,6	27,5	7,9	6,1	0,1	1,6
lug.	32,0	4,1	0,8	0,7	2,7	29,4	0,0	0,4	29,0	-1,5	-3,8	0,2	2,1
ago. <sup>(p)</sup>	14,1	0,4	-0,8	-0,5	1,7	14,3	0,0	0,0	14,3	-0,6	-1,4	0,2	0,7
Variazioni percentuali													
2004 dic.	7,9	5,7	5,8	4,6	6,7	10,1	5,3	4,4	10,3	1,8	-0,6	2,1	2,5
2005 dic.	9,4	7,9	7,6	6,1	9,7	11,6	5,6	7,5	11,8	2,3	2,7	1,3	2,4
2006 mar.	9,8	8,0	6,0	5,8	11,1	12,2	7,3	6,0	12,4	2,2	1,6	2,1	2,4
2006 apr.	9,8	8,0	6,9	5,6	10,8	12,2	6,0	7,2	12,3	2,2	2,7	1,4	2,3
mag.	9,8	8,4	7,4	5,7	11,5	12,1	6,5	7,5	12,2	2,0	1,7	1,0	2,3
giu.	9,6	8,3	5,6	5,6	12,5	11,8	5,6	6,7	12,0	2,1	0,8	1,7	2,5
lug.	9,4	8,6	7,8	4,9	12,5	11,4	5,3	6,5	11,6	2,3	1,4	1,6	2,7
ago. <sup>(p)</sup>	9,2	8,3	6,2	4,8	12,6	11,1	6,8	6,0	11,2	2,2	1,4	1,7	2,6

## F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) 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.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

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

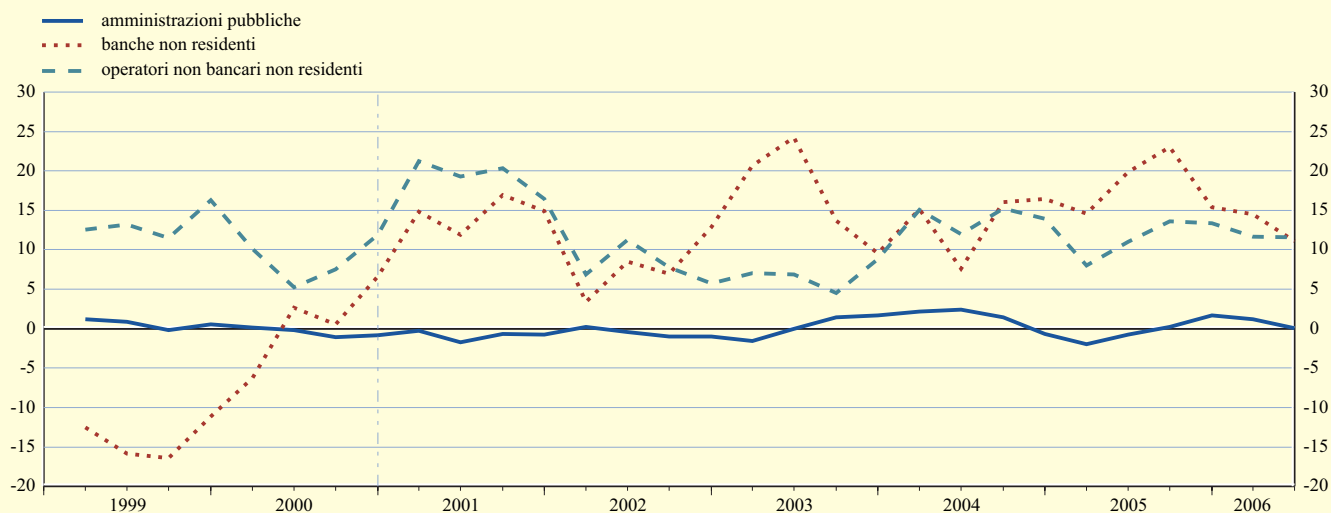
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 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>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.483,6	1.722,0	761,6	66,0	695,6
2006 1° trim.	816,3	118,5	240,9	427,7	29,2	2.593,1	1.821,5	771,7	62,9	708,8
2° trim. <sup>(p)</sup>	809,0	107,1	234,5	438,2	29,2	2.619,8	1.849,3	770,5	62,9	707,7
Transazioni										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,7	209,3	87,6	4,7	82,9
2006 1° trim.	-10,4	-6,3	-5,9	1,9	-0,1	131,2	111,6	19,6	-3,0	22,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	-7,1	-11,2	-6,4	10,5	0,1	57,4	43,4	14,0	0,0	14,0
Variazioni percentuali										
2004 dic.	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,4	13,4	7,7	14,0
2006 mar. <sup>(p)</sup>	1,2	-8,0	-3,9	5,8	29,5	13,6	14,5	11,7	1,7	12,7
giu. <sup>(p)</sup>	0,0	-13,5	-6,3	7,9	2,4	11,3	11,1	11,6	1,5	12,5

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) 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)</sup>

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

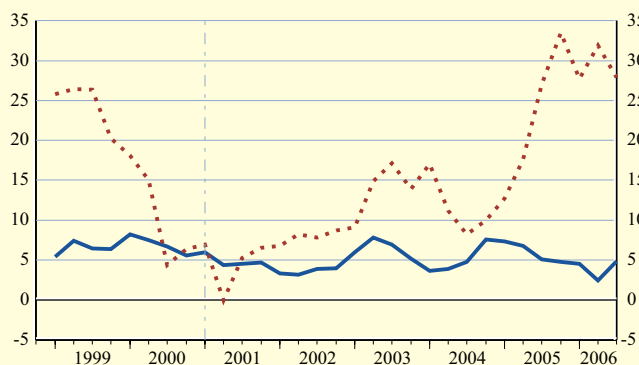
### 1. Depositi degli intermediari finanziari<sup>2)</sup>

	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>														
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	882,8	233,9	185,0	332,2	10,5	0,1	121,1
2006 1° trim.	613,0	65,6	50,4	474,8	1,1	1,4	19,7	989,2	271,5	195,1	376,3	11,0	0,1	135,2
2006 apr. mag.	628,3	67,9	50,4	479,5	1,1	1,4	28,0	1.036,9	275,4	221,3	387,2	10,5	0,1	142,5
giu.	621,1	66,2	45,9	481,1	1,1	1,4	25,6	1.036,8	273,6	206,7	397,4	11,7	0,2	147,2
lug.	625,4	68,3	47,9	484,7	1,0	1,4	22,1	1.051,1	279,6	213,3	407,0	10,8	0,2	140,2
ago. <sup>(p)</sup>	633,1	65,4	51,9	488,6	1,0	1,4	24,9	1.037,5	263,5	213,0	415,4	9,9	0,2	135,4
	636,6	61,6	52,0	491,9	1,0	1,4	28,7	1.037,8	257,6	215,1	416,1	9,4	0,2	139,4
<b>Transazioni</b>														
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,1	0,9	5,8	43,6	4,1	0,0	17,7
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	181,4	40,1	37,3	102,2	1,5	0,0	0,4
2006 1° trim.	0,6	-2,0	-1,4	5,0	-0,1	0,0	-0,8	98,2	38,3	10,7	34,4	0,5	0,0	14,2
2006 apr. mag.	15,5	2,3	0,1	4,8	0,0	0,0	8,3	50,0	4,6	26,9	11,6	-0,5	0,0	7,3
giu.	-7,0	-1,6	-4,5	1,5	0,0	0,0	-2,5	-0,7	-1,4	-14,9	10,3	1,2	0,1	4,0
lug.	4,2	2,1	2,0	3,6	0,0	0,0	-3,4	13,9	5,8	6,5	9,3	-0,8	0,0	-7,0
ago. <sup>(p)</sup>	7,7	-3,0	4,0	3,9	0,0	0,0	2,8	-12,2	-16,0	-0,3	8,5	-1,0	0,0	-3,4
	3,5	-3,7	0,1	3,3	0,0	0,0	3,8	0,1	-6,4	2,1	0,8	-0,4	0,0	4,1
<b>Variazioni percentuali</b>														
2004 dic.	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,3	67,6	-	17,1
2005 dic.	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	27,8	22,2	25,0	50,6	14,3	-	0,4
2006 mar.	2,4	-1,7	2,2	3,1	11,3	0,9	-0,3	31,9	20,7	41,8	53,2	6,1	-	4,7
2006 apr. mag.	4,0	1,8	-1,9	3,6	12,5	0,7	32,8	36,3	25,0	50,6	53,8	-10,8	-	11,6
giu.	3,0	0,3	-9,7	4,1	-9,7	1,1	17,4	31,9	20,3	40,1	55,0	4,3	-	4,5
lug.	4,9	11,4	-1,7	4,6	-8,9	0,8	7,5	27,9	18,8	43,5	43,4	-1,8	-	-1,8
ago. <sup>(p)</sup>	4,7	1,3	-0,9	5,1	-7,1	-0,7	24,0	25,0	13,5	37,1	43,2	-14,4	-	-3,5
	5,2	4,0	1,3	5,5	-8,2	-3,5	13,2	25,2	14,0	36,7	43,3	-16,1	-	-2,5

### F8 Depositi totali per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

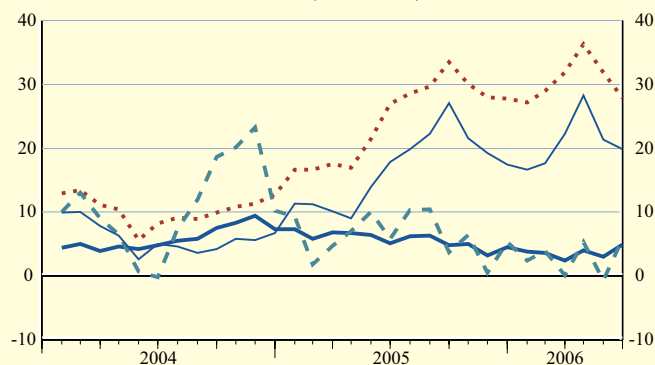
- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ... altri intermediari finanziari (totale)



### F9 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

2) 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.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

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

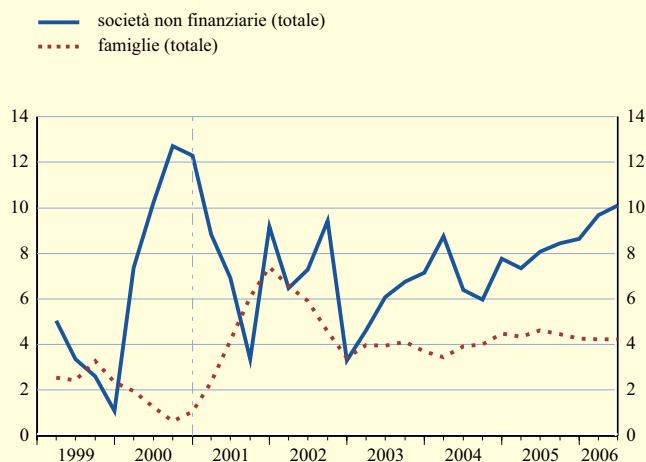
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie <sup>2)</sup>

	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														
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005	1.211,8	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,3	1.354,6	84,5	52,8
2006 1° trim.	1.199,7	745,5	313,0	71,9	46,4	1,2	21,6	4.356,2	1.673,8	549,3	623,2	1.368,4	86,3	55,1
2006 apr.	1.212,0	751,3	319,8	72,5	45,6	1,3	21,4	4.385,2	1.703,9	552,7	620,7	1.367,2	86,5	54,1
mag.	1.230,2	772,4	314,2	72,7	45,3	1,4	24,3	4.390,6	1.702,1	560,5	618,6	1.365,1	87,7	56,6
giu.	1.237,0	783,4	313,5	73,0	43,5	1,2	22,4	4.423,2	1.725,6	569,3	616,3	1.364,5	89,0	58,5
lug.	1.231,1	775,2	316,2	72,3	42,7	1,3	23,5	4.435,2	1.718,5	587,3	613,7	1.362,6	90,1	63,0
ago. <sup>4)</sup>	1.242,1	770,0	330,8	71,4	42,9	1,3	25,7	4.422,1	1.686,9	602,8	612,9	1.360,9	91,7	66,9
Transazioni														
2004	80,8	48,5	17,1	6,6	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,7
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 1° trim.	-10,4	-23,0	8,9	4,8	2,0	0,0	-3,1	14,0	-11,9	16,0	-8,0	13,8	1,8	2,3
2006 apr.	14,2	6,6	7,7	0,8	-0,8	0,1	-0,2	30,0	30,3	4,0	-2,5	-1,1	0,2	-1,0
mag.	20,2	21,6	-4,3	0,3	-0,3	0,0	2,9	6,1	-1,6	8,2	-2,1	-2,1	1,2	2,5
giu.	6,1	10,9	-0,9	0,0	-1,9	-0,1	-1,9	32,5	23,4	8,7	-2,3	-0,6	1,3	1,9
lug.	-5,8	-8,2	2,8	-0,7	-0,8	0,0	1,1	12,1	-7,0	18,0	-2,6	-1,9	1,1	4,5
ago. <sup>4)</sup>	11,4	-5,0	14,8	-0,8	0,3	0,0	2,2	-12,8	-31,6	15,8	-0,8	-1,6	1,6	3,9
Variazioni percentuali														
2004 dic.	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 dic.	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,2	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 mar.	9,7	9,8	11,5	6,6	14,2	-27,6	-9,8	4,2	7,4	6,6	-1,7	3,2	-2,7	7,6
2006 apr.	10,4	10,2	12,4	12,4	10,4	-20,0	-9,9	4,2	7,4	7,1	-2,2	2,9	-1,9	6,6
mag.	11,5	11,4	12,1	13,1	8,0	-20,7	10,9	4,2	6,9	9,0	-2,0	2,4	-0,1	8,7
giu.	10,1	8,9	15,5	8,1	4,4	-19,5	2,8	4,2	6,0	11,5	-2,4	2,2	2,0	14,9
lug.	9,4	8,1	14,5	8,6	1,1	-5,6	10,1	4,0	4,6	14,5	-2,7	1,8	4,3	17,5
ago. <sup>4)</sup>	9,9	7,9	16,3	7,5	2,7	1,9	13,6	4,4	4,8	17,0	-2,9	1,4	7,3	22,9

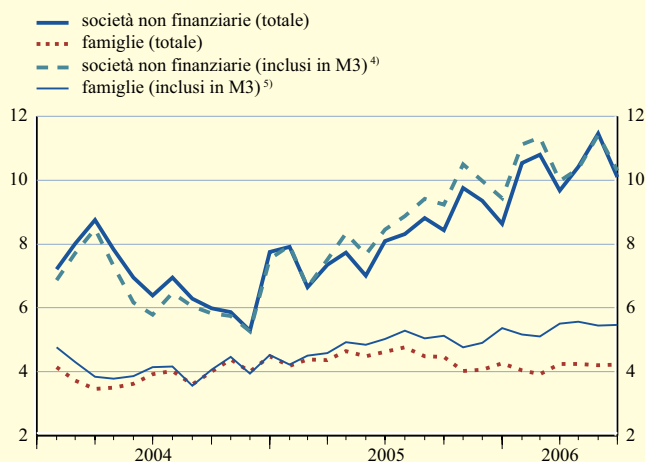
### F10 Depositi totali per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



### F11 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) 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.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

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

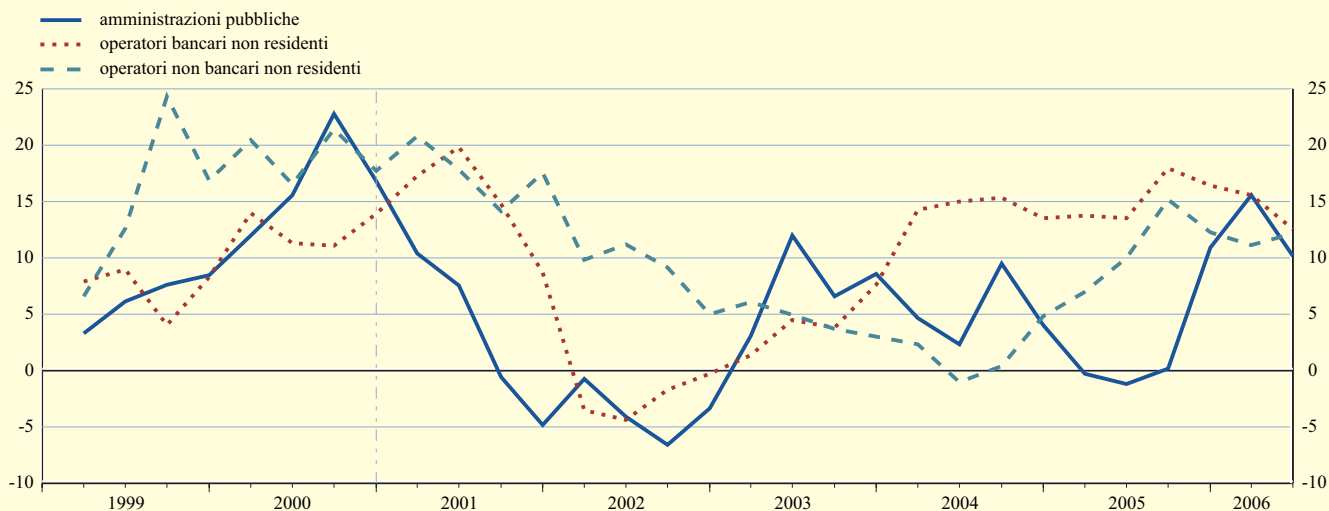
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

**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>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006 1° trim.	312,1	148,1	38,1	77,0	48,9	3.241,8	2.410,3	831,5	128,2	703,3
2° trim. <sup>(p)</sup>	317,8	138,6	39,6	82,5	57,0	3.205,4	2.379,8	825,6	127,7	698,0
<b>Transazioni</b>										
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,9	32,0	6,9	25,0
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	378,1	292,8	85,3	22,4	63,0
2006 1° trim.	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	211,3	171,8	39,5	2,4	37,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	5,7	-9,5	1,6	5,5	8,1	-4,7	-11,3	6,7	-0,5	7,2
<b>Variazioni percentuali</b>										
2004 dic.	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,7	15,3	16,4	12,3	21,6	10,6
2006 mar.	15,6	17,0	14,1	14,3	14,6	14,4	15,6	11,1	21,6	9,3
giu. <sup>(p)</sup>	10,2	2,4	13,1	18,6	17,8	12,5	12,6	12,2	7,7	13,0

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) 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.

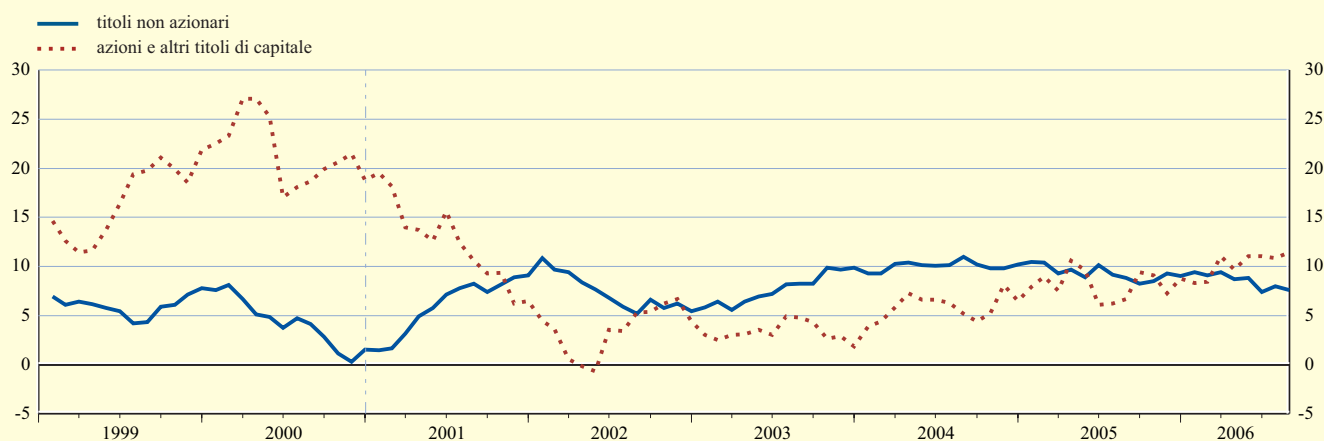
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1)</sup>

(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>												
2004	3.939,9	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,2	16,3	751,8	1.161,2	285,4	660,1	215,7
2005	4.436,2	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	937,7	1.256,4	308,5	698,4	249,4
2006 1° trim.	4.568,5	1.501,6	69,3	1.423,8	16,6	544,9	28,6	983,6	1.364,4	323,6	768,7	272,1
2006 apr.	4.583,1	1.506,1	70,9	1.418,0	16,6	555,1	29,6	986,7	1.421,5	331,9	819,3	270,3
mag.	4.598,8	1.535,0	68,4	1.391,1	16,4	564,4	28,7	994,9	1.425,6	347,5	809,6	268,5
giu.	4.591,0	1.519,7	65,7	1.390,1	17,2	573,3	27,4	997,6	1.367,6	334,0	769,8	263,9
lug.	4.623,8	1.534,0	69,6	1.363,3	17,1	584,2	28,3	1.027,3	1.371,7	330,8	775,9	265,0
ago. <sup>(p)</sup>	4.618,6	1.545,5	68,2	1.340,3	17,3	580,6	28,9	1.037,8	1.381,7	335,5	775,0	271,2
<b>Transazioni</b>												
2004	368,4	148,0	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,3	69,7	2,3	36,4	30,9
2005	358,1	85,7	2,0	48,9	-0,9	71,6	7,6	143,2	101,3	26,9	48,7	25,8
2006 1° trim.	171,9	59,1	3,6	23,5	0,2	22,2	3,4	59,9	91,1	10,7	64,3	16,1
2006 apr.	35,7	5,1	2,7	-1,7	0,3	10,5	1,6	17,1	57,8	8,2	51,2	-1,6
mag.	25,1	25,9	-1,9	-20,2	0,0	9,4	-0,5	12,4	12,2	16,6	-4,8	0,4
giu.	-7,1	-15,7	-3,0	1,3	0,7	9,9	-1,3	1,1	-56,2	-11,9	-38,9	-5,4
lug.	34,4	13,3	3,8	-24,0	-0,1	10,3	0,8	30,2	-1,7	-3,8	2,8	-0,8
ago. <sup>(p)</sup>	-8,1	10,6	-1,3	-27,1	0,2	-1,4	0,7	10,2	5,5	4,3	-3,6	4,8
<b>Variazioni percentuali</b>												
2004 dic.	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,2	22,0	6,5	0,9	5,9	17,3
2005 dic.	9,0	6,3	3,6	3,9	-4,5	15,9	43,3	18,5	8,7	9,5	7,3	11,9
2006 mar.	9,4	8,3	1,2	1,3	-0,4	16,4	67,6	20,9	11,1	10,0	14,2	3,7
2006 apr.	8,7	6,9	8,7	0,5	-9,8	16,6	64,6	20,2	9,7	6,9	12,1	6,0
mag.	8,9	8,9	5,1	-0,4	-7,8	17,3	52,9	18,8	11,0	11,1	12,0	8,2
giu.	7,4	5,9	0,8	-1,0	12,3	17,5	51,3	17,3	11,0	12,4	11,3	8,5
lug.	8,0	6,2	6,6	-2,6	8,8	20,1	47,9	20,4	10,8	10,1	12,7	6,3
ago. <sup>(p)</sup>	7,6	7,1	4,4	-3,9	9,3	20,4	46,1	18,9	11,5	12,2	12,2	8,3

## F13 Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro)

**1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie <sup>2)</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
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
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 1° trim.	-1,1	-0,4	-0,2	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	-1,2	-2,0	-0,5	-0,3	-1,2
2006 apr.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
mag.	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,4	-0,2
giu.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,2	-0,3
lug.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2
ago. <sup>(p)</sup>	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006 1° trim.	-3,5	-1,2	-0,7	-1,6	-0,2	0,0	-0,2
2006 apr.	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0
mag.	-1,1	-0,3	-0,6	-0,3	0,0	0,0	0,0
giu.	-1,1	-0,2	-0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0
lug.	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
ago. <sup>(p)</sup>	-1,0	0,0	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	-0,1

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	5,4	1,3	0,8	3,3
2005	24,8	3,4	0,5	7,5	0,7	1,6	0,3	10,7	37,4	4,6	17,4	15,4
2006 1° trim.	-5,1	-1,1	-0,1	-4,1	-0,1	-0,8	0,0	1,2	17,1	3,9	6,8	6,3
2006 apr.	-8,3	-0,4	-0,1	-4,1	-0,1	-0,3	-0,1	-3,2	-0,7	0,0	-0,6	-0,2
mag.	-1,3	0,3	-0,1	1,9	0,0	0,0	-0,1	-3,4	-10,2	-1,0	-5,0	-4,2
giu.	-3,2	0,3	0,1	-2,2	0,1	-1,0	0,0	-0,5	-1,4	-1,3	-0,9	0,8
lug.	5,1	0,1	0,0	2,7	0,0	1,3	0,0	0,9	5,1	0,6	2,6	1,9
ago. <sup>(p)</sup>	4,0	0,8	0,0	1,8	0,0	0,1	0,0	1,4	4,5	0,7	2,4	1,5

Fonte: BCE.

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

2) 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)</sup>

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.363,4	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006 1° trim.	4.949,5	89,8	10,2	6,2	0,4	1,5	1,4	7.470,2	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	5.083,0	90,2	9,8	5,7	0,4	1,5	1,5	7.654,5	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
Non residenti dell'area dell'euro														
2004	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006 1° trim.	2.410,3	47,4	52,6	34,3	2,9	2,6	9,7	831,5	51,9	48,1	32,6	1,4	2,0	9,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	2.379,8	47,6	52,4	33,8	2,8	2,6	10,0	825,6	53,0	47,0	30,8	1,5	2,2	9,1

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

	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 1° trim.	4.204,3	81,2	18,8	9,5	1,8	1,9	3,2
2° trim. <sup>(p)</sup>	4.276,1	81,3	18,7	9,3	1,8	2,0	3,3

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 3) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.



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

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</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 nell'area dell'euro														
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005	4.569,9	-	-	-	-	-	9.114,3	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006 1° trim.	4.656,4	-	-	-	-	-	9.367,8	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5	
2° trim. <sup>(p)</sup>	4.745,5	-	-	-	-	-	9.595,3	96,4	3,6	1,6	0,2	1,2	0,5	
Non residenti nell'area dell'euro														
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005	1.722,0	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	761,6	38,2	61,8	43,6	1,8	4,2	8,6
2006 1° trim.	1.821,5	49,6	50,4	30,3	3,8	2,4	9,2	771,7	39,0	61,0	44,0	1,7	3,9	7,8
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.849,3	49,7	50,3	29,3	3,7	2,4	10,0	770,5	40,4	59,6	42,9	1,1	4,1	7,6

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>2)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</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	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2004	1.422,7	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,4	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006 1° trim.	1.570,9	95,6	4,4	2,0	0,2	0,4	1,5	2.014,0	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.585,4	95,9	4,1	1,9	0,3	0,4	1,3	2.008,0	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005	397,0	49,3	50,7	29,9	0,8	0,6	15,8	540,7	36,2	63,8	36,3	8,6	0,8	12,6
2006 1° trim.	423,9	50,8	49,2	28,5	0,8	0,6	16,0	559,7	37,2	62,8	35,2	6,1	0,8	15,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	441,3	52,0	48,0	28,0	0,9	0,5	15,3	556,3	37,9	62,1	34,3	6,4	0,7	15,2

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 3) 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 sso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2004 4° trim.	3.830,1	260,8	1.622,8	78,5	1.544,2	1.246,3	346,2	158,5	195,5
2005 1° trim.	4.058,5	288,2	1.692,1	79,3	1.612,8	1.320,2	376,0	163,1	218,8
2° trim.	4.313,6	296,4	1.783,0	91,5	1.691,5	1.399,9	417,5	167,6	249,2
3° trim.	4.631,3	303,5	1.860,6	101,2	1.759,4	1.553,4	460,0	171,6	282,2
4° trim.	4.788,9	291,0	1.848,1	109,6	1.738,5	1.683,1	505,2	176,1	285,5
2006 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.190,4	315,0	1.904,6	139,2	1.765,4	1.894,1	567,7	177,4	331,7

### 2. Passività

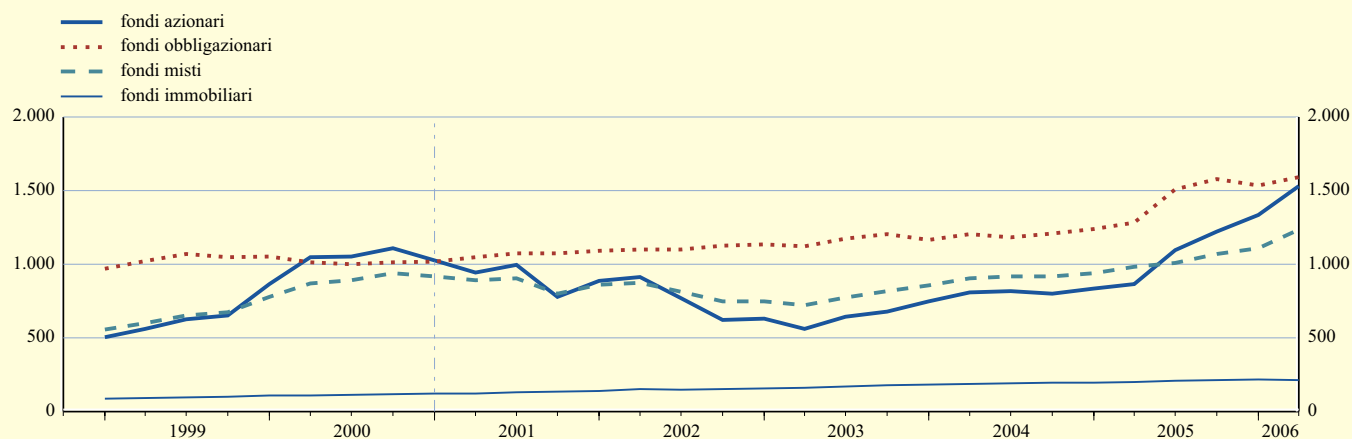
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2005 1° trim.	4.058,5	61,7	3.798,0	198,8
2° trim.	4.313,6	58,7	4.034,4	220,4
3° trim.	4.631,3	60,5	4.351,7	219,1
4° trim.	4.788,9	61,6	4.516,9	210,5
2006 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.190,4	73,1	4.863,7	253,7

### 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
2004 4° trim.	3.830,1	836,8	1.238,7	941,4	196,8	616,5	2.851,0	979,1
2005 1° trim.	4.058,5	864,6	1.285,8	984,4	201,1	722,6	3.041,4	1.017,0
2° trim.	4.313,6	1.097,2	1.510,2	1.011,1	207,1	488,0	3.245,7	1.067,9
3° trim.	4.631,3	1.224,8	1.581,9	1.071,1	213,2	540,3	3.507,6	1.123,8
4° trim.	4.788,9	1.335,8	1.538,0	1.109,2	215,8	590,1	3.658,8	1.130,1
2006 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.190,4	1.530,2	1.592,5	1.237,5	213,4	616,8	3.995,4	1.195,0

## FI4 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

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

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

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale sso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
Fondi azionari									
2004 4° trim.	836,8	30,9	37,0	4,1	32,9	705,8	32,2	-	30,9
2005 1° trim.	864,6	33,8	37,0	4,0	33,0	729,9	33,3	-	30,6
2° trim.	1.097,2	45,0	41,6	4,5	37,1	936,5	40,0	-	34,1
3° trim.	1.224,8	48,3	43,4	4,9	38,5	1.044,8	52,4	-	35,9
4° trim.	1.335,8	50,8	45,8	5,7	40,2	1.145,4	60,3	-	33,5
2006 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.530,2	55,0	51,4	6,3	45,1	1.308,2	71,0	-	44,6
Fondi obbligazionari									
2004 4° trim.	1.238,7	84,1	1.020,9	43,6	977,3	39,9	29,4	-	64,3
2005 1° trim.	1.285,8	97,8	1.046,0	44,8	1.001,2	39,4	34,5	-	68,0
2° trim.	1.510,2	110,5	1.229,5	58,4	1.171,1	38,4	40,1	-	91,7
3° trim.	1.581,9	110,3	1.289,1	67,0	1.222,1	38,4	43,8	-	100,2
4° trim.	1.538,0	100,0	1.251,7	67,6	1.184,2	38,6	46,3	-	101,3
2006 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.592,5	108,9	1.286,2	82,6	1.203,6	41,1	49,3	-	107,0
Fondi misti									
2004 4° trim.	941,4	55,2	375,4	21,8	353,6	304,9	149,7	0,3	55,9
2005 1° trim.	984,4	61,1	388,4	22,5	365,9	315,0	155,3	0,2	64,5
2° trim.	1.011,1	65,5	418,3	21,2	397,0	277,6	170,2	0,2	79,4
3° trim.	1.071,1	67,0	426,0	21,7	404,3	301,2	185,5	0,2	91,3
4° trim.	1.109,2	60,9	440,9	26,9	413,9	315,5	202,0	0,1	89,9
2006 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.237,5	68,0	464,8	38,1	426,7	349,2	238,4	0,1	117,0
Fondi immobiliari									
2004 4° trim.	196,8	15,7	7,6	0,7	6,9	1,0	7,5	156,3	8,7
2005 1° trim.	201,1	14,3	8,4	0,7	7,7	1,1	7,5	160,8	9,0
2° trim.	207,1	14,0	8,2	0,8	7,5	1,1	7,6	167,1	9,0
3° trim.	213,2	15,2	8,8	1,2	7,6	1,3	8,1	171,0	8,7
4° trim.	215,8	14,2	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4
2006 1° trim. <sup>(p)</sup>	213,4	14,4	6,1	1,7	4,4	1,8	4,4	176,6	10,1

**2. Fondi distinti per tipologia di investitore**

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari 3	Azioni e altri titoli di capitale 4	Quote di fondi d'investimento 5	Capitale sso 6	Altre attività 7
2004 4° trim.	2.851,0	217,9	1.077,4	999,7	261,0	137,5	157,6
2005 1° trim.	3.041,4	241,7	1.134,4	1.058,3	285,7	141,1	180,2
2° trim.	3.245,7	247,7	1.207,1	1.125,1	313,7	144,8	207,3
3° trim.	3.507,6	251,6	1.261,0	1.257,9	353,3	146,5	237,4
4° trim.	3.658,8	242,4	1.277,5	1.371,0	381,0	150,1	236,8
2006 1° trim. <sup>(p)</sup>	3.995,4	262,6	1.334,8	1.549,5	427,5	150,3	270,7
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2004 4° trim.	979,1	42,9	545,4	246,7	85,3	21,0	37,9
2005 1° trim.	1.017,0	46,6	557,7	261,9	90,3	22,0	38,6
2° trim.	1.067,9	48,7	575,9	274,8	103,9	22,8	41,9
3° trim.	1.123,8	51,9	599,6	295,5	106,7	25,2	44,8
4° trim.	1.130,1	48,6	570,6	312,0	124,3	25,9	48,7
2006 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.195,0	52,4	569,8	344,6	140,2	27,1	61,0

Fonte: BCE.

## CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

## 3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Banconote, monete e depositi											Per memoria: depositi dei settori diversi dalle IFM presso banche al di fuori dell'area dell'euro
	Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Ammi- nistrizioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM			
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze												
2004 4° trim.	16.671,1	6.346,6	412,2	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	337,0	336,1	
2005 1° trim.	16.942,1	6.358,0	409,6	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	328,2	371,9	
2° trim.	17.391,6	6.528,6	431,8	5.549,2	2.448,4	1.552,8	1.471,1	76,8	211,5	336,1	369,0	
3° trim.	17.731,1	6.528,9	439,9	5.565,0	2.440,3	1.571,7	1.475,5	77,6	182,4	341,5	396,6	
4° trim.	18.163,8	6.730,1	465,5	5.732,3	2.559,1	1.604,0	1.489,0	80,3	173,6	358,8	369,2	
2006 1° trim.	18.648,2	6.751,9	459,7	5.733,8	2.517,7	1.628,9	1.506,3	80,9	193,1	365,3	377,7	
Transazioni												
2004 4° trim.	162,6	160,1	28,0	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	14,4	-16,3	
2005 1° trim.	148,8	16,3	-2,6	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-2,1	26,7	
2° trim.	303,0	166,7	22,2	110,0	110,9	-10,1	10,9	-1,7	24,1	10,4	-9,5	
3° trim.	95,1	3,5	8,1	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	8,1	14,2	
4° trim.	296,2	207,0	25,6	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	19,6	-6,7	
2006 1° trim.	149,6	27,2	-5,8	4,2	-40,5	26,7	17,4	0,6	19,6	9,3	9,0	
Variazioni percentuali												
2004 4° trim.	4,8	6,1	17,2	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	11,6	3,8	
2005 1° trim.	4,7	5,9	16,5	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	9,5	5,1	
2° trim.	4,5	6,0	15,8	5,5	9,0	1,8	4,9	-3,2	-5,5	11,3	3,5	
3° trim.	4,3	5,6	14,5	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	9,6	4,3	
4° trim.	5,1	6,2	12,9	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	10,7	7,4	
2006 1° trim.	5,0	6,4	12,2	5,6	8,4	4,5	2,9	2,7	2,9	14,4	1,9	
Titoli non azionari												
Azioni <sup>1)</sup>												
Riserve tecniche di assicurazione												
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri		
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21		
Consistenze												
2004 4° trim.	1.967,2	230,1	1.737,1	4.161,0	2.182,6	1.978,4	405,0	4.196,3	3.814,4	381,9		
2005 1° trim.	1.952,8	226,7	1.726,1	4.322,0	2.290,0	2.032,0	411,1	4.309,3	3.918,8	390,5		
2° trim.	1.994,7	234,3	1.760,4	4.452,0	2.363,3	2.088,6	408,3	4.416,3	4.022,8	393,6		
3° trim.	1.980,7	229,0	1.751,6	4.709,7	2.540,4	2.169,3	409,2	4.511,9	4.114,1	397,8		
4° trim.	1.971,2	212,7	1.758,5	4.840,0	2.662,7	2.177,3	399,2	4.622,4	4.222,2	400,3		
2006 1° trim.	2.032,7	250,1	1.782,7	5.123,8	2.908,4	2.215,4	381,0	4.739,8	4.333,1	406,7		
Transazioni												
2004 4° trim.	-0,3	3,6	-3,9	-60,2	-49,0	-11,2	-16,4	63,0	59,9	3,1		
2005 1° trim.	21,1	-3,0	24,1	36,4	1,8	34,6	6,3	75,1	66,5	8,6		
2° trim.	27,5	8,7	18,8	36,3	19,9	16,4	-1,1	72,5	69,3	3,2		
3° trim.	-7,8	0,7	-8,5	25,9	-7,7	33,6	3,0	73,5	69,4	4,1		
4° trim.	8,3	-17,1	25,4	5,5	6,9	-1,3	-8,7	75,3	72,9	2,4		
2006 1° trim.	64,5	36,9	27,7	-36,4	-50,3	13,9	4,8	94,2	87,3	6,9		
Variazioni percentuali												
2004 4° trim.	3,9	36,4	0,8	1,5	1,3	1,7	-1,6	6,7	6,8	5,8		
2005 1° trim.	4,0	17,8	2,6	1,5	1,1	1,9	-3,3	6,5	6,6	5,4		
2° trim.	3,2	8,6	2,6	0,7	-0,9	2,4	-3,4	6,7	6,9	5,0		
3° trim.	2,0	4,7	1,7	1,0	-1,7	3,7	-2,0	6,9	7,1	5,0		
4° trim.	2,5	-4,6	3,4	2,5	1,0	4,2	-0,1	7,1	7,3	4,8		
2006 1° trim.	4,7	12,9	3,7	0,7	-1,4	3,1	-0,5	7,3	7,6	4,3		

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

**3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari**

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

	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro												Per memoria: prestiti concessi dall'esterno dell'area dell'euro ai settori diversi dalle IFM
	Totale			Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie <sup>1)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze													
2004 4° trim.	17.876,7	8.935,5	7.794,7	929,7	80,8	848,9	3.780,5	1.191,4	2.589,1	4.225,3	292,4	3.932,9	435,0
2005 1° trim.	18.241,5	9.023,3	7.877,9	924,3	77,4	846,9	3.811,0	1.190,4	2.620,6	4.287,9	292,1	3.995,8	451,3
2° trim.	18.792,7	9.240,4	8.110,3	925,7	82,2	843,5	3.907,2	1.239,2	2.668,0	4.407,4	302,7	4.104,7	518,3
3° trim.	19.255,7	9.365,9	8.240,1	929,9	87,5	842,4	3.938,2	1.221,8	2.716,4	4.497,7	300,2	4.197,5	527,8
4° trim.	19.520,9	9.590,3	8.450,6	936,8	79,8	857,1	4.039,9	1.262,2	2.777,8	4.613,5	306,6	4.306,9	586,0
2006 1° trim.	20.163,4	9.829,6	8.645,3	932,5	86,7	845,8	4.180,9	1.286,5	2.894,4	4.716,2	302,7	4.413,5	654,2
Transazioni													
2004 4° trim.	107,7	145,0	139,7	1,9	-9,2	11,1	55,6	23,1	32,4	87,5	5,8	81,7	1,7
2005 1° trim.	237,8	102,2	87,2	-6,2	-3,4	-2,8	43,4	5,8	37,6	65,0	0,7	64,3	7,6
2° trim.	337,4	200,7	187,8	0,8	4,8	-4,0	84,8	39,3	45,5	115,1	10,4	104,6	60,9
3° trim.	212,6	130,5	133,4	4,4	5,3	-0,9	33,6	-16,6	50,2	92,4	-2,5	94,9	23,4
4° trim.	285,7	269,0	227,0	14,4	-7,5	21,9	132,0	46,1	85,9	122,7	6,6	116,0	53,9
2006 1° trim.	299,9	203,5	176,8	-5,1	6,9	-12,0	119,8	21,7	98,1	88,8	-2,3	91,1	50,6
Variazioni percentuali													
2004 4° trim.	4,3	5,0	5,9	-0,9	-1,7	-0,8	3,3	2,0	4,0	8,1	1,9	8,6	2,3
2005 1° trim.	4,5	5,6	6,0	-2,0	-10,1	-1,1	4,8	3,1	5,5	8,2	3,9	8,5	1,7
2° trim.	4,8	6,1	6,6	-0,9	-10,1	0,1	5,1	4,8	5,3	8,6	4,9	8,9	16,7
3° trim.	5,1	6,6	7,1	0,1	-2,8	0,4	5,8	4,4	6,5	8,7	5,0	9,0	21,9
4° trim.	6,0	7,9	8,2	1,4	-0,9	1,7	7,8	6,3	8,5	9,4	5,2	9,7	33,5
2006 1° trim.	6,2	8,9	9,2	1,6	12,4	0,6	9,7	7,6	10,7	9,8	4,2	10,2	41,8

Titoli non azionari emessi da:										Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammi- nistrations pubbliche	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie
Totale		Amministrazioni pubbliche		Società non finanziarie			21	22	23			
14	15	16	17	18	19	20						
Consistenze												
2004 4° trim.	5.371,4	4.718,9	590,8	4.128,0	652,5	221,3	431,1	2.980,4	288,5	300,9		
2005 1° trim.	5.496,8	4.835,2	601,3	4.233,8	661,7	235,5	426,2	3.138,6	279,1	303,7		
2° trim.	5.708,2	5.031,5	622,8	4.408,7	676,7	240,7	436,0	3.243,6	293,6	307,0		
3° trim.	5.703,1	5.025,5	610,6	4.414,9	677,6	237,2	440,4	3.580,2	296,1	310,5		
4° trim.	5.629,7	4.960,4	586,5	4.373,9	669,3	235,6	433,7	3.675,5	311,7	313,7		
2006 1° trim.	5.614,3	4.941,1	595,9	4.345,1	673,3	246,9	426,4	4.082,8	319,6	317,1		
Transazioni												
2004 4° trim.	-50,9	-41,6	-25,1	-16,5	-9,3	-7,3	-1,9	2,7	7,0	4,0		
2005 1° trim.	137,4	123,6	9,1	114,5	13,8	15,4	-1,6	4,7	-9,3	2,8		
2° trim.	117,4	111,1	22,7	88,4	6,3	5,0	1,3	1,4	14,5	3,3		
3° trim.	-3,2	-3,1	-12,1	9,0	-0,1	-3,6	3,4	79,3	2,6	3,4		
4° trim.	-21,4	-18,5	-24,0	5,5	-2,9	-4,4	1,5	20,5	14,4	3,2		
2006 1° trim.	87,7	79,3	9,7	69,6	8,4	11,3	-2,9	-2,5	7,9	3,4		
Variazioni percentuali												
2004 4° trim.	4,9	5,2	6,2	5,1	2,3	8,4	-0,6	0,5	8,4	4,6		
2005 1° trim.	4,8	4,8	1,0	5,3	5,5	8,4	4,0	0,5	4,6	4,5		
2° trim.	4,8	5,0	1,2	5,6	3,0	4,3	2,3	0,5	7,1	4,5		
3° trim.	3,7	4,0	-0,9	4,8	1,6	4,2	0,3	3,2	5,3	4,5		
4° trim.	4,3	4,5	-0,7	5,3	2,6	5,6	1,1	3,6	7,7	4,2		
2006 1° trim.	3,3	3,5	-0,6	4,1	1,8	3,5	0,8	3,1	14,1	4,4		

Fonte: BCE.

1) Compresa le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

### 3.3 Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione

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

	Principali attività finanziarie											
	Totale	Depositi presso le IFM dell'area dell'euro					Prestiti			Titoli non azionari		
		Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Consistenze											
2004 4° trim.	4.239,1	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	357,0	62,6	294,4	1.731,1	84,0	1.647,1
2005 1° trim.	4.361,1	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	356,6	63,1	293,5	1.774,7	83,4	1.691,3
2° trim.	4.497,5	595,8	61,2	511,3	2,7	20,6	352,6	64,7	287,9	1.840,3	83,8	1.756,5
3° trim.	4.673,2	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	359,6	70,6	289,1	1.889,0	81,9	1.807,2
4° trim.	4.765,8	612,6	67,8	521,6	2,6	20,6	363,3	76,6	286,7	1.918,9	85,7	1.833,2
2006 1° trim.	4.935,2	613,0	65,6	525,2	2,5	19,7	377,1	81,0	296,0	1.941,2	89,5	1.851,7
	Transazioni											
2004 4° trim.	59,3	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-8,3	-0,6	-7,8	49,6	4,1	45,5
2005 1° trim.	89,0	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	-2,3	0,9	-3,2	50,1	-0,5	50,6
2° trim.	60,7	-2,0	-5,3	2,2	0,2	0,8	-4,2	1,6	-5,8	36,2	-0,6	36,8
3° trim.	85,5	7,1	-1,2	6,4	0,1	1,8	2,4	1,3	1,1	38,8	-2,0	40,8
4° trim.	77,0	8,7	7,4	3,1	0,0	-1,9	1,7	5,5	-3,8	46,3	3,0	43,4
2006 1° trim.	88,4	0,6	-2,0	3,6	-0,1	-0,8	5,7	4,4	1,3	43,3	3,9	39,4
	Variazioni percentuali											
2004 4° trim.	6,2	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-0,7	2,4	-1,4	10,2	13,8	10,1
2005 1° trim.	5,9	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-3,5	1,4	-4,5	9,9	8,4	9,9
2° trim.	6,4	5,1	1,8	5,7	23,8	-2,8	-4,2	2,6	-5,7	10,2	4,9	10,5
3° trim.	7,1	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-3,4	5,1	-5,2	10,5	1,5	10,9
4° trim.	7,4	4,5	12,5	3,7	18,4	-0,8	-0,7	14,9	-4,0	9,9	-0,1	10,4
2006 1° trim.	7,1	2,4	-1,7	3,0	7,2	-0,3	1,6	20,4	-2,5	9,3	5,1	9,5

	Principali attività finanziarie					Principali passività							
	Azioni <sup>1)</sup>				Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari			Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
	Consistenze												
2004 4° trim.	1.439,1	683,9	755,3	67,4	128,7	4.371,6	79,5	48,6	21,1	207,9	4.063,0	3.469,7	593,3
2005 1° trim.	1.500,6	713,1	787,5	67,1	132,3	4.511,7	90,1	58,2	21,4	220,3	4.179,9	3.574,6	605,4
2° trim.	1.574,3	745,1	829,3	87,1	134,4	4.635,8	92,8	63,8	21,5	223,3	4.298,1	3.688,8	609,3
3° trim.	1.684,7	815,7	869,1	88,0	136,9	4.724,8	92,4	65,2	22,1	251,2	4.359,1	3.778,8	580,3
4° trim.	1.732,0	837,5	894,5	81,0	139,0	4.874,8	65,0	64,6	22,1	285,9	4.501,8	3.881,4	620,3
2006 1° trim.	1.865,0	911,3	953,7	80,2	139,0	5.027,2	82,4	81,9	22,2	298,7	4.623,9	3.993,0	631,0
	Transazioni												
2004 4° trim.	7,0	-0,2	7,2	5,1	1,1	43,2	-11,0	-3,6	-0,1	0,1	54,2	50,5	3,7
2005 1° trim.	25,2	7,0	18,2	-0,3	3,5	84,0	9,7	8,6	0,6	0,0	73,6	61,6	12,0
2° trim.	28,7	4,5	24,2	6,7	2,0	74,9	2,8	5,5	0,0	0,5	71,6	67,4	4,2
3° trim.	34,6	17,1	17,6	1,0	2,5	75,5	-0,4	1,4	0,5	1,1	74,3	67,6	6,7
4° trim.	18,8	-4,7	23,5	-8,0	1,5	79,6	-0,5	-0,6	0,1	4,0	76,0	70,8	5,2
2006 1° trim.	35,0	2,4	32,6	-0,9	3,8	112,5	17,3	17,1	0,0	0,1	95,2	84,6	10,6
	Variazioni percentuali												
2004 4° trim.	2,8	0,8	4,7	4,8	6,1	6,2	5,5	36,9	-9,1	1,6	6,5	6,8	4,7
2005 1° trim.	3,4	1,9	4,8	6,3	6,3	6,0	5,4	23,7	-6,7	1,2	6,3	6,6	4,6
2° trim.	5,3	3,1	7,4	17,3	7,0	6,2	3,5	17,6	-6,0	1,4	6,6	7,0	4,3
3° trim.	6,8	4,3	9,1	20,2	7,1	6,5	1,2	22,8	5,0	0,9	6,9	7,3	4,5
4° trim.	7,5	3,5	11,0	-0,9	7,4	7,2	14,5	30,8	6,2	2,7	7,3	7,7	4,7
2006 1° trim.	7,8	2,7	12,4	-1,8	7,4	7,6	21,2	40,4	3,2	2,6	7,6	8,1	4,4

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

**3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento**

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

**1. Tutti i settori dell'area dell'euro**

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte <sup>1)</sup>	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	508,0	1.353,7	-871,5	25,7	0,1	3.313,5	-1,3	566,5	499,5	879,5	1.090,1	264,7	14,4
2000	565,4	1.456,0	-927,2	36,3	0,3	3.282,1	-1,3	369,1	334,9	797,9	1.506,6	251,4	23,5
2001	517,6	1.483,0	-976,7	10,6	0,6	2.797,7	0,5	583,2	578,4	693,8	727,1	254,4	-39,6
2002	453,0	1.481,8	-1.013,9	-15,3	0,5	2.545,7	-0,9	802,0	376,5	520,7	599,7	226,2	21,5
2003	464,0	1.507,3	-1.043,4	-0,3	0,4	2.756,8	-1,7	737,8	576,0	613,6	577,0	240,9	13,2
2004	509,7	1.573,2	-1.086,0	22,6	-0,2	3.148,8	-1,6	1.007,4	647,0	710,5	520,3	257,7	7,6

	Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1999	488,6	1.347,3	-871,5	12,8	3.333,0	842,5	554,4	773,5	894,5	268,0
2000	505,3	1.419,7	-927,2	12,8	3.342,1	507,7	474,0	903,2	1.200,7	256,6
2001	481,8	1.451,1	-976,7	7,4	2.833,4	614,0	512,4	673,2	773,1	260,7
2002	517,9	1.521,3	-1.013,9	10,6	2.480,7	637,8	437,7	565,4	610,0	229,8
2003	500,3	1.528,8	-1.043,4	14,9	2.720,5	672,9	587,1	581,0	629,1	250,4
2004	538,9	1.608,4	-1.086,0	16,5	3.119,5	1.120,9	684,5	548,1	506,5	259,5

**2. Società non finanziarie**

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	257,5	728,5	-489,2	619,9	29,9	79,6	187,4	319,4	96,6	529,8	780,8	46,8	433,4	289,7
2000	380,8	803,4	-524,2	938,4	68,2	68,5	244,2	543,7	83,4	557,3	1.235,8	70,3	632,6	521,1
2001	279,6	821,3	-554,9	623,3	106,5	45,6	183,2	234,3	95,6	587,9	807,3	104,1	381,0	310,8
2002	219,8	810,8	-576,9	408,8	24,9	22,1	65,5	256,7	123,2	639,8	505,3	17,8	268,5	206,5
2003	218,6	814,5	-592,0	378,0	91,2	-26,0	150,5	202,1	116,3	663,2	480,2	72,5	210,4	183,5
2004	254,8	850,6	-614,2	267,5	83,5	-48,6	85,2	164,9	156,0	714,6	366,3	16,8	165,9	170,5

**3. Famiglie<sup>5)</sup>**

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile lordo	Saggio di risparmio lordo <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	199,1	427,4	-232,9	472,0	116,6	-60,7	190,4	250,0	400,9	608,5	270,3	268,8	4.230,0	14,2
2000	201,4	445,2	-245,1	422,5	78,7	28,8	119,8	245,5	392,7	612,0	231,3	229,3	4.436,0	13,7
2001	184,8	443,9	-257,6	433,2	168,1	59,4	35,7	234,2	435,9	675,6	182,1	180,4	4.667,4	14,3
2002	185,9	455,4	-267,9	493,2	219,6	16,2	0,1	216,3	458,1	719,0	221,0	218,9	4.824,2	14,7
2003	190,1	465,1	-278,6	531,0	217,5	-45,6	92,3	240,0	470,7	735,9	250,4	248,3	4.958,7	14,7
2004	202,5	491,4	-291,9	601,6	237,3	62,8	18,9	246,4	485,9	761,9	318,1	315,8	5.128,9	14,7

Fonte: BCE.

- 1) Comprende le acquisizioni nette di beni di valore.
- 2) Esclusi i prodotti finanziari derivati.
- 3) Prodotti finanziari derivati e altri conti attivi e passivi.
- 4) Derivante da risparmio e trasferimenti netti in conto capitale, al netto del consumo di capitale fisso.
- 5) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
- 6) Risparmio lordo diviso per il reddito disponibile lordo e l'incremento netto delle attività sulle riserve di fondi pensione.

# 4

## MERCATI FINANZIARI

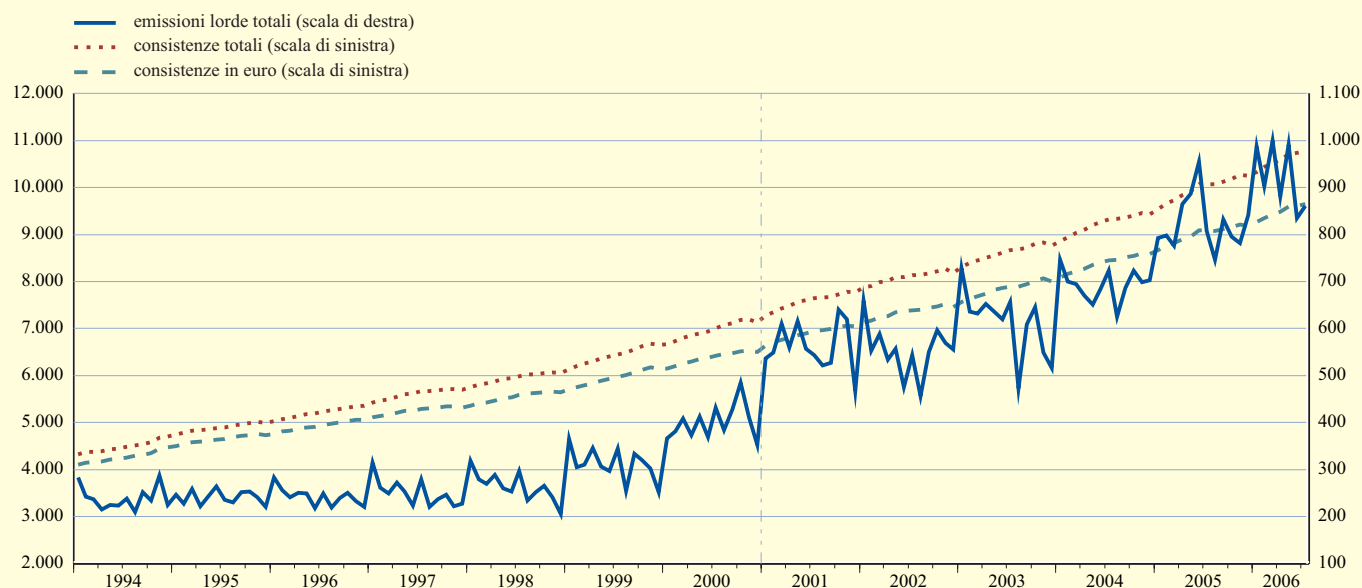
### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2005 lug.	10.622,7	818,9	-23,3	9.084,8	763,2	2,6	10.067,9	806,9	4,5	7,6	12,9	8,0
ago.	10.630,3	758,2	3,9	9.077,7	705,6	-10,8	10.068,8	746,2	-3,5	7,3	38,7	6,8
set.	10.729,4	894,4	100,5	9.113,9	787,6	37,4	10.125,5	832,4	48,6	7,4	48,3	7,3
ott.	10.744,3	798,3	15,3	9.150,5	745,0	36,7	10.180,2	794,9	53,8	7,5	54,3	6,4
nov.	10.821,8	801,7	79,1	9.210,5	734,6	61,6	10.267,2	781,5	74,2	7,5	71,1	7,3
dic.	10.835,6	870,9	12,5	9.187,3	794,7	-24,4	10.249,2	841,5	-25,0	7,5	75,7	6,1
2006 gen.	10.884,8	972,1	55,2	9.266,1	927,6	84,7	10.332,3	987,8	103,2	7,6	61,6	7,1
feb.	10.993,2	918,4	105,8	9.345,7	846,6	76,9	10.439,6	903,4	89,5	7,2	61,8	7,5
mar.	11.147,1	1.052,6	153,6	9.427,0	937,8	81,1	10.524,2	999,3	97,5	7,6	70,6	7,9
apr.	11.168,4	873,1	18,2	9.478,4	821,4	48,5	10.581,2	881,5	66,8	7,2	54,9	7,9
mag.	11.295,0	1.008,1	126,6	9.592,7	939,6	114,3	10.704,4	991,8	128,2	7,8	91,0	8,3
giu.	11.349,2	882,8	59,4	9.610,1	784,4	22,6	10.730,0	834,2	28,6	6,6	21,1	7,1
lug.	.	.	.	9.644,5	811,8	33,9	10.781,2	861,1	46,5	7,0	55,5	6,9
A lungo termine												
2005 lug.	9.678,8	160,1	-0,9	8.235,7	131,4	-7,0	9.088,8	146,1	-2,4	8,4	8,1	8,8
ago.	9.677,5	86,9	-4,9	8.222,6	63,8	-16,8	9.086,3	77,3	-9,3	8,1	28,3	7,4
set.	9.745,2	188,6	68,6	8.265,5	143,8	43,5	9.146,1	163,3	54,9	8,0	47,5	7,5
ott.	9.776,7	166,5	32,5	8.283,1	137,4	18,4	9.180,6	159,3	31,6	8,0	44,8	6,8
nov.	9.859,1	168,3	83,3	8.348,0	131,9	65,8	9.270,1	152,6	80,5	8,2	76,7	7,7
dic.	9.902,7	178,3	41,7	8.374,9	147,2	25,1	9.302,6	166,0	27,3	8,3	72,0	6,2
2006 gen.	9.945,6	195,9	48,2	8.414,1	173,5	44,5	9.342,7	195,4	56,9	8,1	57,3	7,3
feb.	10.035,5	215,0	88,5	8.475,7	170,7	60,1	9.428,5	196,3	72,3	7,6	49,9	7,8
mar.	10.134,1	245,3	98,9	8.547,2	194,3	71,8	9.497,8	220,1	80,1	7,8	60,7	8,1
apr.	10.168,9	172,9	33,2	8.576,3	141,2	27,8	9.534,3	169,1	46,6	7,5	48,0	8,1
mag.	10.267,2	202,9	98,2	8.662,3	166,9	85,9	9.627,8	186,5	95,5	7,7	63,5	7,7
giu.	10.323,8	195,4	57,9	8.727,5	167,7	66,4	9.710,8	189,9	80,0	6,7	52,0	7,2
lug.	.	.	.	8.753,2	157,9	25,9	9.755,1	179,2	40,3	7,2	52,2	7,1

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

(miliardi di euro)



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

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



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

**1. Consistenze ed emissioni 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 finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	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>											
2004	9.429	3.713	737	591	4.138	250	8.306	5.480	223	1.028	1.492	83
2005	10.249	4.109	927	610	4.321	283	9.876	6.983	325	1.032	1.442	95
2005 3° trim.	10.126	4.046	842	613	4.354	271	2.385	1.732	49	251	332	21
4° trim.	10.249	4.109	927	610	4.321	283	2.418	1.747	116	250	279	26
2006 1° trim.	10.524	4.260	970	619	4.387	289	2.890	2.107	83	257	421	22
2° trim.	10.730	4.335	1.034	632	4.431	298	2.708	1.973	108	250	354	22
2006 apr.	10.581	4.294	987	624	4.387	289	881	639	32	81	124	5
mag.	10.704	4.352	1.003	638	4.418	293	992	740	30	93	121	8
giu.	10.730	4.335	1.034	632	4.431	298	834	595	46	75	109	9
lug.	10.781	4.371	1.050	631	4.430	299	861	615	29	76	134	6
	<b>A breve termine</b>											
2004	926	447	7	90	376	5	6.366	4.574	44	931	784	33
2005	947	482	7	90	363	5	7.807	6.046	45	942	740	33
2005 3° trim.	979	475	7	99	393	5	1.999	1.560	12	235	184	9
4° trim.	947	482	7	90	363	5	1.940	1.531	10	221	170	8
2006 1° trim.	1.026	539	7	98	377	5	2.279	1.817	13	242	199	8
2° trim.	1.019	531	10	98	375	5	2.162	1.739	16	219	180	8
2006 apr.	1.047	557	8	101	376	5	712	568	5	74	63	3
mag.	1.077	579	9	106	378	5	805	662	6	78	57	3
giu.	1.019	531	10	98	375	5	644	509	5	67	60	3
lug.	1.026	536	10	98	377	5	682	543	5	68	63	3
	<b>A lungo termine<sup>1)</sup></b>											
2004	8.503	3.266	729	501	3.762	245	1.940	905	179	97	708	49
2005	9.303	3.627	920	519	3.959	278	2.069	937	279	89	702	61
2005 3° trim.	9.146	3.571	835	514	3.961	265	387	172	38	17	148	12
4° trim.	9.303	3.627	920	519	3.959	278	478	216	106	29	109	18
2006 1° trim.	9.498	3.720	963	521	4.009	285	612	290	70	15	222	15
2° trim.	9.711	3.804	1.025	534	4.056	293	545	234	92	31	175	14
2006 apr.	9.534	3.736	979	524	4.012	284	169	71	27	8	62	2
mag.	9.628	3.774	994	532	4.040	288	186	77	24	15	64	5
giu.	9.711	3.804	1.025	534	4.056	293	190	86	41	8	49	6
lug.	9.755	3.835	1.040	533	4.053	294	179	72	24	8	72	3
	<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>											
2004	6.380	1.929	416	410	3.439	186	1.193	408	70	61	620	36
2005	6.711	2.016	458	409	3.610	217	1.227	413	91	54	620	48
2005 3° trim.	6.671	2.014	435	412	3.603	207	235	80	8	8	133	8
4° trim.	6.711	2.016	458	409	3.610	217	264	95	35	16	103	14
2006 1° trim.	6.812	2.060	475	404	3.648	225	400	155	31	8	195	12
2° trim.	6.907	2.080	500	410	3.686	232	331	109	42	19	150	10
2006 apr.	6.825	2.059	482	404	3.656	224	101	31	14	4	52	1
mag.	6.870	2.073	482	409	3.678	227	115	38	7	10	57	3
giu.	6.907	2.080	500	410	3.686	232	114	41	21	5	41	6
lug.	6.917	2.086	501	408	3.689	233	109	29	5	6	66	2
	<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>											
2004	1.870	1.148	310	77	276	59	620	404	110	32	60	14
2005	2.258	1.343	457	94	304	60	715	429	188	28	58	12
2005 3° trim.	2.165	1.310	396	86	315	58	124	76	30	6	8	5
4° trim.	2.258	1.343	457	94	304	60	185	95	70	12	4	4
2006 1° trim.	2.331	1.383	484	97	307	60	172	108	39	4	18	3
2° trim.	2.428	1.421	520	107	319	61	173	92	49	12	15	4
2006 apr.	2.355	1.393	492	100	310	60	52	28	13	4	6	1
mag.	2.395	1.409	507	104	313	61	61	33	17	5	4	2
giu.	2.428	1.421	520	107	319	61	59	31	19	3	6	1
lug.	2.462	1.435	535	109	323	61	58	33	19	2	4	1

Fonte: BCE

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

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

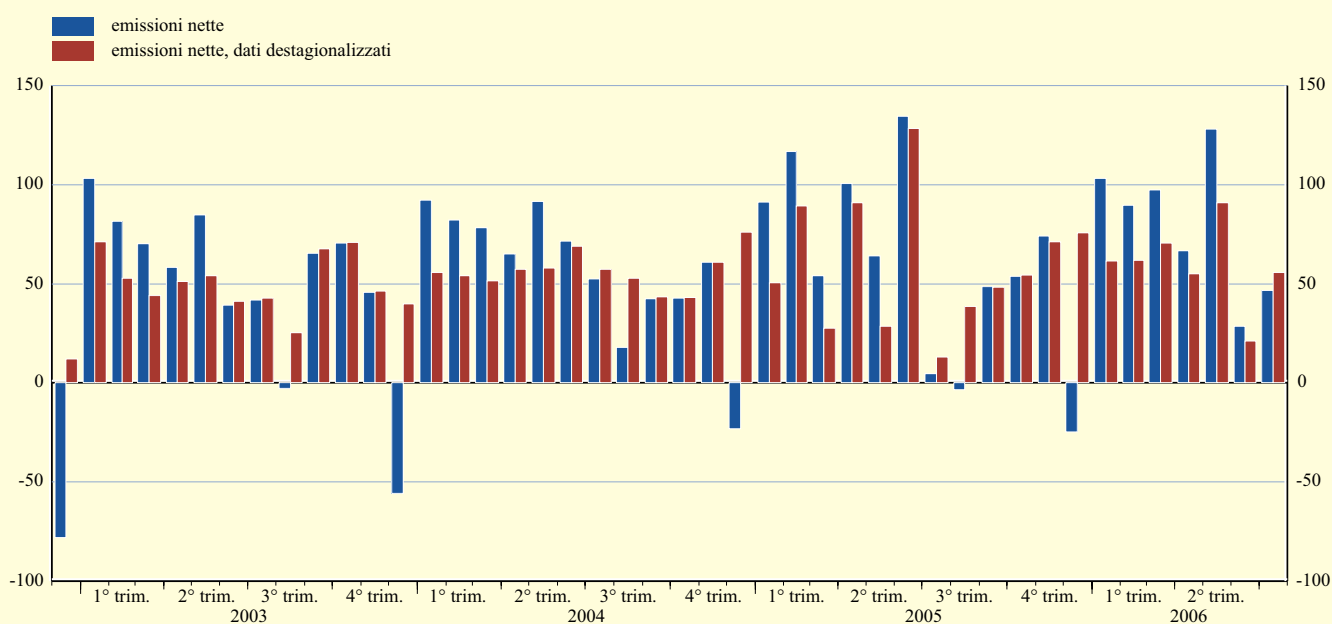
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

### 2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2004	673,6	350,4	75,2	8,4	208,1	31,5	678,1	354,0	73,1	8,2	211,1	31,7
2005	714,2	315,6	177,2	21,8	167,3	32,2	715,8	319,0	173,0	22,0	169,5	32,4
2005 3° trim.	49,7	38,3	12,3	-0,8	-4,6	4,5	99,9	51,9	24,6	2,9	13,7	6,8
4° trim.	103,0	44,8	81,3	-0,2	-35,1	12,3	201,1	78,1	59,2	5,8	46,9	11,0
2006 1° trim.	290,1	158,8	45,3	10,6	68,5	6,9	193,9	107,0	65,4	7,3	8,1	6,1
2° trim.	223,5	81,7	66,8	17,7	48,4	8,9	166,9	86,1	54,3	11,0	7,1	8,4
2006 apr.	66,8	38,9	18,6	6,2	3,5	-0,4	54,9	30,7	19,0	4,0	1,3	-0,1
mag.	128,2	59,4	17,1	14,5	32,8	4,3	91,0	51,0	18,5	9,0	8,1	4,3
giu.	28,6	-16,6	31,1	-3,0	12,1	5,0	21,1	4,4	16,8	-2,0	-2,3	4,2
lug.	46,5	31,8	15,6	-0,9	-1,1	1,1	55,5	24,1	13,9	-3,3	18,9	2,0
	A lungo termine											
2004	615,1	297,8	73,8	12,0	201,7	29,8	617,8	299,1	71,7	12,0	205,1	30,0
2005	708,5	292,9	177,6	22,2	183,3	32,5	710,1	294,8	173,4	22,1	187,2	32,6
2005 3° trim.	43,3	28,1	12,7	5,8	-7,7	4,5	83,9	32,1	25,0	7,7	12,3	6,7
4° trim.	139,4	40,6	81,4	8,6	-3,9	12,7	193,6	68,7	59,4	7,8	45,9	11,6
2006 1° trim.	209,3	100,8	45,3	2,8	53,4	7,0	168,0	70,3	65,4	8,0	18,3	6,0
2° trim.	222,2	85,4	63,9	14,5	49,6	8,9	163,5	83,1	51,3	7,9	12,8	8,5
2006 apr.	46,6	21,8	17,2	3,6	4,7	-0,6	48,0	21,5	18,1	3,8	4,7	-0,2
mag.	95,5	35,3	16,7	9,2	29,9	4,5	63,5	25,6	18,0	5,7	9,7	4,6
giu.	80,0	28,3	30,0	1,7	15,0	5,0	52,0	36,0	15,2	-1,7	-1,6	4,1
lug.	40,3	27,3	15,3	-0,2	-2,8	0,7	52,2	22,2	13,8	-2,2	16,5	1,9

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

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

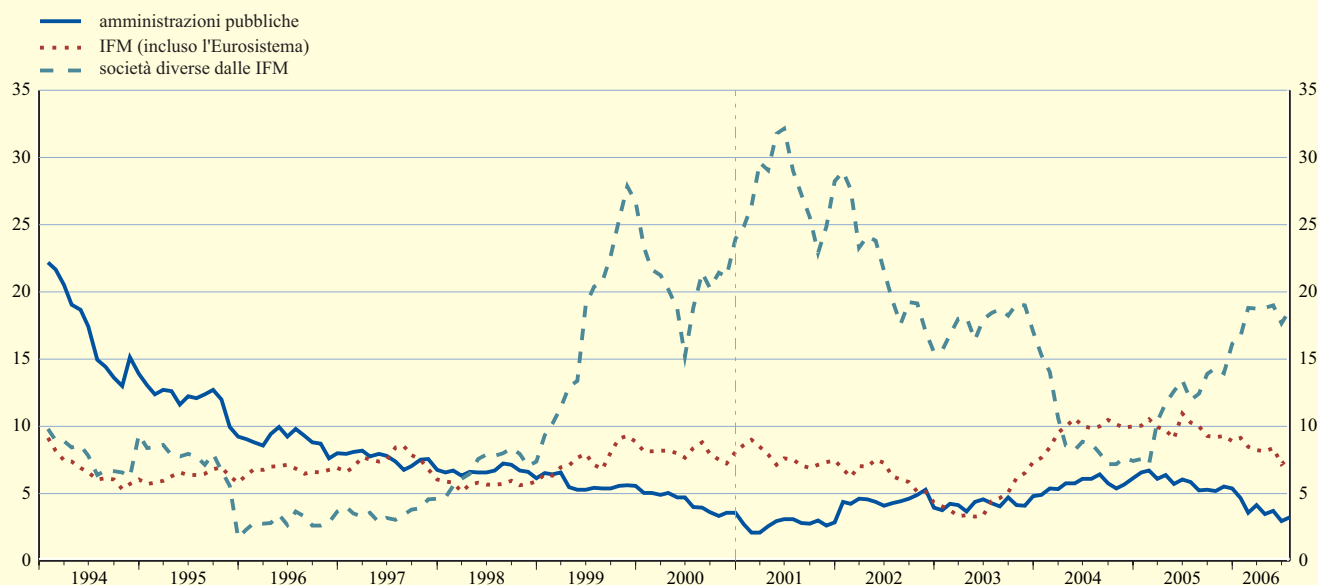


Fonte: BCE.

**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'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2005 lug.	7,6	10,0	18,7	1,5	4,2	12,9	8,0	10,6	22,4	2,5	4,0	9,9
ago.	7,3	10,0	18,8	2,3	3,6	12,1	6,8	9,6	22,9	1,9	2,2	9,4
set.	7,4	9,4	21,2	2,9	3,7	11,8	7,3	9,2	23,3	1,9	3,4	10,2
ott.	7,5	9,4	21,4	4,1	3,6	12,2	6,4	8,4	23,5	2,0	2,2	9,0
nov.	7,5	9,4	21,1	3,1	3,9	12,3	7,3	9,2	22,3	1,5	3,3	13,8
dic.	7,5	8,4	23,8	3,7	4,0	12,9	6,1	6,6	21,4	2,9	2,8	13,9
2006 gen.	7,6	9,1	24,3	3,5	3,6	11,3	7,1	7,7	26,2	4,6	3,1	12,7
feb.	7,2	8,9	26,9	3,2	2,5	11,9	7,5	8,1	31,0	4,6	2,8	14,2
mar.	7,6	9,3	27,3	3,0	3,0	11,6	7,9	9,3	31,5	4,3	2,6	13,0
apr.	7,2	8,9	27,3	2,7	2,4	10,2	7,9	9,3	31,3	3,4	2,7	11,4
mag.	7,8	9,9	26,7	4,1	2,6	12,1	8,3	10,5	31,3	6,9	1,8	10,5
giu.	6,6	8,1	24,8	4,5	1,8	12,3	7,1	9,5	28,1	6,0	0,7	10,5
lug.	7,0	8,3	26,7	4,3	2,2	11,6	6,9	9,0	27,2	4,1	1,2	10,5
	A lungo termine											
2005 lug.	8,4	10,3	18,6	2,7	5,4	13,2	8,8	11,0	22,6	2,7	5,1	10,5
ago.	8,1	10,0	18,8	3,5	4,8	12,4	7,4	9,3	23,5	4,5	3,0	9,9
set.	8,0	9,3	21,3	3,7	4,8	12,2	7,5	8,5	23,7	4,1	3,9	10,5
ott.	8,0	9,2	21,5	4,3	4,7	12,5	6,8	8,4	24,0	5,0	2,3	9,1
nov.	8,2	9,3	21,2	3,7	5,0	13,0	7,7	9,0	22,7	5,5	3,6	14,2
dic.	8,3	8,9	24,1	4,4	4,9	13,2	6,2	5,8	21,8	6,3	3,0	14,6
2006 gen.	8,1	9,1	24,6	5,1	4,2	11,8	7,3	7,3	26,5	7,4	3,2	13,1
feb.	7,6	8,5	27,3	6,1	3,0	12,6	7,8	7,7	31,1	7,6	2,9	15,0
mar.	7,8	8,2	27,7	5,2	3,6	12,1	8,1	7,9	31,9	6,3	3,3	13,6
apr.	7,5	8,1	27,6	5,4	3,0	10,5	8,1	7,8	31,3	5,8	3,6	12,0
mag.	7,7	8,4	26,8	6,8	3,1	12,5	7,7	7,7	31,2	8,1	2,6	11,0
giu.	6,7	7,2	24,7	6,3	2,3	12,7	7,2	8,6	27,6	6,2	1,6	10,7
lug.	7,2	7,7	26,6	5,8	2,6	11,8	7,1	8,0	26,7	4,3	2,1	10,5

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



Fonte: BCE.

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

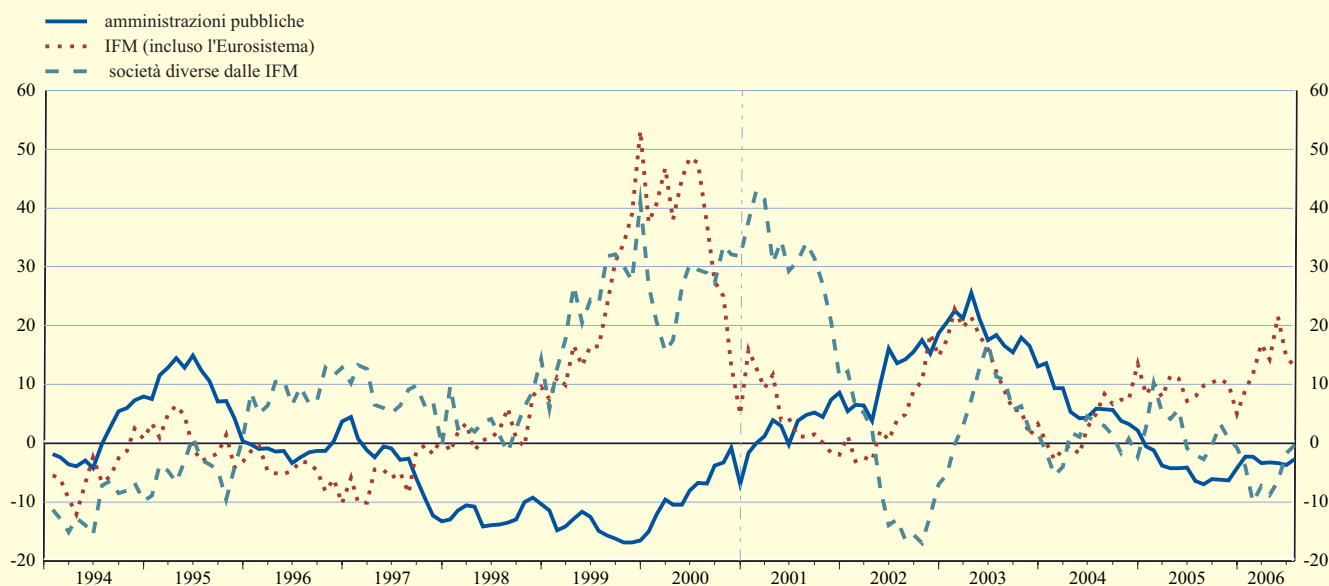
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
Tutte le valute												
2004	5,1	3,1	6,5	3,4	5,8	14,7	16,2	18,5	27,1	8,8	0,3	26,5
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,4	15,0	19,4	18,3	35,9	22,6	9,8	4,7
2005 3° trim.	4,5	3,0	6,4	0,6	5,0	15,6	20,7	19,7	38,9	17,7	11,5	1,7
4° trim.	4,7	3,9	6,4	0,5	4,8	15,9	19,1	15,3	43,9	19,6	11,7	1,9
2006 1° trim.	4,3	4,3	8,9	0,7	3,5	15,6	19,0	14,3	48,9	24,5	7,8	1,1
2° trim.	4,2	4,4	11,7	0,8	3,0	13,5	16,9	11,9	46,2	28,0	3,6	5,1
2006 feb.	3,9	4,1	9,6	1,3	2,6	16,2	19,1	14,0	51,1	25,1	7,6	0,0
mar.	4,4	4,4	10,3	0,3	3,6	14,5	18,0	12,7	51,3	24,9	4,9	3,2
apr.	4,1	4,3	11,5	0,3	3,1	12,3	17,0	12,3	48,9	26,4	2,0	3,4
mag.	4,3	4,7	11,9	1,6	3,0	14,0	17,4	12,2	45,4	29,9	5,1	6,5
giu.	3,8	4,1	13,2	1,0	2,2	14,2	14,6	9,8	38,5	30,2	2,7	7,5
lug.	4,3	4,5	14,4	0,5	2,8	13,7	15,4	10,2	40,8	30,7	4,3	5,4
Euro												
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,6	17,8	27,2	9,1	0,2	25,3
2005	4,3	0,9	9,1	-0,1	5,3	15,3	18,8	17,2	35,2	22,6	10,2	5,3
2005 3° trim.	4,1	1,0	9,9	0,4	4,9	16,0	20,5	18,9	38,4	18,5	12,1	2,6
4° trim.	4,2	1,9	8,5	0,6	4,6	16,2	18,3	13,9	41,6	21,2	12,2	2,2
2006 1° trim.	3,7	2,4	9,1	0,5	3,5	16,1	18,2	12,9	46,2	26,4	8,2	1,0
2° trim.	3,6	2,7	10,0	0,8	3,1	13,9	15,6	10,2	42,1	31,5	3,7	4,0
2006 feb.	3,3	2,3	9,6	1,3	2,6	16,7	18,3	12,6	48,0	27,2	8,0	-0,4
mar.	3,8	2,7	9,2	0,2	3,5	15,1	17,3	11,5	48,2	26,9	5,0	2,8
apr.	3,5	2,5	10,3	0,3	3,1	12,7	15,8	10,6	44,6	29,8	2,1	2,8
mag.	3,8	3,0	10,3	1,5	3,1	14,4	16,1	10,4	41,3	34,0	5,2	4,9
giu.	3,2	2,6	9,9	0,8	2,4	14,1	13,0	7,6	34,3	34,4	2,7	5,9
lug.	3,6	3,0	11,0	-0,5	2,9	13,6	13,9	8,1	35,9	35,2	4,4	3,9

### 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)

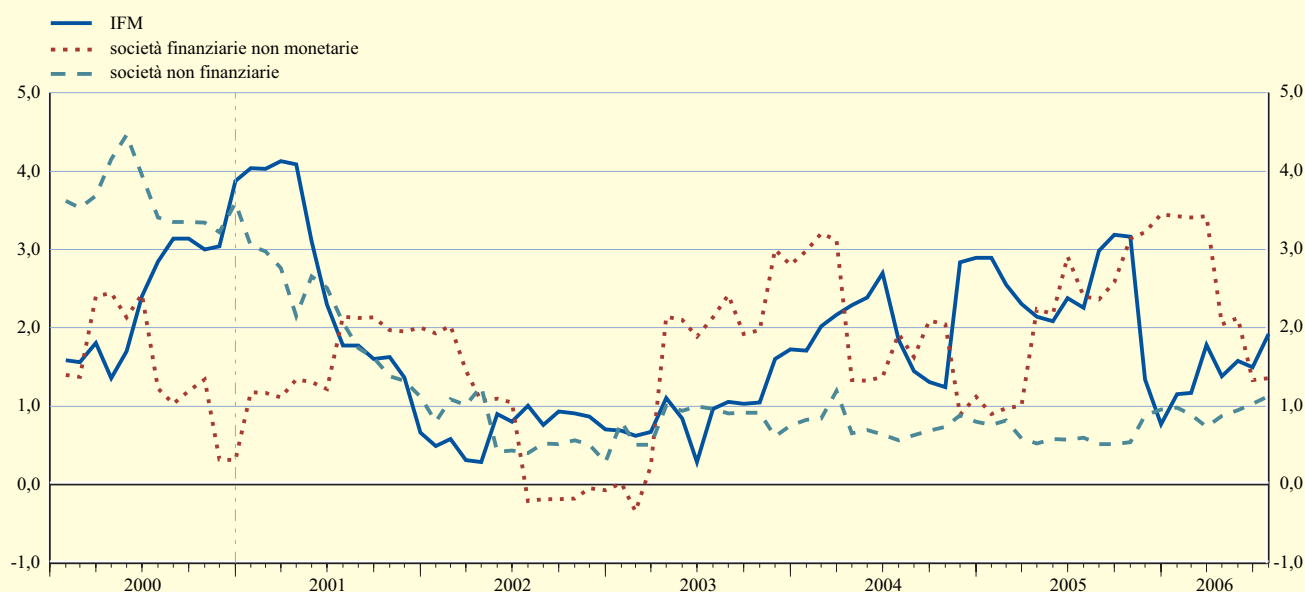
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 lug.	3.679,8	102,1	0,9	562,3	1,8	356,2	1,9	2.761,3	0,6
ago.	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	355,3	1,6	2.703,4	0,6
set.	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	364,2	2,1	2.764,1	0,7
ott.	3.787,6	102,2	0,9	598,0	1,2	374,6	2,0	2.815,0	0,7
nov.	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	388,6	0,9	2.894,1	0,9
dic.	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	407,7	1,1	2.982,4	0,8
2005 gen.	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	414,2	0,9	3.061,3	0,8
feb.	4.254,5	102,6	1,1	681,1	2,6	434,1	1,0	3.139,2	0,8
mar.	4.242,4	102,7	0,9	677,7	2,3	424,0	1,0	3.140,7	0,6
apr.	4.094,7	102,9	1,0	656,0	2,1	409,4	2,2	3.029,3	0,5
mag.	4.272,7	102,9	1,0	678,1	2,1	424,0	2,2	3.170,5	0,6
giu.	4.381,2	103,1	1,1	698,0	2,4	441,5	2,9	3.241,6	0,6
lug.	4.631,2	103,1	1,0	727,9	2,3	466,7	2,4	3.436,6	0,6
ago.	4.605,9	103,1	1,1	723,4	3,0	457,1	2,4	3.425,4	0,5
set.	4.827,2	103,3	1,1	764,1	3,2	483,7	2,6	3.579,3	0,5
ott.	4.659,4	103,4	1,2	752,4	3,2	480,5	3,1	3.426,6	0,5
nov.	4.882,0	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,2	3.559,2	0,9
dic.	5.056,2	103,8	1,2	836,4	0,8	540,8	3,4	3.679,1	1,0
2006 gen.	5.289,1	103,9	1,3	884,8	1,2	535,8	3,4	3.868,5	1,0
feb.	5.429,2	103,9	1,2	938,8	1,2	561,8	3,4	3.928,7	0,9
mar.	5.629,8	103,9	1,2	962,3	1,8	579,1	3,4	4.088,4	0,7
apr.	5.653,2	104,0	1,1	948,8	1,4	572,9	2,0	4.131,5	0,9
mag.	5.364,6	104,2	1,2	896,7	1,6	533,5	2,1	3.934,4	1,0
giu.	5.375,5	104,3	1,1	905,0	1,5	528,6	1,3	3.941,9	1,0
lug.	5.376,0	104,4	1,3	918,5	1,9	544,3	1,4	3.913,2	1,1

#### 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>

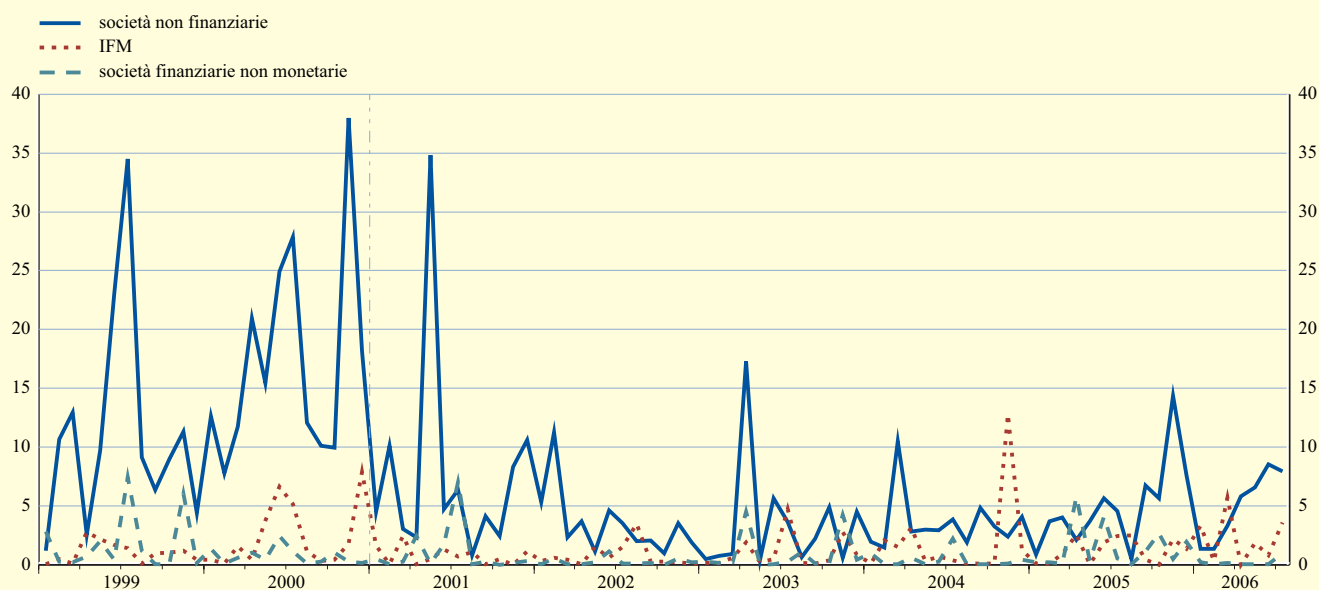
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie non monetarie			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
2004 lug.	6,4	3,8	2,6	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,9	3,8	0,1
ago.	2,0	3,1	-1,1	0,1	2,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,0	0,9
set.	4,9	2,2	2,8	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
ott.	3,3	0,7	2,6	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,2	0,7	2,5
nov.	15,3	3,6	11,7	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,3	-0,9
dic.	5,7	2,2	3,5	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	4,1	2,1	2,0
2005 gen.	1,1	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,9	1,2	-0,3
feb.	4,0	1,3	2,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,7	1,2	2,5
mar.	5,0	1,8	3,2	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	4,0	0,8	3,2
apr.	10,4	2,3	8,1	2,5	0,0	2,5	5,8	0,0	5,7	2,1	2,3	-0,2
mag.	4,0	3,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	-0,3	3,7	2,7	1,0
giu.	11,6	4,9	6,7	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	5,6	3,2	2,5
lug.	7,5	6,6	0,9	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,5	3,7	0,8
ago.	2,9	2,2	0,8	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
set.	8,2	2,3	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,1	1,0	6,7	2,2	4,5
ott.	8,3	1,6	6,7	0,0	0,1	-0,1	2,6	0,0	2,6	5,6	1,4	4,2
nov.	17,0	3,8	13,2	2,1	0,0	2,1	0,5	0,0	0,5	14,4	3,8	10,6
dic.	10,9	7,3	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,6	2,6	5,0
2006 gen.	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
feb.	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	1,3	1,6	-0,3
mar.	9,1	5,4	3,7	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	3,3	5,4	-2,1
apr.	5,8	0,4	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
mag.	8,4	2,2	6,2	1,9	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0	6,5	2,2	4,4
giu.	9,3	2,6	6,7	0,8	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	8,5	2,4	6,2
lug.	12,5	3,9	8,6	3,6	0,4	3,2	1,0	0,2	0,7	7,9	3,2	4,7

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

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



Fonte: BCE.

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

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

(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>1)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>1) 2)</sup>		A vista <sup>1)</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
2005 ago.	0,68	1,95	2,07	2,09	1,98	2,31	0,97	2,02	2,23	2,91	2,01
set.	0,69	1,97	2,05	2,04	1,98	2,29	0,97	2,04	2,23	2,97	2,03
ott.	0,69	1,99	2,28	2,16	1,97	2,27	0,97	2,04	2,58	3,54	2,01
nov.	0,70	2,02	2,34	2,18	2,00	2,27	1,00	2,08	2,18	3,52	2,02
dic.	0,71	2,15	2,25	2,21	1,97	2,30	1,02	2,25	2,48	3,55	2,22
2006 gen.	0,73	2,21	2,47	2,56	2,00	2,32	1,05	2,27	2,40	3,52	2,25
feb.	0,74	2,24	2,52	2,36	1,97	2,34	1,08	2,31	2,69	3,37	2,26
mar.	0,76	2,37	2,60	2,45	1,98	2,37	1,14	2,48	2,93	3,28	2,44
apr.	0,79	2,40	2,81	2,49	2,00	2,42	1,16	2,51	2,93	3,71	2,49
mag.	0,79	2,45	2,86	2,48	2,00	2,48	1,18	2,58	3,18	3,38	2,48
giu.	0,81	2,57	2,88	2,57	2,03	2,52	1,22	2,70	3,22	3,27	2,65
lug.	0,81	2,70	3,04	2,79	2,08	2,57	1,24	2,78	3,31	3,89	2,76

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</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
2005 ago.	9,58	7,00	6,66	8,13	7,98	3,32	3,72	4,01	4,01	3,87	3,83	4,59	4,44
set.	9,61	7,03	6,43	7,94	7,83	3,31	3,69	3,99	3,97	3,82	3,85	4,51	4,29
ott.	9,65	6,82	6,43	8,01	7,74	3,33	3,68	3,99	3,96	3,81	3,88	4,50	4,33
nov.	9,70	6,75	6,40	7,85	7,61	3,38	3,71	3,98	3,98	3,84	4,00	4,28	4,37
dic.	9,67	6,76	6,36	7,43	7,45	3,49	3,85	4,03	4,01	3,98	4,06	4,57	4,40
2006 gen.	9,80	6,94	6,48	8,13	7,87	3,61	3,91	4,14	4,06	4,09	4,15	4,59	4,34
feb.	9,61	6,88	6,34	7,95	7,76	3,66	3,97	4,14	4,06	4,08	4,24	4,66	4,35
mar.	9,90	6,79	6,28	7,88	7,65	3,73	3,99	4,22	4,10	4,15	4,33	4,72	4,49
apr.	9,76	7,06	6,31	7,92	7,76	3,84	4,07	4,33	4,17	4,29	4,30	4,85	4,62
mag.	9,78	7,23	6,23	7,89	7,77	3,90	4,15	4,40	4,19	4,34	4,43	5,05	4,76
giu.	9,84	7,11	6,31	7,82	7,71	4,00	4,19	4,48	4,25	4,42	4,52	5,09	4,71
lug.	9,86	7,34	6,31	8,02	7,87	4,11	4,23	4,52	4,34	4,52	4,55	5,24	4,74

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	Altri prestiti no 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
2005 ago.	5,10	3,91	4,45	4,16	3,00	3,53	3,80
set.	5,13	3,81	4,36	4,05	2,97	3,40	3,88
ott.	5,11	3,88	4,43	4,04	2,94	3,58	3,80
nov.	5,09	3,91	4,44	4,03	3,10	3,60	3,98
dic.	5,12	3,99	4,50	4,12	3,25	3,58	3,96
2006 gen.	5,23	4,07	4,59	4,13	3,18	3,72	3,96
feb.	5,29	4,13	4,69	4,16	3,26	4,36	4,02
mar.	5,30	4,23	4,59	4,16	3,50	3,83	4,18
apr.	5,40	4,34	4,73	4,15	3,51	3,94	4,22
mag.	5,36	4,38	4,83	4,26	3,57	4,13	4,32
giu.	5,45	4,47	4,84	4,33	3,74	4,12	4,23
lug.	5,52	4,57	4,99	4,38	3,84	4,21	4,36

Fonte: BCE.

- 1) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 2) 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.
- 3) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

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

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

#### 4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

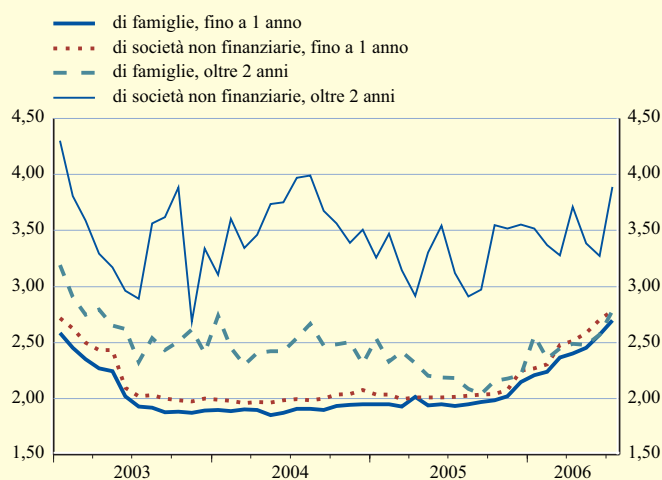
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 ago.	0,68	1,92	3,18	1,98	2,31	0,97	2,10	3,46	2,00
set.	0,69	1,92	3,19	1,98	2,29	0,97	2,12	3,56	2,01
ott.	0,69	1,93	3,17	1,97	2,27	0,97	2,12	3,40	2,03
nov.	0,70	1,96	3,15	2,00	2,27	1,00	2,16	3,43	2,06
dic.	0,71	2,01	3,15	1,97	2,30	1,02	2,30	3,41	2,16
2006 gen.	0,73	2,05	3,10	2,00	2,32	1,05	2,32	3,47	2,21
feb.	0,74	2,09	3,12	1,97	2,34	1,08	2,38	3,47	2,27
mar.	0,76	2,16	3,00	1,98	2,37	1,14	2,48	3,46	2,38
apr.	0,79	2,21	3,01	2,00	2,42	1,16	2,53	3,51	2,42
mag.	0,79	2,27	3,04	2,00	2,48	1,18	2,59	3,52	2,49
giu.	0,81	2,34	3,07	2,03	2,52	1,22	2,72	3,53	2,63
lug.	0,81	2,43	3,02	2,08	2,57	1,24	2,80	3,57	2,71

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

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 ago.	4,52	4,24	4,59	7,92	6,86	5,60	4,25	3,80	4,28
set.	4,49	4,23	4,59	7,91	6,85	5,67	4,25	3,78	4,26
ott.	4,49	4,19	4,57	7,92	6,80	5,64	4,24	3,77	4,24
nov.	4,48	4,17	4,53	7,86	6,77	5,66	4,29	3,79	4,25
dic.	4,54	4,14	4,52	7,89	6,77	5,62	4,35	3,84	4,24
2006 gen.	4,62	4,14	4,50	7,99	6,78	5,60	4,42	3,88	4,26
feb.	4,59	4,17	4,54	7,97	6,78	5,68	4,49	3,95	4,31
mar.	4,60	4,15	4,52	8,06	6,80	5,73	4,53	3,98	4,31
apr.	4,63	4,16	4,52	8,10	6,73	5,75	4,59	4,05	4,34
mag.	4,63	4,16	4,52	8,10	6,70	5,71	4,64	4,10	4,36
giu.	4,69	4,21	4,55	8,10	6,75	5,73	4,72	4,19	4,40
lug.	4,70	4,21	4,57	8,15	6,82	5,82	4,81	4,27	4,45

#### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

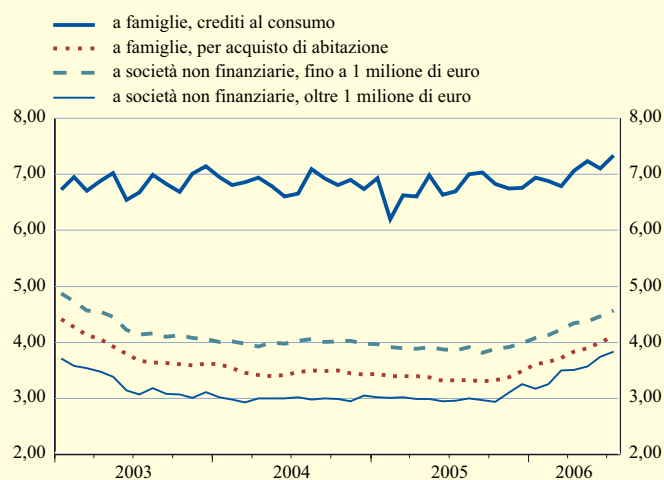
(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

#### 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)





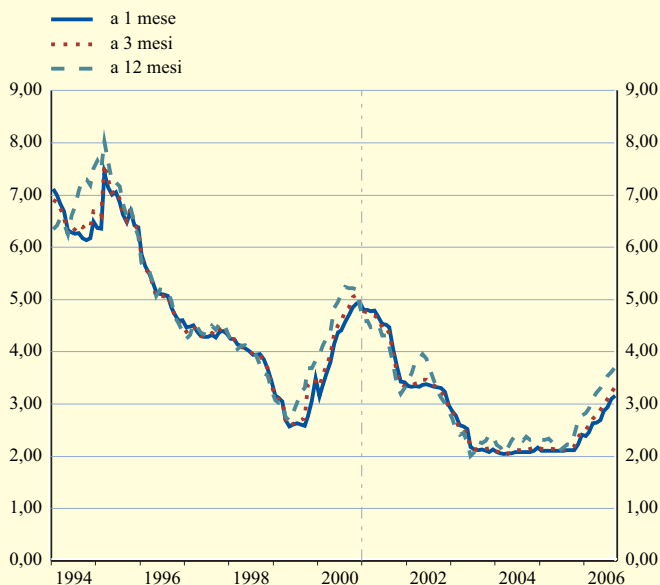
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2005 3° trim.	2,08	2,11	2,13	2,15	2,20	3,77	0,06
4° trim.	2,14	2,25	2,34	2,46	2,63	4,34	0,06
2006 1° trim.	2,40	2,50	2,61	2,75	2,95	4,76	0,08
2° trim.	2,63	2,74	2,90	3,06	3,32	5,21	0,21
3° trim.	2,94	3,06	3,22	3,41	3,62	5,43	0,41
2005 set.	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	3,91	0,06
ott.	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	4,17	0,06
nov.	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	4,35	0,06
dic.	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	4,49	0,07
2006 gen.	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	4,60	0,07
feb.	2,35	2,46	2,60	2,72	2,91	4,76	0,07
mar.	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	4,92	0,10
apr.	2,63	2,65	2,79	2,96	3,22	5,07	0,11
mag.	2,58	2,69	2,89	3,06	3,31	5,18	0,19
giu.	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	5,38	0,32
lug.	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	5,50	0,40
ago.	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	5,42	0,41
set.	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	5,38	0,42

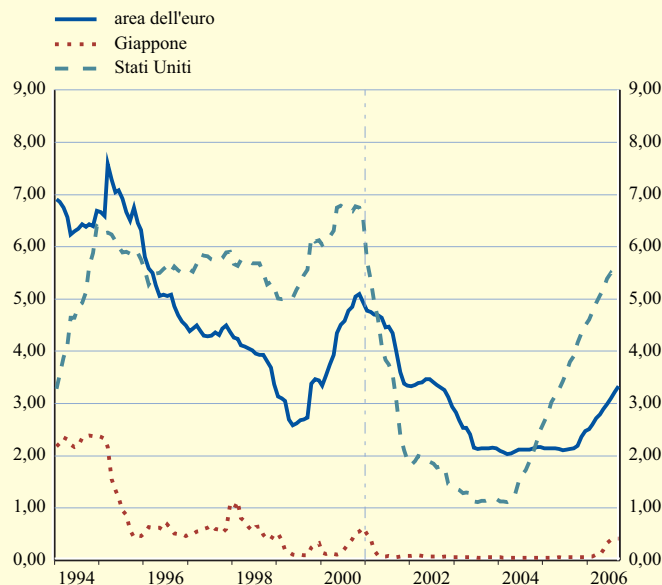
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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.

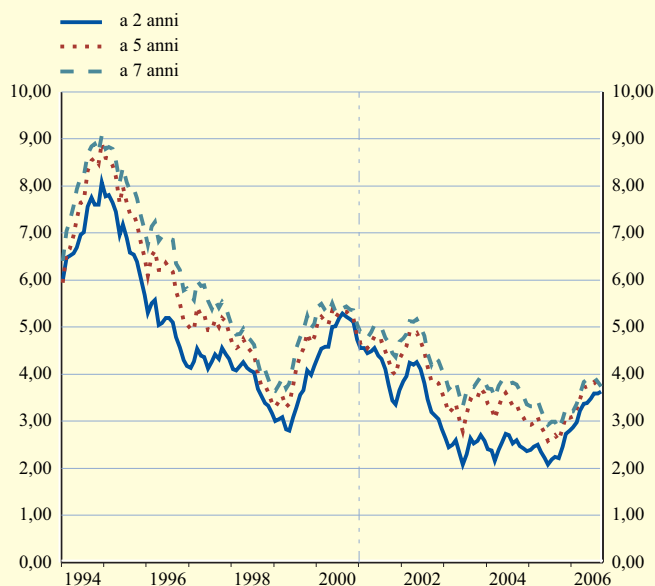
## 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2005 3° trim.	2,21	2,36	2,65	2,94	3,26	4,21	1,36
4° trim.	2,66	2,79	3,01	3,18	3,42	4,48	1,53
2006 1° trim.	3,02	3,11	3,28	3,39	3,56	4,57	1,58
2° trim.	3,41	3,53	3,75	3,88	4,05	5,07	1,90
3° trim.	3,60	3,66	3,76	3,84	3,97	4,90	1,80
2005 set.	2,21	2,34	2,60	2,84	3,16	4,19	1,38
ott.	2,45	2,61	2,85	3,05	3,32	4,45	1,54
nov.	2,73	2,86	3,10	3,28	3,53	4,53	1,52
dic.	2,80	2,88	3,07	3,21	3,41	4,46	1,54
2006 gen.	2,86	2,94	3,10	3,21	3,39	4,41	1,47
feb.	2,97	3,07	3,26	3,37	3,55	4,56	1,57
mar.	3,22	3,30	3,47	3,57	3,73	4,72	1,70
apr.	3,37	3,49	3,71	3,83	4,01	4,99	1,91
mag.	3,38	3,52	3,74	3,89	4,06	5,10	1,91
giu.	3,47	3,59	3,78	3,91	4,07	5,10	1,87
lug.	3,58	3,69	3,84	3,94	4,10	5,10	1,91
ago.	3,59	3,65	3,75	3,83	3,97	4,88	1,81
set.	3,62	3,64	3,70	3,74	3,84	4,72	1,68

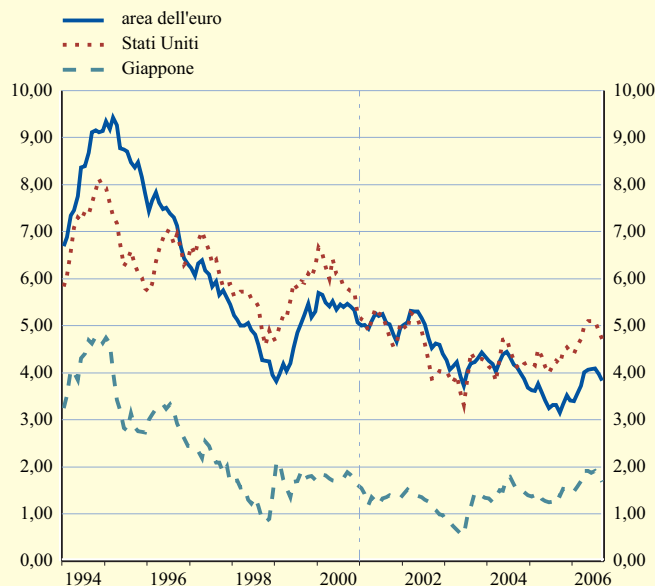
## F25 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

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



## F26 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



Fonte: BCE.

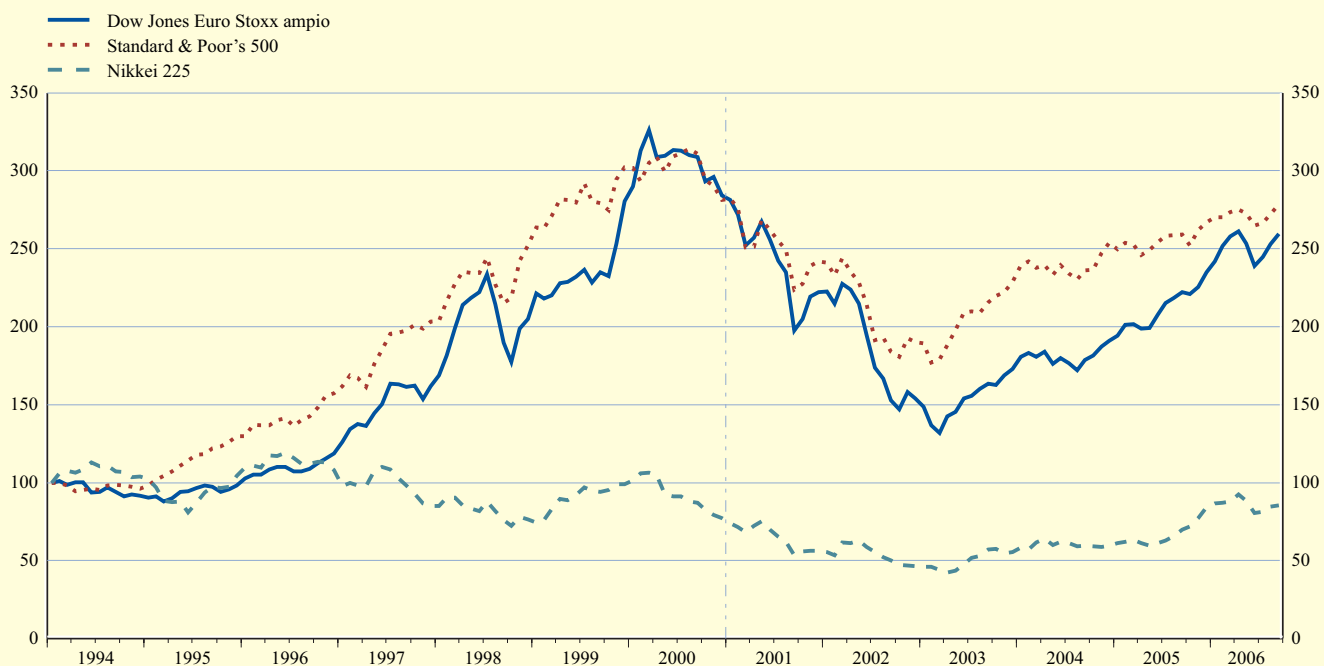
1) I rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali. Fino al dicembre 1998 questi sono ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza.

**4.8 Indici del mercato azionario**  
(livelli dell'indice; medie per periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero 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	
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2005 3° trim.	303,4	3.308,0	311,9	185,0	256,7	411,3	293,4	318,6	303,8	346,0	439,7	466,5	1.223,6	12.310,9
4° trim.	315,2	3.433,1	334,0	185,5	262,8	411,8	316,8	327,6	325,0	358,6	423,4	478,3	1.231,6	14.487,0
2006 1° trim.	347,6	3.729,4	373,1	199,2	286,5	423,6	358,4	379,7	354,5	413,3	415,8	522,4	1.283,2	16.207,8
2° trim.	348,2	3.692,9	386,0	199,6	285,5	412,8	357,5	387,5	358,0	417,7	403,5	539,1	1.280,9	16.190,0
3° trim.	350,2	3.726,8	399,7	202,0	287,9	410,1	364,7	378,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1.288,6	15.622,2
2005 set.	308,4	3.351,8	321,7	184,4	263,0	429,3	298,5	322,9	305,7	357,0	436,5	462,5	1.225,6	12.986,6
ott.	306,8	3.340,1	322,4	182,4	260,6	405,3	302,6	317,3	312,4	347,7	434,0	466,8	1.192,0	13.384,9
nov.	312,7	3.404,9	330,8	183,2	259,3	411,2	316,4	322,3	322,9	354,0	418,2	471,6	1.238,7	14.362,0
dic.	325,7	3.550,1	348,4	190,8	268,4	418,5	330,8	342,7	339,2	373,5	418,5	496,1	1.262,4	15.664,0
2006 gen.	335,5	3.626,9	356,5	196,1	276,1	429,6	340,6	361,4	344,6	391,3	414,6	519,2	1.277,7	16.103,4
feb.	349,0	3.743,8	375,9	198,0	288,5	424,3	361,7	383,9	351,7	417,8	409,1	513,8	1.277,2	16.187,6
mar.	358,0	3.814,9	386,5	203,1	294,9	417,4	372,5	393,6	366,3	430,4	422,7	532,9	1.293,7	16.325,2
apr.	362,3	3.834,6	399,0	204,8	299,9	433,6	372,9	404,0	381,1	429,3	415,8	545,4	1.301,5	17.233,0
mag.	351,7	3.726,8	392,2	200,9	287,9	415,8	362,7	394,5	358,9	420,4	401,0	542,2	1.289,6	16.430,7
giu.	331,8	3.528,7	367,8	193,6	269,8	390,7	338,2	365,2	336,0	404,4	394,8	530,2	1.253,1	14.990,3
lug.	339,6	3.617,3	389,0	196,6	277,0	409,5	348,2	369,8	321,7	415,7	393,3	548,6	1.261,2	15.133,2
ago.	351,1	3.743,9	399,7	200,9	289,3	418,2	366,5	375,9	324,4	442,3	394,9	525,3	1.287,2	15.786,8
set.	359,9	3.817,6	410,4	208,4	297,2	401,9	379,1	389,6	331,3	456,0	405,6	525,4	1.317,5	15.930,9

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

# 5

## 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)

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	Indice 2005 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici									
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	100,0	83,4	59,2	40,8	100,0	11,8	7,4	30,7	9,2	40,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	93,9	2,2	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-
2005 2° trim.	99,9	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,4	0,1	4,5	0,5
3° trim.	100,3	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,6	-0,3	0,0	5,6	0,6
4° trim.	101,0	2,3	1,5	2,4	2,1	0,4	0,7	0,6	0,2	0,4	0,5
2006 1° trim.	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,4	0,5	0,7	0,1	1,3	0,4
2° trim.	102,4	2,5	1,5	2,7	2,0	0,8	0,4	0,6	0,3	3,9	0,5
2006 apr.	102,2	2,4	1,6	2,6	2,2	0,4	0,0	0,3	0,1	2,8	0,2
mag.	102,5	2,5	1,4	2,9	1,8	0,2	0,1	0,4	0,1	1,0	0,2
giu.	102,5	2,5	1,5	2,7	2,0	0,2	0,1	0,4	0,1	-0,1	0,2
lug.	102,4	2,4	1,6	2,6	2,1	0,3	0,2	0,7	-0,1	1,4	0,2
ago.	102,5	2,3	1,5	2,5	1,9	0,1	0,1	0,8	0,0	0,1	0,1
set. <sup>2)</sup>	.	1,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu- nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
in perc. del totale <sup>1)</sup>	19,3	11,8	7,4	39,9	30,7	9,2	10,3	6,3	6,4	2,9	14,5	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2005 2° trim.	1,2	1,6	0,8	2,1	0,3	8,8	2,7	2,1	2,4	-2,0	2,3	3,4
3° trim.	1,4	1,8	0,8	2,8	0,1	12,7	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	3,0
4° trim.	1,9	2,2	1,4	2,7	0,4	11,1	2,5	1,9	2,7	-2,7	2,3	2,7
2006 1° trim.	1,8	2,0	1,4	3,0	0,3	12,2	2,5	2,0	2,4	-3,3	2,2	2,3
2° trim.	2,0	2,2	1,6	3,1	0,6	11,6	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,3	2,2
2006 mar.	1,6	2,3	0,6	2,7	0,5	10,5	2,6	2,1	2,3	-3,5	2,1	2,3
apr.	1,8	2,2	1,2	2,9	0,6	11,0	2,6	2,1	3,1	-3,7	2,7	2,1
mag.	2,0	2,2	1,5	3,4	0,6	12,9	2,5	2,1	2,6	-3,5	1,9	2,2
giu.	2,2	2,2	2,1	3,0	0,7	11,0	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,2	2,3
lug.	2,7	2,3	3,2	2,6	0,5	9,5	2,5	2,1	2,8	-3,5	2,5	2,3
ago.	2,9	2,2	3,9	2,3	0,5	8,1	2,5	2,1	2,6	-3,9	2,3	2,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Con riferimento al 2006.

2) Stime basate su dati nazionali provvisori che coprono il 95 per cento dell'area dell'euro nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

**5.1 IAPC, altri prezzi e costi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Prezzi internazionali delle materie prime <sup>3)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>4)</sup> (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici						
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
in perc. del totale <sup>5)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Totale	Totale al netto dell'energia	14
	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			100,0	32,8	
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	6,8	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	6,8	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,2	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,0	13,4	3,1	7,7	28,5	9,4	44,6
2005 3° trim.	110,8	4,2	3,0	1,3	1,7	1,2	0,9	1,2	0,9	15,7	3,0	-	33,5	11,6	50,9
4° trim.	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,4	1,2	1,4	15,6	3,0	7,3 <sup>6)</sup>	34,2	23,2	48,6
2006 1° trim.	113,9	5,2	3,2	1,7	2,3	1,0	1,5	1,4	1,5	19,0	2,6	-	36,4	23,6	52,3
2° trim.	115,8	5,8	3,9	2,7	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,4	3,5	-	30,0	26,2	56,2
3° trim.													13,4	26,6	55,7
2006 apr.	115,4	5,5	3,5	2,2	3,4	1,2	1,6	1,5	1,6	17,7	-	-	35,0	25,4	57,6
mag.	115,8	6,1	4,3	2,7	4,6	1,1	1,7	1,7	1,7	18,7	-	-	36,2	31,5	55,7
giu.	116,1	5,8	4,0	3,0	5,3	1,3	1,8	1,6	1,9	16,0	-	-	20,0	22,0	55,4
lug.	116,9	6,0	4,3	3,5	6,2	1,5	2,0	1,8	2,0	14,9	-	-	21,6	26,7	58,8
ago.	117,1	5,7	4,0	3,6	6,5	1,6	2,0	1,8	2,0	12,7	-	-	14,8	26,8	57,8
set.											-	-	4,0	26,4	50,3

**3. Costo orario del lavoro<sup>7)</sup>**

	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
2002	107,6	3,5	3,3	4,4	3,2	4,4	3,6	2,7
2003	110,9	3,1	2,9	3,9	3,1	3,9	2,9	2,4
2004	113,4	2,3	2,1	2,6	2,7	2,9	1,9	2,1
2005	116,0	2,2	2,3	1,9	2,3	2,1	2,2	2,1
2005 2° trim.	115,8	2,3	2,2	2,4	2,2	2,3	2,4	2,1
3° trim.	116,3	1,8	2,2	0,6	2,2	1,6	1,7	2,1
4° trim.	117,0	2,0	2,1	1,8	2,1	1,5	2,0	2,0
2006 1° trim.	117,6	2,2	2,5	1,1	2,3	2,1	2,1	2,1
2° trim.	118,2	2,4	2,4	1,9	3,0	0,7	2,2	2,4

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

- 1) Costruzioni residenziali, sulla base di dati non armonizzati.
- 2) Indicatore dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, sulla base di fonti non armonizzate.
- 3) Si riferisce a prezzi espressi in euro.
- 4) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 5) Nel 2000.
- 6) I dati trimestrali per il secondo e quarto trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima e seconda metà dell'anno rispettivamente. Alcuni dati nazionali sono disponibili solo a frequenza annuale, pertanto la stima del dato semestrale essendo parzialmente derivata da quello annuale risulta meno accurata di quest'ultimo.
- 7) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>								
2002	104,6	2,4	0,9	1,0	3,0	1,6	3,3	3,5
2003	106,4	1,7	6,1	0,4	3,1	2,6	1,0	2,4
2004	107,5	1,1	-9,8	-1,1	2,9	0,0	2,9	2,7
2005	108,5	0,9	6,9	-0,9	3,1	0,1	1,8	1,6
2005 1° trim.	108,2	1,1	5,1	-0,8	4,3	1,1	1,4	1,4
2° trim.	108,4	0,9	8,6	-0,6	3,6	0,3	1,8	1,2
3° trim.	108,2	0,6	6,5	-0,6	1,8	-0,6	1,8	1,5
4° trim.	109,0	0,9	7,2	-1,6	2,9	-0,3	2,1	2,4
2006 1° trim.	109,1	0,8	2,3	-1,7	3,6	-0,9	2,7	2,5
Redditi per occupato								
2002	105,2	2,6	2,2	2,0	3,2	2,2	2,8	3,1
2003	107,3	2,0	2,6	2,1	2,6	1,9	2,1	1,9
2004	109,6	2,1	2,1	2,6	2,6	1,4	2,1	2,2
2005	111,3	1,6	2,6	1,4	1,9	1,5	1,9	1,6
2005 1° trim.	110,6	1,5	3,9	1,1	0,9	1,9	2,0	1,4
2° trim.	111,0	1,4	2,7	1,4	2,3	1,4	2,2	0,9
3° trim.	111,3	1,5	1,9	1,6	2,1	1,4	1,7	1,3
4° trim.	112,2	1,9	1,8	1,7	2,4	1,3	1,6	2,7
2006 1° trim.	112,8	1,9	0,4	2,5	3,3	1,3	1,9	1,9
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>								
2002	100,6	0,2	1,3	1,0	0,3	0,6	-0,5	-0,3
2003	100,9	0,3	-3,2	1,7	-0,4	-0,7	1,1	-0,4
2004	101,9	1,0	13,2	3,7	-0,4	1,4	-0,8	-0,5
2005	102,6	0,7	-4,0	2,4	-1,2	1,3	0,1	0,0
2005 2° trim.	102,5	0,5	-5,4	2,0	-1,3	1,1	0,4	-0,3
3° trim.	102,9	0,9	-4,3	2,2	0,3	1,9	0,0	-0,2
4° trim.	102,9	1,0	-5,1	3,3	-0,5	1,6	-0,5	0,3
2006 1° trim.	103,4	1,1	-1,8	4,3	-0,2	2,2	-0,8	-0,6
2° trim.	103,9	1,4	.	.	.	.	.	.

### 5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	105,1	2,6	2,0	1,9	3,1	1,4	-0,2	-2,0
2003	107,3	2,1	2,0	2,1	2,3	1,2	-1,3	-1,8
2004	109,3	1,9	2,1	2,1	2,3	2,4	1,1	1,5
2005	111,4	1,8	2,2	2,1	2,2	2,3	2,7	3,7
2005 2° trim.	111,0	1,6	1,9	1,9	1,6	2,1	2,4	3,1
3° trim.	111,6	1,8	2,3	2,1	2,1	2,0	2,6	3,9
4° trim.	112,3	2,0	2,4	2,2	2,7	2,2	3,1	4,1
2006 1° trim.	112,5	1,8	2,5	2,3	2,1	2,7	3,2	5,4
2° trim.	112,9	1,7	2,4	2,3	1,8	2,9	3,4	5,3

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>									
2002	7.251,3	7.059,2	4.142,2	1.465,0	1.464,1	-12,1	192,0	2.628,9	2.436,9
2003	7.460,5	7.303,6	4.278,5	1.526,2	1.496,8	2,1	156,9	2.625,0	2.468,0
2004	7.734,6	7.574,8	4.425,8	1.579,5	1.559,7	9,9	159,7	2.821,7	2.661,9
2005	7.994,0	7.878,0	4.579,0	1.636,5	1.639,7	22,8	116,0	3.028,4	2.912,5
2005 2° trim.	1.986,0	1.955,9	1.138,0	406,6	407,1	4,1	30,1	744,7	714,6
3° trim.	2.008,2	1.982,3	1.153,2	410,2	413,9	4,9	25,9	770,8	744,9
4° trim.	2.029,4	2.005,6	1.160,1	417,8	418,3	9,4	23,7	785,6	761,9
2006 1° trim.	2.048,0	2.025,3	1.174,9	419,7	426,2	4,5	22,7	822,8	800,1
2° trim.	2.073,7	2.050,4	1.183,7	422,4	438,4	5,9	23,3	838,9	815,6
<i>in percentuale del PIL</i>									
2005	100,0	98,5	57,3	20,5	20,5	0,3	1,5	-	-
<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>									
2005 2° trim.	0,4	0,6	0,4	0,6	1,2	-	-	1,9	2,6
3° trim.	0,6	0,5	0,7	0,7	1,2	-	-	2,6	2,5
4° trim.	0,3	0,6	0,1	0,2	0,4	-	-	0,9	1,6
2006 1° trim.	0,8	0,4	0,7	0,8	0,9	-	-	3,9	2,9
2° trim.	0,9	0,8	0,3	0,4	2,1	-	-	1,3	1,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2002	0,9	0,4	0,8	2,4	-1,5	-	-	1,7	0,3
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,0	-	-	1,1	3,1
2004	1,9	1,8	1,5	1,2	2,1	-	-	6,8	6,7
2005	1,4	1,7	1,3	1,4	2,7	-	-	4,2	5,3
2005 2° trim.	1,3	1,9	1,4	1,4	2,7	-	-	3,4	5,4
3° trim.	1,7	1,7	1,8	1,5	3,4	-	-	5,4	5,8
4° trim.	1,8	2,0	1,1	1,7	3,3	-	-	5,0	5,6
2006 1° trim.	2,1	2,1	1,8	2,3	3,7	-	-	9,6	9,9
2° trim.	2,6	2,3	1,7	2,0	4,6	-	-	9,0	8,3
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2005 2° trim.	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,2	-	-
3° trim.	0,6	0,5	0,4	0,1	0,2	-0,3	0,1	-	-
4° trim.	0,3	0,6	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,2	-	-
2006 1° trim.	0,8	0,4	0,4	0,2	0,2	-0,4	0,4	-	-
2° trim.	0,9	0,8	0,2	0,1	0,4	0,1	0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2002	0,9	0,3	0,5	0,5	-0,3	-0,3	0,5	-	-
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	-0,7	-	-
2004	1,9	1,7	0,9	0,2	0,4	0,2	0,2	-	-
2005	1,4	1,6	0,8	0,3	0,5	0,1	-0,3	-	-
2005 2° trim.	1,3	1,9	0,8	0,3	0,5	0,3	-0,6	-	-
3° trim.	1,7	1,7	1,0	0,3	0,7	-0,4	0,0	-	-
4° trim.	1,8	1,9	0,6	0,3	0,7	0,3	-0,1	-	-
2006 1° trim.	2,1	2,1	1,0	0,5	0,7	-0,2	0,1	-	-
2° trim.	2,6	2,3	1,0	0,4	1,0	-0,1	0,4	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella tavola 1 della sezione 7.3.
- 2) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

## 5.2 Produzione e domanda

### 2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2002	6.517,1	153,1	1.381,0	373,9	1.389,1	1.747,8	1.472,3	734,2
2003	6.703,2	152,4	1.381,9	390,1	1.423,2	1.825,8	1.529,9	757,3
2004	6.940,9	156,5	1.428,2	413,6	1.472,8	1.893,0	1.576,8	793,7
2005	7.160,4	144,2	1.461,7	434,8	1.519,1	1.972,0	1.628,7	833,5
2005 2° trim.	1.780,9	35,7	364,7	107,4	378,5	489,3	405,3	205,1
3° trim.	1.797,5	35,8	366,5	109,8	382,3	496,0	407,2	210,7
4° trim.	1.815,0	36,3	368,9	112,3	383,2	500,3	414,0	214,4
2006 1° trim.	1.830,9	36,1	373,0	113,7	385,1	510,0	413,1	217,0
2° trim.	1.853,7	36,3	378,3	117,1	389,8	517,0	415,3	220,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2005	100,0	2,0	20,4	6,1	21,2	27,5	22,7	-
<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>								
2005 2° trim.	0,5	-1,6	0,7	1,3	0,8	0,3	0,1	-0,1
3° trim.	0,5	0,4	0,7	0,2	0,7	0,5	0,2	1,5
4° trim.	0,4	0,9	0,5	0,8	0,6	0,1	0,1	0,3
2006 1° trim.	0,8	-1,6	1,4	-0,5	0,8	1,1	0,2	1,0
2° trim.	1,0	1,4	1,3	2,4	1,4	0,8	0,4	-0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2002	0,9	-0,6	-0,3	0,0	1,2	1,5	1,6	0,2
2003	0,7	-5,9	0,3	0,4	0,0	1,7	1,3	1,5
2004	2,1	11,7	2,2	1,3	2,5	1,5	1,5	0,8
2005	1,4	-5,5	1,3	0,9	2,0	2,0	1,1	1,2
2005 2° trim.	1,3	-6,6	0,7	1,0	1,8	2,3	1,1	1,1
3° trim.	1,6	-6,4	1,3	1,7	2,4	2,0	1,3	2,2
4° trim.	1,8	-6,0	2,1	1,6	2,4	2,2	1,3	1,9
2006 1° trim.	2,1	-1,9	3,3	1,8	2,9	2,0	0,7	2,7
2° trim.	2,7	1,1	4,0	2,9	3,6	2,5	1,0	2,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2005 2° trim.	0,5	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
3° trim.	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-
4° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2006 1° trim.	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
2° trim.	1,0	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2002	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,4	-
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,5	0,3	-
2004	2,1	0,3	0,4	0,1	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,4	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,6	0,2	-
2005 2° trim.	1,3	-0,2	0,1	0,1	0,4	0,6	0,3	-
3° trim.	1,6	-0,1	0,3	0,1	0,5	0,6	0,3	-
4° trim.	1,8	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,6	0,3	-
2006 1° trim.	2,1	0,0	0,7	0,1	0,6	0,6	0,2	-
2° trim.	2,7	0,0	0,8	0,2	0,8	0,7	0,2	-

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	
2003	0,4	100,3	0,3	0,1	0,1	0,3	-0,1	-0,4	-4,4	0,4	2,8	0,6	
2004	2,1	102,3	2,0	2,1	1,9	2,2	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1	
2005	0,9	103,6	1,2	1,2	1,0	0,7	2,6	0,6	-1,0	0,9	1,2	-0,6	
2005 3° trim.	1,2	104,1	1,4	1,4	1,4	0,8	2,8	1,5	-0,4	1,8	0,4	0,9	
4° trim.	1,7	104,7	2,0	2,2	2,2	2,3	2,9	1,3	1,7	1,2	1,8	0,2	
2006 1° trim.	3,7	105,8	3,4	3,5	3,4	2,9	5,1	2,1	2,5	2,0	3,8	1,6	
2° trim.	2,7	106,8	3,8	3,8	4,1	5,2	4,8	2,2	3,4	2,0	0,7	3,5	
2006 feb.	2,9	105,5	2,9	3,1	2,8	1,8	5,6	2,4	2,0	2,5	2,2	2,1	
mar.	5,7	106,3	4,2	5,1	5,0	4,8	5,6	2,8	3,1	2,8	3,1	4,4	
apr.	0,2	105,6	1,7	0,7	0,7	2,4	2,2	0,1	-1,0	0,3	1,3	2,0	
mag.	3,9	107,5	5,2	5,9	6,2	6,4	7,6	4,0	7,7	3,4	-0,8	5,1	
giu.	3,9	107,5	4,4	4,7	5,4	6,7	4,7	2,5	3,7	2,3	1,6	3,4	
lug.	.	107,0	3,2	3,4	3,5	4,9	3,9	0,8	3,4	0,4	2,4	.	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2006 feb.	-0,3	-	-0,1	0,1	0,0	-0,6	0,5	0,5	-0,3	0,7	-0,5	1,3	
mar.	1,2	-	0,8	0,7	1,1	1,3	0,6	0,2	0,5	0,1	0,5	-0,3	
apr.	-1,4	-	-0,7	-0,4	-1,0	-0,2	-1,0	-0,5	-0,9	-0,4	-2,5	1,6	
mag.	1,9	-	1,7	2,0	2,4	2,2	2,8	1,7	4,3	1,2	-1,6	2,2	
giu.	0,1	-	0,0	-0,2	0,0	0,2	-0,8	-0,5	-1,4	-0,4	3,1	-0,6	
lug.	.	-	-0,4	-0,5	-0,7	-0,5	0,0	-0,8	-0,3	-0,9	1,1	.	

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2003	98,4	0,2	101,3	-0,2	2,2	103,7	0,7	1,3	0,2	-1,8	0,6	911	-1,5
2004	105,3	7,3	106,2	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,8	3,3	922	1,1
2005	110,7	4,6	110,7	3,7	2,2	106,6	1,2	0,7	1,6	2,1	1,2	936	1,5
2005 3° trim.	110,3	4,5	111,3	3,9	2,5	106,7	1,5	0,5	2,1	2,5	1,9	949	4,9
4° trim.	117,4	7,4	113,3	4,1	2,3	107,2	1,2	0,6	1,7	2,7	1,6	934	-1,2
2006 1° trim.	117,7	12,4	115,4	9,0	2,3	107,4	0,9	0,3	1,3	1,5	2,3	946	2,0
2° trim.	118,4	8,0	118,3	6,4	3,1	108,0	1,7	0,7	2,4	2,6	3,5	957	2,4
2006 mar.	118,1	13,7	115,8	11,4	1,3	107,0	0,0	-0,9	0,8	-2,2	2,5	951	1,5
apr.	117,2	3,9	116,4	-0,4	3,2	108,0	2,1	1,5	2,4	1,8	3,2	955	1,8
mag.	120,3	14,8	120,1	13,3	3,1	107,9	1,5	-0,1	3,1	4,3	4,7	967	8,9
giu.	117,7	5,7	118,2	6,5	2,9	108,2	1,4	0,9	1,8	1,8	2,5	948	-2,5
lug.	119,8	9,6	118,9	7,4	3,6	108,5	1,9	1,7	2,1	2,6	3,1	915	-4,7
ago.	.	.	.	.	3,8	109,3	2,4	0,7	3,8	.	.	934	-1,2
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2006 mar.	-	-1,3	-	0,4	-0,3	-	-0,6	-1,1	0,0	-1,6	0,1	-	1,1
apr.	-	-0,8	-	0,6	0,7	-	0,9	0,9	0,8	2,6	0,6	-	0,5
mag.	-	2,6	-	3,1	0,3	-	0,0	-0,5	0,4	0,9	1,2	-	1,3
giu.	-	-2,1	-	-1,5	0,3	-	0,2	0,6	-0,2	-0,5	-0,7	-	-2,0
lug.	-	1,7	-	0,6	0,6	-	0,4	0,5	0,3	0,6	0,3	-	-3,5
ago.	-	.	-	.	0,7	-	0,7	-0,4	1,6	.	.	-	2,0

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 quelli mensili.

## 5.2 Produzione e domanda

(saldi percentuali<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

### 5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Capacità utilizzata <sup>4)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie <sup>3)</sup>				
		Clima di fiducia				Totale <sup>5)</sup>		Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi	
		Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2002	94,9	-11	-25	11	3	81,0	-11	-1	-11	26	-4	
2003	93,7	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10	
2004	99,7	-5	-16	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9	
2005	98,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9	
2005 3° trim.	97,9	-7	-17	11	6	80,9	-15	-4	-17	29	-9	
4° trim.	100,6	-6	-15	10	7	81,5	-13	-4	-15	22	-9	
2006 1° trim.	103,1	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-9	
2° trim.	107,2	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9	
3° trim.	108,7	4	3	4	12	.	-8	-3	-10	12	-8	
2006 apr.	106,3	2	-1	7	13	82,4	-11	-3	-8	22	-9	
mag.	107,4	2	-2	6	14	-	-9	-3	-10	14	-8	
giu.	107,9	3	2	5	13	-	-9	-4	-11	13	-10	
lug.	108,6	4	3	5	13	83,5	-8	-4	-10	13	-7	
ago.	108,3	2	3	5	9	-	-9	-4	-10	11	-10	
set.	109,3	4	4	4	13	-	-8	-3	-9	12	-7	

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
2002	-15	-22	-8	-14	-17	16	-10	3	-2	-4	15
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	0	4	-5	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-13	14	1	11	7	8	18
2005	-7	-12	-2	-8	-13	13	3	11	5	10	18
2005 3° trim.	-7	-13	-1	-8	-14	14	3	11	5	10	17
4° trim.	-3	-8	2	-5	-9	15	11	14	10	13	19
2006 1° trim.	-2	-8	3	-3	-4	15	9	15	10	14	20
2° trim.	-1	-6	4	1	1	14	16	19	14	18	24
3° trim.	3	-2	7	1	4	14	13	20	14	19	26
2006 apr.	-2	-7	4	0	0	15	16	18	14	17	24
mag.	-2	-6	3	0	-1	15	14	20	16	19	23
giu.	-1	-5	4	3	3	12	18	19	14	19	24
lug.	2	-2	5	0	2	15	12	20	16	18	26
ago.	2	-4	8	1	2	14	14	21	14	21	28
set.	4	0	8	3	8	12	13	18	12	19	24

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 a partire da gennaio 1985.
- 3) I risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

**5.3 Mercato del lavoro <sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

**1. Occupazione**

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,6	15,4	4,3	17,8	7,5	24,9	15,0	30,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	134,863	0,7	0,8	0,3	-1,8	-1,2	-0,1	0,6	2,0	2,0
2003	135,461	0,4	0,5	0,0	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,7	1,7
2004	136,420	0,7	0,7	0,8	-1,7	-1,4	1,4	0,9	1,9	1,5
2005	137,474	0,8	0,9	-0,1	-1,6	-1,1	2,2	0,7	2,1	1,3
2005 2° trim.	137,275	0,7	0,8	0,3	-1,3	-1,5	2,3	0,7	1,8	1,5
3° trim.	137,547	0,7	0,9	-0,7	-2,0	-0,8	1,3	0,3	2,1	1,4
4° trim.	137,995	0,7	1,0	-0,8	-0,8	-1,1	1,9	0,6	2,6	0,9
2006 1° trim.	138,439	1,0	1,1	0,4	-0,2	-0,9	2,0	0,7	2,9	1,3
2° trim.	138,996	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2005 2° trim.	0,196	0,1	0,2	0,0	0,2	-0,4	0,5	-0,1	0,4	0,4
3° trim.	0,272	0,2	0,3	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,4
4° trim.	0,448	0,3	0,4	0,1	0,2	-0,2	1,0	0,4	1,1	0,0
2006 1° trim.	0,443	0,3	0,3	0,7	-0,5	-0,2	0,6	0,4	0,6	0,5
2° trim.	0,557	0,4	.	.	.	.	.	.	.	.

**2. Disoccupazione**

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		75,6		24,4		48,4		51,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	11,760	8,3	8,740	7,0	3,020	16,8	5,515	6,9	6,245	10,1
2003	12,548	8,7	9,420	7,5	3,128	17,6	5,975	7,4	6,573	10,5
2004	12,900	8,9	9,751	7,6	3,149	18,0	6,186	7,6	6,714	10,5
2005	12,628	8,6	9,545	7,4	3,083	17,8	6,116	7,4	6,511	10,1
2005 2° trim.	12,790	8,7	9,673	7,5	3,117	17,9	6,211	7,6	6,579	10,2
3° trim.	12,489	8,5	9,472	7,3	3,016	17,5	6,070	7,4	6,419	9,9
4° trim.	12,298	8,4	9,268	7,2	3,030	17,7	5,910	7,2	6,388	9,9
2006 1° trim.	11,926	8,1	8,942	6,9	2,984	17,3	5,740	7,0	6,185	9,6
2° trim.	11,581	7,9	8,704	6,7	2,877	16,7	5,619	6,8	5,962	9,2
2006 mar.	11,778	8,0	8,824	6,8	2,954	17,2	5,693	6,9	6,084	9,4
apr.	11,647	7,9	8,748	6,8	2,899	16,9	5,650	6,9	5,997	9,3
mag.	11,566	7,9	8,702	6,7	2,865	16,7	5,618	6,8	5,949	9,2
giu.	11,530	7,9	8,662	6,7	2,867	16,6	5,590	6,8	5,939	9,2
lug.	11,514	7,8	8,614	6,7	2,900	16,8	5,570	6,8	5,944	9,2
ago.	11,521	7,9	8,590	6,6	2,931	17,0	5,569	6,8	5,953	9,2

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.

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.

## 6

## 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 scale <sup>3)</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				
1997	47,1	46,6	11,9	9,0	2,6	13,3	0,7	17,2	8,6	5,4	2,3	0,5	0,3	42,7			
1998	46,6	46,3	12,2	9,5	2,3	13,9	0,6	16,2	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,6			
1999	47,1	46,8	12,6	9,7	2,5	14,2	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,1			
2000	46,7	46,4	12,7	9,8	2,7	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,8			
2001	45,8	45,6	12,3	9,6	2,4	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8			
2002	45,3	45,0	11,9	9,4	2,2	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3			
2003	45,2	44,6	11,5	9,1	2,1	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3			
2004	44,8	44,3	11,4	8,8	2,3	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,0			
2005	45,2	44,7	11,7	8,9	2,5	13,7	0,3	15,6	8,2	4,5	2,2	0,5	0,3	41,3			

## 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	
1997	49,7	46,1	10,9	4,8	5,0	25,4	22,6	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	44,7				
1998	48,9	45,1	10,6	4,6	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,3	0,1	44,2				
1999	48,4	44,6	10,6	4,8	4,1	25,2	22,2	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	21,8	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,8				
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,9	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9				
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3				
2003	48,3	44,3	10,5	4,9	3,3	25,5	22,7	1,8	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,9				
2004	47,6	43,8	10,4	5,0	3,1	25,3	22,5	1,8	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	44,5				
2005	47,6	43,8	10,4	5,0	3,0	25,3	22,5	1,7	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	44,5				

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>4)</sup>						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)		
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,8	4,9	1,9	2,3	8,2	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,6	4,8	1,9	2,3	8,0	11,7
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,9	2,3	8,1	11,8
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	8,0	11,8
2001	-1,9	-1,7	-0,4	0,1	0,4	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	7,9	11,9
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,0	12,2
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,3	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,0	12,5
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,8	2,1	8,0	12,4
2005	-2,4	-2,1	-0,3	-0,2	0,2	0,6	20,4	10,4	5,0	5,2	1,8	2,2	8,0	12,5

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	0,0	-3,7	-4,9	-0,3	-3,2	-0,4	-2,9	2,0	-2,0	-0,5	-2,9	4,1
2003	0,1	-4,0	-5,8	0,0	-4,2	0,2	-3,4	0,2	-3,1	-1,5	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-6,9	-0,1	-3,7	1,5	-3,4	-1,1	-1,9	-1,1	-3,2	2,3
2005	0,1	-3,3	-4,5	1,1	-2,9	1,0	-4,1	-1,9	-0,3	-1,5	-6,0	2,6

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

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

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

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

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

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>			Altri creditori <sup>3)</sup>	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1996	75,1	2,8	17,0	7,9	47,4	58,7	32,5	10,0	16,1	16,4
1997	74,2	2,8	16,0	6,5	48,9	56,2	31,1	11,8	13,3	18,0
1998	72,8	2,7	15,0	5,6	49,4	53,0	29,3	12,8	10,9	19,8
1999	72,1	2,9	14,2	4,3	50,7	48,4	27,4	9,8	11,3	23,7
2000	69,6	2,7	13,1	3,7	50,1	43,9	24,0	8,9	11,0	25,6
2001	68,3	2,8	12,3	4,0	49,2	42,0	22,9	8,0	11,1	26,3
2002	68,1	2,7	11,7	4,6	49,2	40,0	21,6	7,6	10,8	28,2
2003	69,3	2,1	12,3	5,1	49,9	39,1	21,6	8,3	9,2	30,3
2004	69,9	2,2	11,9	5,1	50,7	37,9	20,8	8,3	8,9	31,9
2005	70,7	2,4	11,7	4,9	51,7	36,9	20,3	8,2	8,4	33,8

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

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri <sup>5)</sup>	Altre valute
1996	75,1	63,0	5,9	5,7	0,5	11,6	63,5	7,1	19,1	26,3	29,8	72,5	2,6
1997	74,2	62,2	6,1	5,4	0,6	9,9	64,3	6,8	18,1	26,0	30,1	71,4	2,8
1998	72,8	61,2	6,1	5,2	0,4	8,9	64,0	6,3	15,6	27,0	30,3	70,1	2,7
1999	72,1	60,6	6,0	5,1	0,4	7,7	64,4	5,6	13,4	28,3	30,5	70,1	2,0
2000	69,6	58,3	5,9	4,9	0,4	6,8	62,8	4,9	13,2	28,9	27,4	67,8	1,8
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,2	61,2	3,7	13,6	27,5	27,2	66,8	1,5
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	8,2	59,9	3,9	15,2	25,8	27,2	66,8	1,3
2003	69,3	57,0	6,6	5,1	0,6	8,6	60,8	4,0	14,4	26,6	28,3	68,3	1,0
2004	69,9	57,5	6,7	5,2	0,4	8,5	61,4	3,9	14,4	27,4	28,0	68,8	1,0
2005	70,7	58,1	6,8	5,3	0,5	8,7	62,0	3,8	14,4	28,0	28,4	69,7	1,1

### 3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	103,2	60,3	110,7	52,5	58,2	32,1	105,5	6,5	50,5	66,0	55,5	41,3
2003	98,5	63,8	107,8	48,9	62,4	31,1	104,2	6,3	51,9	64,4	57,0	44,3
2004	94,7	65,5	108,5	46,4	64,4	29,4	103,8	6,6	52,6	63,6	58,7	44,3
2005	93,3	67,7	107,5	43,2	66,8	27,6	106,4	6,2	52,9	62,9	63,9	41,1

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

- 1) Dati parzialmente stimati. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate.
- 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
1997	1,9	2,3	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,3	-0,2	2,1	2,2
1998	1,8	2,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,6	-0,8	-0,4	1,5	2,5
1999	2,0	1,6	0,4	0,1	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-2,6	-0,9	-2,5	4,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,1	-2,0	-0,4	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,5	1,3	0,0	-0,1	-0,5	1,8
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,6	-0,5	-0,2	2,7
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,2	0,6	0,9	2,9
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	2,6	0,3	0,0	0,3	2,8
2005	3,1	3,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	0,0	2,6	0,2	0,2	0,2	2,9

### 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	
1997	1,9	-2,6	-0,7	-0,6	0,1	-0,2	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,1
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,4	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,1	0,4	0,2	0,1	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,1	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	-0,4	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,5
2002	2,1	-2,5	-0,4	0,1	0,0	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	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
2005	3,1	-2,4	0,7	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1

Fonte: BCE.

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

**6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: entrate trimestrali**

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione scale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 1° trim.	43,6	43,1	11,1	13,1	15,5	1,9	0,7	0,6	0,3	39,9
2° trim.	47,8	47,3	13,9	13,4	15,8	2,1	1,2	0,5	0,3	43,4
3° trim.	44,2	43,8	11,9	12,6	15,7	2,0	0,8	0,5	0,2	40,4
4° trim.	50,0	49,5	14,0	14,2	16,6	2,9	1,0	0,5	0,3	45,0
2001 1° trim.	42,4	41,9	10,5	12,7	15,3	1,8	0,9	0,4	0,2	38,7
2° trim.	46,9	46,5	13,5	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
3° trim.	43,5	43,1	11,6	12,3	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.	42,1	41,6	10,1	12,7	15,5	1,7	0,8	0,5	0,2	38,6
2° trim.	45,7	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,5	0,6	0,3	41,1
3° trim.	43,6	43,0	11,2	12,7	15,4	2,0	0,8	0,5	0,3	39,6
4° trim.	49,2	48,5	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,7	0,3	44,0
2003 1° trim.	42,1	41,5	9,8	12,8	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
2° trim.	46,0	44,5	12,1	12,7	15,8	1,9	1,3	1,5	1,2	41,7
3° trim.	43,0	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,6	0,2	39,2
4° trim.	49,4	48,3	13,1	14,3	16,2	2,9	0,8	1,1	0,3	43,9
2004 1° trim.	41,6	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,7	0,6	0,3	38,1
2° trim.	45,2	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
3° trim.	42,8	42,2	10,7	12,6	15,4	1,9	0,7	0,6	0,3	39,0
4° trim.	49,6	48,4	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,1	0,4	44,2
2005 1° trim.	42,5	41,8	10,0	13,0	15,4	1,7	0,6	0,7	0,3	38,7
2° trim.	45,1	44,3	11,9	13,3	15,3	2,0	0,9	0,8	0,3	40,9
3° trim.	43,7	42,9	11,1	12,9	15,4	1,9	0,8	0,8	0,3	39,7
4° trim.	49,6	48,6	13,4	14,5	16,1	2,9	0,9	0,9	0,3	44,3
2006 1° trim.	42,9	42,3	10,4	13,2	15,3	1,6	0,9	0,6	0,3	39,2

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

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000 1° trim.	46,3	43,0	10,2	4,6	4,1	24,1	20,8	1,3	3,4	2,0	1,4	-2,7	1,4
2° trim.	46,3	42,9	10,3	4,6	3,9	24,1	20,8	1,4	3,4	2,3	1,1	1,5	5,4
3° trim.	43,2	42,8	10,1	4,6	4,0	24,2	20,9	1,5	0,4	2,5	1,1	1,0	5,0
4° trim.	49,9	46,0	11,1	5,3	3,8	25,9	22,1	1,6	3,8	3,1	1,5	0,2	3,9
2001 1° trim.	45,8	42,4	10,1	4,2	4,0	24,1	20,9	1,3	3,4	1,9	1,5	-3,4	0,6
2° trim.	46,3	42,8	10,3	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,3	1,2	0,6	4,5
3° trim.	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,3	-2,7	1,2
4° trim.	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	5,0	3,2	1,8	-1,9	1,7
2002 1° trim.	46,3	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,2	-0,5
2° trim.	46,8	43,3	10,3	5,0	3,6	24,4	21,2	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,1	2,4
3° trim.	46,9	43,2	10,0	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,8	2,5	1,3	-3,3	0,2
4° trim.	50,9	46,4	11,0	5,7	3,3	26,4	22,6	1,6	4,5	2,8	1,7	-1,7	1,6
2003 1° trim.	47,1	43,5	10,4	4,5	3,5	25,1	21,6	1,3	3,6	1,9	1,7	-5,0	-1,5
2° trim.	47,5	43,9	10,4	4,7	3,4	25,3	21,8	1,3	3,6	2,3	1,3	-1,5	1,9
3° trim.	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,1	-0,8
4° trim.	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,8	1,5	4,9	3,2	1,7	-1,8	1,3
2004 1° trim.	46,6	43,1	10,3	4,6	3,2	25,0	21,5	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
2° trim.	46,8	43,4	10,4	4,9	3,1	24,9	21,5	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,5
3° trim.	46,2	42,8	10,0	4,6	3,2	25,0	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,2
4° trim.	50,9	45,9	10,9	5,7	3,0	26,2	22,6	1,4	5,0	3,1	1,9	-1,3	1,7
2005 1° trim.	47,0	43,5	10,3	4,6	3,2	25,4	21,6	1,2	3,5	1,9	1,6	-4,5	-1,3
2° trim.	46,6	43,1	10,3	4,9	3,1	24,8	21,6	1,1	3,5	2,3	1,2	-1,5	1,6
3° trim.	46,0	42,5	9,9	4,7	3,0	24,8	21,5	1,2	3,5	2,4	1,1	-2,4	0,7
4° trim.	51,0	46,0	11,1	5,7	2,9	26,3	22,6	1,3	5,0	3,1	1,8	-1,4	1,5
2006 1° trim.	45,8	42,5	10,1	4,4	3,0	25,0	21,4	1,1	3,3	1,9	1,4	-2,9	0,1

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

- 1) I dati 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
2003 2° trim.	70,2	2,7	11,6	5,5	50,3
3° trim.	70,4	2,7	11,6	5,5	50,5
4° trim.	69,3	2,1	12,3	5,1	49,9
2004 1° trim.	70,8	2,1	12,4	5,5	50,9
2° trim.	71,6	2,2	12,3	5,5	51,6
3° trim.	71,4	2,3	12,1	5,6	51,5
4° trim.	69,9	2,2	11,9	5,1	50,7
2005 1° trim.	71,2	2,2	11,9	5,3	51,8
2° trim.	72,1	2,4	11,7	5,3	52,7
3° trim.	71,7	2,4	11,8	5,3	52,2
4° trim.	70,7	2,4	11,7	4,9	51,7
2006 1° trim.	71,3	2,5	11,7	5,1	52,0

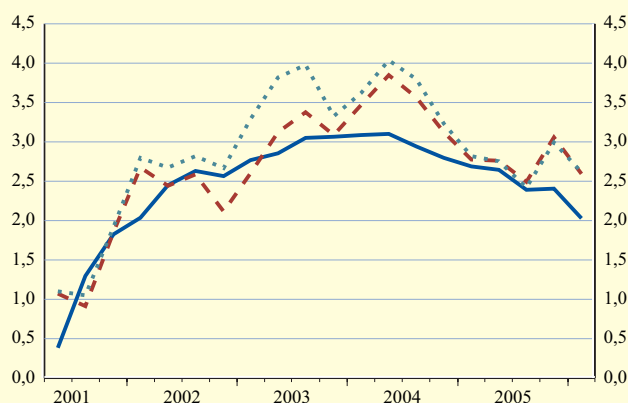
### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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
2003 2° trim.	4,5	-1,5	3,0	3,3	2,0	0,1	0,0	1,2	0,1	-0,4	4,4
3° trim.	2,7	-4,1	-1,4	-1,2	-1,3	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	2,8
4° trim.	-1,9	-1,8	-3,8	-3,9	-2,1	-0,3	-0,1	-1,3	-0,5	0,7	-1,4
2004 1° trim.	8,8	-5,0	3,8	2,1	1,4	0,0	0,2	0,5	-0,1	1,9	8,9
2° trim.	6,0	-1,6	4,4	4,0	3,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,3	6,0
3° trim.	1,6	-3,4	-1,8	-1,0	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,5	1,9
4° trim.	-3,4	-1,3	-4,7	-3,4	-2,6	0,1	-0,1	-0,7	0,0	-1,3	-3,4
2005 1° trim.	7,3	-4,5	2,8	2,5	1,4	0,3	0,4	0,4	0,2	0,1	7,1
2° trim.	5,8	-1,5	4,3	3,7	2,7	0,3	0,3	0,4	0,2	0,5	5,6
3° trim.	0,6	-2,4	-1,8	-2,5	-2,5	-0,1	0,3	-0,3	0,0	0,7	0,5
4° trim.	-1,1	-1,4	-2,5	-0,8	-0,3	-0,2	-0,4	0,0	-0,1	-1,6	-1,0
2006 1° trim.	5,2	-2,9	2,3	1,6	1,1	0,1	0,7	-0,3	-0,2	0,9	5,4

### F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

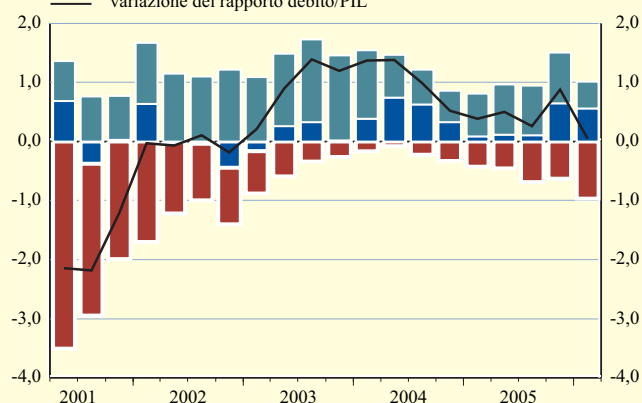
— disavanzo  
- - - variazione del debito  
... fabbisogno



### F29 Debito (definizione di Maastricht)

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

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



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.



# TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

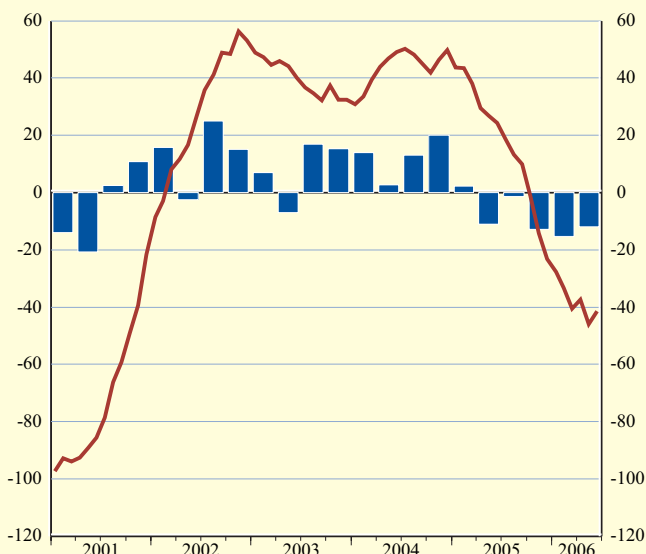
## 7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni nette)

### 1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	32,4	106,1	19,5	-37,2	-56,0	12,9	45,4	-1,3	-12,3	74,9	-13,0	-79,1	28,2	-44,1
2004	49,9	105,3	29,0	-28,0	-56,4	17,5	67,3	-10,9	-41,2	60,3	-5,0	-37,5	12,5	-56,4
2005	-23,1	54,1	34,8	-43,8	-68,2	12,5	-10,6	79,1	-156,3	155,4	-15,2	76,5	18,8	-68,5
2005 2° trim.	-11,2	18,1	10,3	-23,6	-16,0	4,0	-7,2	49,5	-14,7	107,8	1,3	-48,0	3,1	-42,3
3° trim.	-1,4	16,0	9,6	-7,1	-19,8	2,8	1,5	34,6	-97,6	89,8	-0,4	40,8	2,0	-36,0
4° trim.	-12,8	4,9	10,8	-12,3	-16,2	4,7	-8,1	-23,7	-20,2	-49,1	-8,8	45,6	8,8	31,9
2006 1° trim.	-15,2	-4,6	5,1	-0,7	-15,1	2,3	-12,9	84,6	-14,6	31,2	-8,5	69,9	6,6	-71,7
2° trim.	-12,0	5,9	12,4	-14,7	-15,6	2,0	-10,0	52,9	-10,0	110,6	-0,9	-45,4	-1,4	-42,9
2005 lug.	3,0	9,5	4,5	-5,5	-5,5	0,8	3,8	1,0	-85,1	77,1	1,4	5,0	2,6	-4,8
ago.	-2,7	1,0	1,5	1,0	-6,2	0,8	-2,0	0,4	-12,0	-13,3	-0,7	26,5	-0,1	1,6
set.	-1,6	5,5	3,6	-2,6	-8,1	1,2	-0,4	33,2	-0,5	26,0	-1,2	9,3	-0,5	-32,8
ott.	-7,5	1,7	4,7	-8,5	-5,5	0,6	-6,9	-12,8	-7,9	-1,9	-4,3	1,0	0,2	19,7
nov.	-5,6	1,5	2,9	-4,9	-5,0	0,9	-4,6	2,2	-3,9	-43,7	-0,3	48,9	1,2	2,4
dic.	0,3	1,7	3,2	1,1	-5,7	3,2	3,4	-13,2	-8,5	-3,6	-4,2	-4,3	7,4	9,7
2006 gen.	-11,4	-7,2	1,1	-0,9	-4,3	0,8	-10,6	4,0	0,9	-34,2	-2,8	42,3	-2,1	6,6
feb.	-0,9	0,4	2,3	0,2	-3,8	1,0	0,1	14,0	-26,9	19,1	-3,3	23,0	2,1	-14,2
mar.	-3,0	2,2	1,7	0,1	-6,9	0,5	-2,5	66,5	11,4	46,4	-2,4	4,6	6,6	-64,1
apr.	-7,3	0,4	3,2	-5,1	-5,9	0,5	-6,8	4,9	-1,9	-5,2	-5,6	18,8	-1,2	1,9
mag.	-11,5	0,9	4,1	-11,3	-5,2	0,7	-10,8	37,1	-0,4	49,3	2,3	-12,6	-1,7	-26,2
giu.	6,8	4,6	5,0	1,7	-4,6	0,8	7,6	11,0	-7,7	66,5	2,4	-51,7	1,5	-18,6
lug.	1,4	5,1	4,8	-1,5	-7,0	0,7	2,1	13,5	-8,9	2,1	2,1	18,9	-0,8	-15,7
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2006 lug.	-43,0	17,9	38,1	-30,8	-68,2	11,8	-31,3	160,8	-66,2	107,5	-17,9	124,8	12,6	-129,6

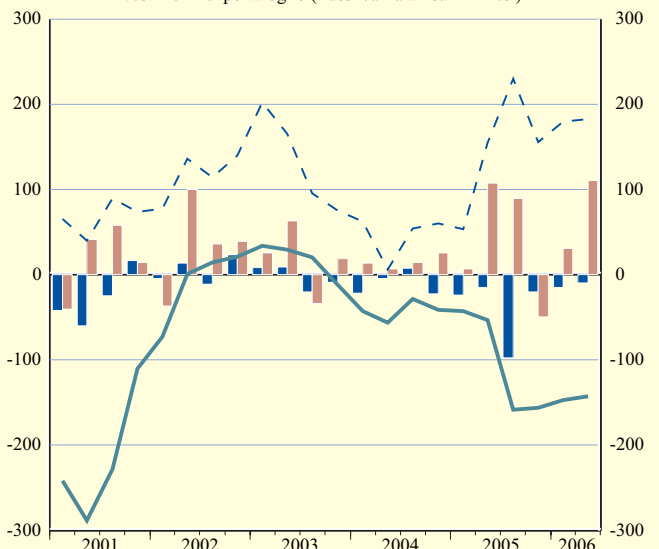
### F30 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)

■ flussi trimestrali  
— flussi cumulati sui 12 mesi



### F31 Investimenti diretti e di portafoglio (miliardi di euro)

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



Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

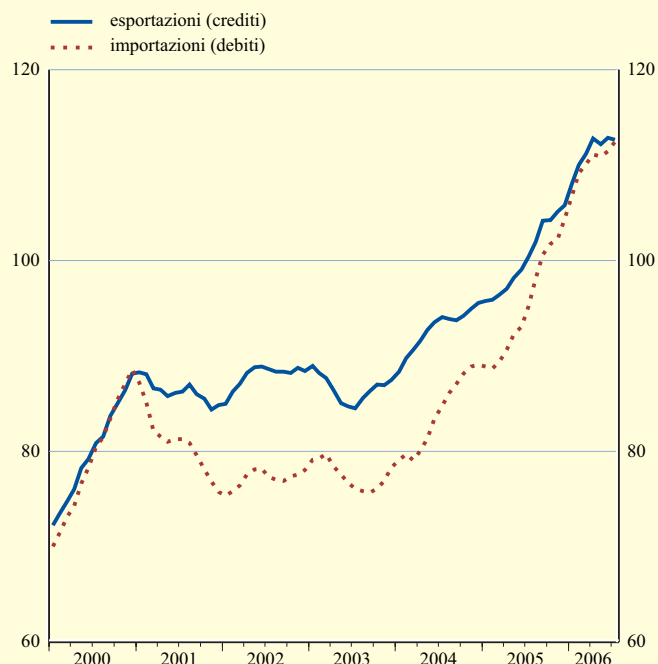
(miliardi di euro; transazioni)

### 2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2003	1.693,2	1.660,8	32,4	1.036,0	929,9	331,8	312,3	243,3	280,5	82,1	138,1	23,7	10,8
2004	1.843,0	1.793,2	49,9	1.128,2	1.022,9	362,1	333,1	270,9	298,9	81,9	138,3	24,1	6,6
2005	2.022,6	2.045,7	-23,1	1.220,0	1.166,0	397,3	362,5	321,6	365,4	83,6	151,8	23,4	10,9
2005 2° trim.	503,4	514,5	-11,2	305,2	287,1	97,3	87,0	83,8	107,3	17,1	33,1	5,8	1,8
3° trim.	509,7	511,1	-1,4	309,0	293,0	108,9	99,3	76,5	83,6	15,3	35,1	4,6	1,8
4° trim.	548,7	561,5	-12,8	327,4	322,4	105,8	95,0	93,3	105,7	22,2	38,4	8,1	3,5
2006 1° trim.	536,9	552,1	-15,2	328,1	332,7	96,0	90,9	83,6	84,3	29,2	44,3	5,3	3,0
2° trim.	572,7	584,8	-12,0	341,6	335,7	105,5	93,2	109,0	123,7	16,6	32,2	4,3	2,2
2006 mag.	196,6	208,1	-11,5	116,1	115,2	35,8	31,7	39,0	50,3	5,7	10,9	1,4	0,7
giu.	202,2	195,4	6,8	118,1	113,5	37,4	32,4	40,7	39,0	6,0	10,6	1,8	1,0
lug.	190,4	189,0	1,4	115,1	109,9	39,5	34,8	31,2	32,7	4,6	11,6	1,9	1,2
	Dati destagionalizzati												
2005 2° trim.	491,6	490,6	1,0	297,1	279,2	95,9	88,7	77,0	87,3	21,5	35,4	.	.
3° trim.	513,5	522,6	-9,1	312,5	301,8	100,7	92,8	80,2	91,0	20,0	37,0	.	.
4° trim.	531,8	553,4	-21,5	317,4	313,1	104,5	93,4	88,1	107,9	21,9	39,1	.	.
2006 1° trim.	554,3	564,9	-10,6	333,5	330,2	105,8	95,3	89,3	96,6	25,7	42,9	.	.
2° trim.	566,3	567,8	-1,5	338,6	334,3	105,1	96,4	101,8	102,2	20,8	34,9	.	.
2005 nov.	179,6	191,0	-11,4	106,5	103,9	35,8	31,6	30,2	42,5	7,1	13,0	.	.
dic.	181,0	184,0	-3,0	108,5	106,9	34,3	30,7	30,1	32,2	7,9	14,2	.	.
2006 gen.	177,2	178,2	-1,0	109,0	109,3	35,6	32,0	29,4	29,2	3,2	7,7	.	.
feb.	193,7	198,4	-4,7	112,5	111,2	36,2	32,3	28,1	31,9	16,9	23,0	.	.
mar.	183,5	188,4	-4,9	112,1	109,7	34,0	31,0	31,8	35,4	5,6	12,3	.	.
apr.	183,0	182,2	0,9	113,8	112,4	34,7	31,3	28,1	26,1	6,4	12,4	.	.
mag.	190,4	198,1	-7,6	110,7	110,6	35,1	32,5	37,6	42,8	7,0	12,2	.	.
giu.	192,8	187,5	5,2	114,0	111,3	35,3	32,5	36,0	33,3	7,4	10,4	.	.
lug.	187,6	192,3	-4,8	113,3	115,4	35,4	32,4	32,8	32,2	6,1	12,3	.	.

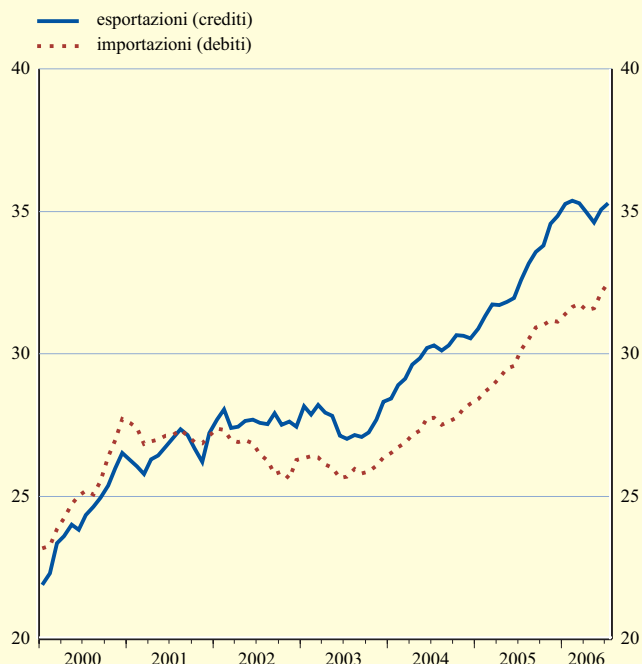
### F32 Conto dei beni

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



### F33 Conto dei servizi

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

**7.1 Bilancia dei pagamenti**  
(miliardi di euro)

**3. Conto dei redditi**  
(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale											
			Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti			Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	14,8	7,2	228,5	273,3	66,3	56,3	10,0	10,2	18,6	53,5	65,5	80,7	68,1	72,6
2004	15,3	7,7	255,6	291,1	87,0	72,0	12,1	11,8	23,8	56,9	67,5	79,0	65,2	71,5
2005	15,4	9,3	306,2	356,1	97,4	97,6	13,0	13,2	30,8	71,1	79,8	79,3	85,2	94,9
2005 1° trim.	3,7	1,6	64,3	67,1	18,7	14,8	2,9	2,8	6,1	11,3	17,5	17,3	19,1	20,9
2° trim.	3,8	2,3	80,0	105,0	27,4	26,1	3,3	3,5	9,9	30,2	19,5	22,0	19,9	23,1
3° trim.	3,8	2,8	72,6	80,7	19,9	22,3	2,9	2,9	7,6	15,8	21,5	17,0	20,7	22,7
4° trim.	4,0	2,5	89,3	103,2	31,3	34,4	3,9	3,9	7,3	13,8	21,3	23,0	25,4	28,1
2006 1° trim.	4,0	1,7	79,6	82,5	18,5	13,7	4,3	3,3	7,9	15,9	22,6	20,2	26,3	29,5

**4. Investimenti diretti**  
(transazioni nette)

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	-147,2	-130,0	-1,9	-128,2	-17,1	0,0	-17,1	134,9	124,4	3,1	121,3	10,5	0,1	10,5
2004	-141,7	-152,0	-17,3	-134,7	10,3	0,1	10,2	100,5	86,5	1,2	85,3	14,0	0,6	13,4
2005	-232,7	-171,9	-9,2	-162,7	-60,7	0,4	-61,1	76,4	45,7	-0,1	45,8	30,7	1,1	29,7
2005 2° trim.	-28,4	-23,6	-1,9	-21,8	-4,7	0,0	-4,8	13,7	4,2	0,4	3,8	9,5	-0,1	9,6
3° trim.	-115,9	-92,0	-4,9	-87,1	-23,9	0,1	-24,0	18,3	5,5	0,9	4,7	12,8	0,4	12,3
4° trim.	-47,2	-33,0	-0,1	-32,9	-14,2	0,2	-14,4	27,0	18,0	-1,7	19,7	9,0	0,4	8,6
2006 1° trim.	-42,0	-34,6	-1,4	-33,2	-7,4	0,6	-8,0	27,4	23,3	0,6	22,7	4,1	-0,3	4,5
2° trim.	-37,2	-23,6	-5,0	-18,6	-13,6	-0,9	-12,7	27,2	16,1	0,7	15,4	11,1	0,5	10,6
2005 lug.	-93,1	-85,9	-3,3	-82,6	-7,1	0,1	-7,2	8,0	10,4	0,2	10,1	-2,4	0,0	-2,4
ago.	-11,7	-4,7	-0,5	-4,1	-7,0	0,0	-7,0	-0,4	-0,8	0,2	-1,0	0,4	0,1	0,3
set.	-11,2	-1,4	-1,0	-0,3	-9,8	0,0	-9,9	10,7	-4,1	0,4	-4,5	14,7	0,3	14,4
ott.	-11,5	-0,7	0,3	-1,1	-10,8	0,0	-10,8	3,7	5,9	0,2	5,7	-2,2	0,3	-2,5
nov.	-8,6	-5,9	0,2	-6,1	-2,7	0,0	-2,7	4,8	3,6	-1,7	5,2	1,2	0,2	1,0
dic.	-27,0	-26,4	-0,7	-25,7	-0,7	0,2	-0,9	18,6	8,5	-0,2	8,7	10,0	0,0	10,1
2006 gen.	-4,1	5,9	-0,5	6,4	-10,0	0,1	-10,1	5,0	6,3	0,2	6,2	-1,4	0,3	-1,7
feb.	-36,0	-31,0	-1,3	-29,7	-5,0	0,3	-5,3	9,1	11,2	0,3	10,9	-2,1	0,2	-2,3
mar.	-2,0	-9,6	0,3	-9,9	7,6	0,3	7,4	13,4	5,8	0,1	5,6	7,6	-0,9	8,4
apr.	-12,8	-2,6	-1,6	-1,0	-10,2	-0,3	-9,9	10,8	3,9	0,2	3,8	6,9	0,1	6,8
mag.	-15,4	-13,7	-3,1	-10,7	-1,7	-0,3	-1,4	15,0	9,8	0,4	9,4	5,3	0,2	5,0
giu.	-9,0	-7,3	-0,4	-6,9	-1,7	-0,3	-1,5	1,4	2,4	0,1	2,3	-1,1	0,2	-1,3
lug.	-12,3	-11,0	-1,1	-9,9	-1,3	0,0	-1,2	3,5	3,3	0,2	3,1	0,2	-0,2	0,3

Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

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

	Azioni e altre partecipazioni				Passività	Titoli di debito											
	Attività			Passività		Obbligazioni e notes				Passività	Strumenti di mercato monetario				Passività		
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema		IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)		Non IFM	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
2003	-0,3	-13,9	-64,4	-2,6	110,3	-2,4	-45,0	-128,3	-0,2	198,9	0,2	-45,9	23,7	0,6	42,2		
2004	0,0	-22,4	-81,0	-3,4	128,1	1,2	-81,8	-97,1	-2,1	254,9	-0,1	-43,2	-13,7	0,1	15,4		
2005	-0,1	-15,6	-124,9	-3,9	279,5	-0,7	-124,6	-161,4	-0,5	255,8	0,1	-11,6	-3,8	0,1	62,9		
2005 2° trim.	0,0	21,7	-22,8	-0,8	25,0	-0,7	-39,5	-34,3	-0,1	158,1	-0,4	-9,1	-5,2	-2,4	14,9		
3° trim.	-0,1	-4,9	-26,9	-1,1	150,7	-0,4	-21,3	-49,7	0,1	24,5	0,1	-7,1	1,6	0,2	23,4		
4° trim.	0,0	-4,8	-53,9	-0,9	62,5	0,6	-28,1	-36,4	-0,1	26,4	0,1	-1,4	5,8	5,9	-19,8		
2006 1° trim.	0,0	-17,8	-80,1	-0,6	121,3	-0,1	-52,4	-34,8	-0,2	85,6	0,7	2,0	-9,7	-3,8	16,6		
2° trim.	0,0	11,5	1,9	.	42,0	-0,1	-19,8	-26,2	.	110,4	-2,2	-8,8	-1,2	.	3,2		
2005 lug.	-0,1	-3,5	-14,8	-	111,4	0,2	-4,1	-14,5	-	-2,4	-0,6	0,0	-1,6	-	7,0		
ago.	0,0	2,0	-8,8	-	23,4	-0,5	-5,7	-13,8	-	-6,9	0,3	-11,5	-0,1	-	8,2		
set.	0,0	-3,4	-3,4	-	15,9	-0,2	-11,5	-21,4	-	33,7	0,4	4,4	3,3	-	8,2		
ott.	0,0	4,6	-10,8	-	-4,5	0,6	-17,4	-14,8	-	24,7	0,0	6,4	4,0	-	5,3		
nov.	0,0	-6,7	-21,4	-	10,6	0,1	-3,6	-15,7	-	5,5	0,1	-5,1	0,0	-	-7,4		
dic.	0,0	-2,7	-21,7	-	56,4	-0,2	-7,1	-5,9	-	-3,7	0,0	-2,7	1,8	-	-17,7		
2006 gen.	0,0	-5,4	-38,6	-	35,0	0,2	-31,3	-1,9	-	1,3	0,4	2,7	-7,2	-	10,7		
feb.	0,0	-3,7	-23,8	-	35,9	-0,2	-7,2	-17,2	-	23,1	0,3	1,5	-2,3	-	12,7		
mar.	0,0	-8,7	-17,7	-	50,3	-0,1	-13,9	-15,7	-	61,3	0,0	-2,2	-0,2	-	-6,7		
apr.	0,0	2,6	-6,0	-	-8,8	0,2	-4,8	-14,5	-	24,6	-0,8	-7,3	-0,8	-	10,4		
mag.	0,0	3,4	9,5	-	-7,3	0,1	-10,0	-10,0	-	63,4	-1,3	-2,8	-1,7	-	6,0		
giu.	0,0	5,5	-1,5	-	58,1	-0,4	-5,0	-1,7	-	22,3	-0,1	1,3	1,2	-	-13,3		
lug.	0,0	2,3	-8,1	-	45,5	0,2	-10,5	-4,0	-	1,2	0,4	-18,3	-1,9	-	-4,6		

### 6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Banconote, monete e depositi	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
															Attività	Passività
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2003	-253,1	174,1	-0,8	10,0	-0,4	-	-3,4	-152,6	134,8	-50,7	52,3	-101,9	82,5	-99,3	-	32,7
2004	-312,5	275,0	-0,2	6,9	-2,3	-2,0	-3,6	-259,4	246,9	-20,1	-3,6	-239,3	250,5	-50,6	-10,5	24,7
2005	-564,8	641,3	-1,2	6,1	5,1	-2,3	-2,4	-385,3	477,0	-99,6	50,6	-285,6	426,4	-183,4	-22,4	160,6
2005 2° trim.	-156,6	108,5	-1,3	0,3	-7,6	-8,6	-1,9	-97,1	45,0	-18,5	22,5	-78,6	22,5	-50,5	18,0	65,2
3° trim.	-108,4	149,2	0,4	4,3	7,7	4,7	1,2	-87,8	122,9	-21,9	14,6	-65,8	108,3	-28,9	-18,9	20,8
4° trim.	-121,5	167,2	-0,8	-3,4	-2,3	-1,1	-2,0	-73,7	113,3	-37,7	3,2	-36,0	110,1	-44,7	7,9	59,3
2006 1° trim.	-222,2	292,0	-3,4	9,7	7,5	3,8	-3,6	-136,2	222,0	-13,3	12,5	-122,9	209,5	-90,1	-12,9	63,9
2° trim.	-125,3	79,9	0,5	1,4	-13,7	-13,9	-0,4	-63,3	13,5	-32,7	24,7	-30,5	-11,2	-48,8	2,8	65,4
2005 lug.	-43,6	48,6	0,3	-1,1	-0,7	-4,6	0,9	-38,6	48,2	-6,3	5,5	-32,3	42,7	-4,5	-3,3	0,6
ago.	19,6	6,9	0,2	0,8	6,3	8,4	0,5	20,1	-2,0	-1,4	3,1	21,4	-5,1	-7,0	-6,5	7,6
set.	-84,4	93,7	-0,1	4,6	2,1	0,9	-0,2	-69,2	76,6	-14,3	6,0	-54,9	70,7	-17,3	-9,0	12,6
ott.	-53,9	54,9	0,0	-1,0	0,7	-0,3	1,8	-46,4	50,7	-3,8	1,2	-42,7	49,5	-8,2	3,5	3,4
nov.	-149,6	198,5	-0,9	1,7	-1,2	1,3	0,2	-113,3	170,9	-0,9	-3,2	-112,4	174,1	-34,2	-6,0	25,7
dic.	82,0	-86,3	0,1	-4,1	-1,8	-2,1	-4,1	86,0	-108,3	-33,1	5,2	119,1	-113,5	-2,3	10,3	30,2
2006 gen.	-103,6	145,9	0,1	8,1	3,8	2,3	-2,4	-71,1	117,7	6,6	-1,0	-77,7	118,8	-36,4	-16,3	22,5
feb.	-46,8	69,8	-4,4	0,2	1,3	1,0	-1,2	-4,0	36,3	-7,4	9,9	3,4	26,4	-39,7	-5,7	34,4
mar.	-71,8	76,3	1,0	1,3	2,4	0,5	0,0	-61,1	68,0	-12,5	3,7	-48,6	64,3	-14,0	9,2	7,0
apr.	-92,5	111,3	0,2	-2,3	-5,4	-5,1	4,3	-65,7	83,1	-6,2	10,2	-59,5	72,8	-21,5	2,0	26,2
mag.	-78,5	66,0	0,0	5,5	-4,7	-5,1	-4,8	-46,4	42,0	-9,1	3,6	-37,3	38,4	-27,5	-6,9	23,3
giu.	45,7	-97,4	0,3	-1,9	-3,5	-3,7	0,1	48,8	-111,6	-17,5	10,8	66,3	-122,4	0,2	7,7	15,9
lug.	-53,6	72,6	0,8	0,1	7,0	6,9	1,8	-42,9	64,5	-13,1	7,6	-29,8	56,9	-18,6	-2,7	6,3

Fonte: BCE.

**7.1 Bilancia dei pagamenti**  
(miliardi di euro; transazioni)

**7. Altri investimenti per settore e per strumento**

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,7	-0,3	0,9	-1,0	0,0	-3,7	0,3
2004	0,1	-0,3	6,9	0,1	0,0	-0,6	1,4	-2,0	-1,7	0,0	-3,5	0,0
2005	-1,0	-0,1	6,1	0,0	0,0	6,6	8,9	-2,3	-1,5	0,0	-2,2	-0,3
2005 1° trim.	0,5	0,0	4,9	0,0	0,0	7,8	5,0	2,7	-0,5	0,0	0,6	-0,3
2° trim.	-1,2	-0,1	0,3	0,0	0,0	-7,1	1,5	-8,6	-0,5	0,0	-2,0	0,0
3° trim.	0,4	0,0	4,3	0,0	0,0	8,0	3,3	4,7	-0,3	0,0	1,3	-0,1
4° trim.	-0,8	0,0	-3,4	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	-0,2	0,0	-2,1	0,0
2006 1° trim.	-3,4	0,0	9,6	0,1	0,0	7,8	4,0	3,8	-0,3	0,0	-3,2	-0,4

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2003	-152,1	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-95,8	-9,6	-86,3	-2,3	4,2	28,4	0,2
2004	-256,3	-3,1	244,0	2,9	-6,0	-39,5	-29,0	-10,5	-5,1	8,6	13,4	2,7
2005	-381,2	-4,0	475,0	2,0	-7,8	-163,3	-140,9	-22,4	-12,3	9,0	147,9	3,7
2005 1° trim.	-124,8	-1,9	193,0	2,8	-2,7	-53,9	-24,5	-29,4	-2,7	3,0	7,0	5,2
2° trim.	-97,0	-0,1	43,8	1,2	-5,4	-43,1	-61,1	18,0	-2,1	1,1	62,8	1,3
3° trim.	-82,5	-5,2	120,2	2,7	2,0	-24,3	-5,4	-18,9	-6,6	0,5	22,1	-1,7
4° trim.	-77,0	3,3	118,0	-4,7	-1,7	-42,1	-49,9	7,9	-0,9	4,4	56,0	-1,1
2006 1° trim.	-132,3	-3,9	216,1	5,9	-3,4	-78,5	-65,7	-12,9	-8,1	4,9	53,8	5,2

**8. Riserve ufficiali**

	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati	
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbliga- zioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	28,2	1,7	0,0	-1,6	28,1	-2,5	1,9	-0,1	22,1	6,7	0,1	0,0
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,9	-3,8	4,0	0,4	18,3	-11,9	-0,1	0,0
2005	18,8	3,9	-0,2	8,6	6,5	0,1	7,8	0,0	-4,8	3,5	0,0	0,0
2005 1° trim.	4,8	0,8	0,0	1,6	2,4	5,2	-1,1	0,0	1,3	-2,9	0,0	0,0
2° trim.	3,1	1,3	0,0	1,3	0,5	-4,4	1,1	0,0	0,9	2,9	0,0	0,0
3° trim.	2,0	0,5	0,0	2,6	-1,1	1,6	0,9	0,0	-4,9	1,4	-0,1	0,0
4° trim.	8,8	1,2	-0,1	3,0	4,6	-2,3	6,9	0,0	-2,0	2,1	0,0	0,0
2006 1° trim.	6,6	0,8	0,0	3,4	2,4	6,2	-4,8	0,0	-3,7	4,6	0,0	0,0

Fonte: BCE.

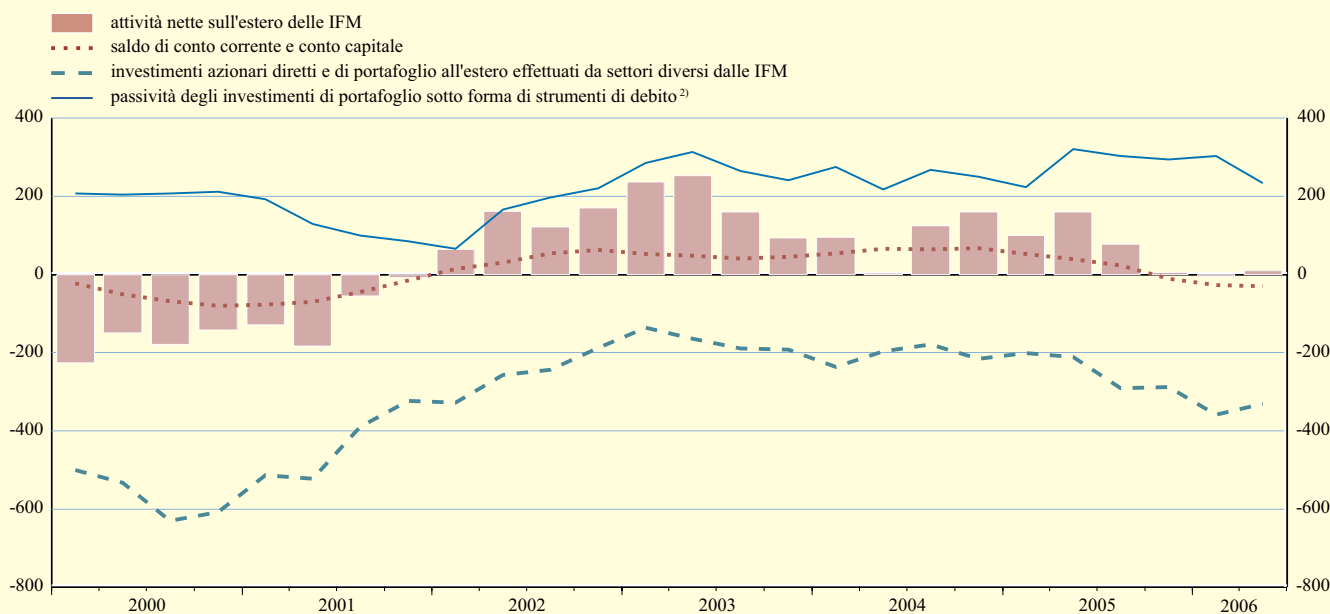
## 7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(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>1)</sup>	Strumenti di debito <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	45,4	-145,3	134,8	-169,0	114,5	241,3	-99,7	29,3	-13,0	-44,1	94,2	93,7
2004	67,3	-124,5	99,9	-191,9	118,0	250,4	-52,9	21,2	-5,0	-56,4	126,2	160,8
2005	-10,6	-223,8	75,3	-290,1	236,3	294,6	-178,4	158,2	-15,2	-68,5	-22,3	5,6
2005 2° trim.	-7,2	-26,5	13,8	-62,2	-0,8	178,6	-58,1	63,3	1,3	-42,3	59,9	64,4
3° trim.	1,5	-111,1	17,9	-75,0	155,3	41,1	-21,1	22,0	-0,4	-36,0	-6,0	-19,2
4° trim.	-8,1	-47,2	26,6	-84,5	47,8	2,8	-47,0	57,3	-8,8	31,9	-29,4	-15,1
2006 1° trim.	-12,9	-41,2	27,7	-124,6	116,1	80,2	-82,6	60,3	-8,5	-71,7	-57,2	-35,0
2° trim.	-10,0	-31,3	26,7	-25,6	35,4	109,3	-62,5	65,0	-0,9	-42,9	63,3	79,7
2005 lug.	3,8	-89,8	8,0	-31,0	118,4	2,8	-5,3	1,5	1,4	-4,8	5,1	0,0
ago.	-2,0	-11,1	-0,4	-22,6	25,0	0,2	-0,7	8,1	-0,7	1,6	-2,6	1,9
set.	-0,4	-10,2	10,3	-21,5	11,9	38,0	-15,2	12,4	-1,2	-32,8	-8,5	-21,1
ott.	-6,9	-11,9	3,4	-21,5	-5,3	24,0	-7,5	5,3	-4,3	19,7	-5,0	-5,2
nov.	-4,6	-8,8	4,6	-37,2	10,6	-1,4	-35,4	25,9	-0,3	2,4	-44,4	-44,9
dic.	3,4	-26,5	18,6	-25,8	42,5	-19,8	-4,1	26,1	-4,2	9,7	19,9	35,0
2006 gen.	-10,6	-3,7	4,7	-47,7	31,3	4,4	-32,6	20,0	-2,8	6,6	-30,4	5,7
feb.	0,1	-35,0	8,9	-43,2	31,1	29,8	-38,4	33,3	-3,3	-14,2	-31,0	-19,2
mar.	-2,5	-2,6	14,2	-33,7	53,8	46,0	-11,6	7,0	-2,4	-64,1	4,2	-21,5
apr.	-6,8	-10,9	10,8	-21,3	-13,0	25,4	-27,0	30,5	-5,6	1,9	-15,8	-6,6
mag.	-10,8	-12,0	14,8	-2,2	-7,7	65,3	-32,2	18,5	2,3	-26,2	9,6	18,7
giu.	7,6	-8,4	1,1	-2,0	56,1	18,5	-3,3	16,0	2,4	-18,6	69,5	67,6
lug.	2,1	-11,1	3,6	-14,1	27,2	2,5	-11,5	8,1	2,1	-15,7	-6,8	-0,8
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2006 lug.	-31,3	-152,2	94,5	-292,9	263,4	233,0	-219,5	211,2	-17,9	-129,6	-41,2	9,5

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

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.

2) Esclusi i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni.

**7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero**  
(miliardi di euro)

**1. Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale**

(transazioni cumulate)

dal 2° trim. 2005 al 1° trim. 2006	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12
	Crediti											
<b>Conto corrente</b>	2.098,7	766,6	44,1	66,7	407,6	189,0	59,3	27,0	52,6	139,2	357,9	755,3
Beni	1.269,6	438,6	29,8	45,5	212,1	151,1	0,1	16,5	34,2	70,7	190,5	519,0
Servizi	408,0	144,9	8,0	10,9	100,6	20,4	4,9	5,6	11,5	39,7	77,0	129,3
Redditi	337,2	121,4	5,8	9,7	85,0	15,3	5,5	4,5	6,1	22,4	83,7	99,2
<i>di cui:</i> redditi da capitale	321,6	116,0	5,7	9,6	83,2	15,1	2,3	4,4	6,0	16,3	82,1	96,7
Trasferimenti correnti	83,8	61,8	0,4	0,6	9,9	2,1	48,8	0,4	0,8	6,3	6,7	7,8
<b>Conto capitale</b>	23,9	20,8	0,0	0,0	0,9	0,1	19,7	0,0	0,1	0,5	0,6	1,9
	Debiti											
<b>Conto corrente</b>	2.139,2	682,0	36,6	63,9	333,4	155,7	92,3	20,5	80,9	132,3	332,7	890,8
Beni	1.235,2	352,4	26,2	42,5	160,0	123,7	0,0	9,8	52,0	62,8	120,9	637,4
Servizi	372,2	117,4	6,6	8,8	77,9	23,8	0,2	5,5	7,4	30,3	83,2	128,3
Redditi	380,9	114,1	3,4	11,8	86,8	6,7	5,3	3,8	21,2	33,8	120,1	87,9
<i>di cui:</i> redditi da capitale	371,5	108,9	3,4	11,7	85,6	2,9	5,3	3,7	21,1	33,2	119,1	85,5
Trasferimenti correnti	150,9	98,2	0,4	0,8	8,6	1,4	86,8	1,5	0,3	5,4	8,5	37,2
<b>Conto capitale</b>	10,1	1,3	0,0	0,1	0,9	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5	1,2	6,9
	Saldo											
<b>Conto corrente</b>	-40,6	84,6	7,4	2,8	74,2	33,3	-33,0	6,5	-28,3	6,9	25,2	-135,5
Beni	34,4	86,2	3,6	3,0	52,0	27,4	0,1	6,7	-17,8	8,0	69,6	-118,4
Servizi	35,9	27,5	1,4	2,1	22,7	-3,4	4,7	0,1	4,1	9,4	-6,2	1,0
Redditi	-43,7	7,3	2,4	-2,1	-1,8	8,6	0,2	0,7	-15,1	-11,4	-36,4	11,3
<i>di cui:</i> redditi da capitale	-49,9	7,1	2,4	-2,1	-2,4	12,2	-3,0	0,7	-15,1	-16,9	-37,0	11,2
Trasferimenti correnti	-67,1	-36,4	0,0	-0,2	1,2	0,7	-38,1	-1,0	0,5	1,0	-1,8	-29,4
<b>Conto capitale</b>	13,8	19,5	0,0	0,0	0,1	-0,1	19,5	-0,1	0,0	0,0	-0,7	-5,0

**2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti**

(transazioni cumulate)

dal 2° trim. 2005 al 1° trim. 2006	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti diretti</b>	-147,2	-99,0	-2,4	8,7	-93,8	-11,6	0,1	1,3	2,1	4,5	4,3	-18,0	-42,4
All'estero	-233,5	-152,2	-2,3	-0,3	-124,6	-24,9	0,0	-4,6	-0,7	-0,8	-13,0	-16,3	-46,0
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-183,2	-140,0	-4,6	-6,6	-104,1	-24,8	0,0	-3,9	-0,6	-4,6	10,0	-6,8	-37,4
Debito	-50,3	-12,2	2,3	6,3	-20,6	-0,1	0,0	-0,7	0,0	3,8	-23,1	-9,5	-8,6
Nell'area dell'euro	86,4	53,1	-0,1	9,1	30,8	13,2	0,1	5,9	2,7	5,3	17,4	-1,7	3,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	51,0	39,2	-0,5	7,8	29,9	1,9	0,0	4,8	2,3	-0,4	-3,7	5,2	3,7
Debito	35,4	14,0	0,4	1,2	0,9	11,3	0,1	1,1	0,4	5,8	21,0	-6,9	0,0

Fonte: BCE.

### 7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero (miliardi di euro)

#### 3. Bilancia dei pagamenti: investimenti di portafoglio, attività distinte per strumento

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 2° trim. 2005 al 1° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-509,5	-182,2	-7,8	-12,0	-136,3	-16,4	-9,7	-9,7	-28,8	-0,3	-98,6	-73,1	-116,9
Azioni e altre partecipazioni	-189,7	-35,3	0,3	-5,2	-29,8	-0,6	0,0	-4,3	-26,1	0,8	-43,7	-18,0	-63,2
Strumenti di debito	-319,8	-146,9	-8,1	-6,8	-106,6	-15,7	-9,7	-5,3	-2,7	-1,1	-54,9	-55,1	-53,7
Obbligazioni e notes	-297,2	-112,2	-6,5	-6,4	-69,9	-18,8	-10,5	-5,4	-13,0	-0,8	-65,4	-49,0	-51,4
Strumenti di mercato monetario	-22,6	-34,7	-1,6	-0,4	-36,7	3,1	0,8	0,1	10,3	-0,3	10,5	-6,2	-2,3

#### 4. Bilancia dei pagamenti: altri investimenti distinti per settore

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
dal 2° trim. 2005 al 1° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Altri investimenti</b>	108,3	3,9	-5,2	14,6	-11,2	-12,3	18,0	-6,8	24,7	-21,7	37,8	29,0	12,2	29,2
Attività	-608,7	-393,7	-11,2	7,5	-360,7	-27,7	-1,7	-8,2	3,3	-34,1	-24,5	-68,2	-2,3	-81,1
Amministrazioni pubbliche	5,3	-0,5	0,6	-0,2	-1,8	1,3	-0,4	0,0	0,0	-0,1	0,6	0,3	-1,4	6,3
IFM	-399,8	-221,8	-9,5	6,4	-191,0	-26,3	-1,4	-6,7	4,2	-27,4	-32,9	-51,1	-0,5	-63,5
Altri settori	-214,2	-171,4	-2,3	1,3	-167,9	-2,6	0,1	-1,4	-0,8	-6,7	7,8	-17,3	-0,4	-23,9
Passività	717,0	397,6	6,0	7,0	349,5	15,4	19,7	1,4	21,4	12,4	62,3	97,2	14,5	110,3
Amministrazioni pubbliche	-6,4	-2,3	0,0	0,0	-2,6	0,0	0,4	0,0	-0,1	-3,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4
IFM	514,1	220,7	5,4	6,0	188,4	13,4	7,6	1,9	20,7	7,4	38,0	95,2	14,8	115,4
Altri settori	209,3	179,2	0,7	1,1	163,7	2,0	11,8	-0,5	0,8	8,0	24,5	2,0	0,0	-4,7

#### 5. Posizione patrimoniale sull'estero

(consistenze di fine periodo)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Investimenti diretti</b>	33,1	-273,1	-10,4	-11,8	-361,5	110,8	-0,2	22,7	-4,0	35,3	-63,5	-30,9	0,0	346,7
All'estero	2.265,1	759,8	26,1	71,1	537,6	125,1	0,0	66,8	55,9	220,3	486,6	272,2	0,0	403,5
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.825,7	608,4	22,9	43,8	432,7	108,9	0,0	58,3	50,5	171,0	377,2	255,7	0,0	304,8
Debito	439,3	151,4	3,1	27,2	104,9	16,2	0,0	8,5	5,4	49,4	109,4	16,5	0,0	98,7
Nell'area dell'euro	2.231,9	1.032,9	36,5	82,8	899,1	14,3	0,2	44,1	59,8	185,1	550,2	303,0	0,1	56,8
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.642,1	814,3	23,0	67,4	719,4	4,4	0,1	40,4	48,8	129,6	387,7	177,0	0,0	44,2
Debito	589,9	218,6	13,4	15,4	179,8	9,9	0,1	3,7	11,1	55,4	162,4	126,1	0,0	12,6
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	2.984,0	941,1	45,1	100,8	680,8	56,8	57,6	63,4	174,3	91,9	1.050,2	310,3	28,4	324,4
Azioni e altre partecipazioni	1.238,7	315,3	6,6	32,9	261,4	14,4	0,0	12,6	109,5	82,3	483,3	106,8	0,9	128,0
Strumenti di debito	1.745,3	625,8	38,5	67,9	419,4	42,4	57,6	50,8	64,8	9,7	566,9	203,5	27,5	196,3
Obbligazioni e notes	1.458,6	513,8	34,4	58,7	322,5	41,1	57,1	48,7	39,9	8,5	463,5	185,9	27,1	171,2
Strumenti di mercato monetario	286,7	112,1	4,1	9,2	96,9	1,3	0,5	2,1	25,0	1,2	103,4	17,6	0,3	25,1
<b>Altri investimenti</b>	-195,9	34,7	26,1	30,2	90,7	20,8	-133,0	3,6	20,0	-68,9	-42,6	-232,8	-13,4	103,4
Attività	2.940,3	1.472,4	53,8	67,1	1.261,0	85,5	5,0	14,5	85,0	174,1	415,3	258,2	39,8	481,0
Amministrazioni pubbliche	98,6	10,4	1,1	0,0	4,1	2,2	3,1	0,0	0,2	0,1	2,8	1,2	34,3	49,6
IFM	2.004,7	1.136,1	45,0	54,2	971,8	64,0	1,1	7,4	67,1	106,8	244,4	171,5	4,8	266,7
Altri settori	837,0	325,9	7,8	12,9	285,2	19,3	0,8	7,1	17,7	67,2	168,1	85,6	0,7	164,6
Passività	3.136,2	1.437,6	27,7	36,9	1.170,3	64,8	138,0	10,9	65,0	243,0	457,9	491,1	53,2	377,5
Amministrazioni pubbliche	43,6	24,0	0,0	0,2	5,3	0,0	18,5	0,0	0,9	0,1	4,1	0,3	2,9	11,3
IFM	2.539,5	1.143,3	23,9	20,5	955,2	52,2	91,6	6,9	44,5	207,0	355,4	449,5	48,7	284,2
Altri settori	553,2	270,2	3,8	16,2	209,8	12,5	27,9	4,0	19,6	35,9	98,4	41,3	1,6	82,1

Fonte: BCE.



## 7.4 Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze di fine periodo)

### 1. Riepilogo della posizione patrimoniale sull'estero

	Totale	Totale in percentuale del PIL	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti nanzari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7
Posizione patrimoniale netta verso l'estero							
2001	-389,0	-5,6	422,9	-834,8	2,5	-372,3	392,7
2002	-703,6	-9,7	184,5	-937,6	-12,0	-304,6	366,1
2003	-809,3	-10,9	43,1	-914,0	-8,3	-236,8	306,6
2004	-946,2	-12,2	33,1	-1.049,4	-14,8	-195,9	280,8
2005 4° trim.	-1.061,1	-13,3	259,1	-1.306,9	-16,8	-316,6	320,1
2006 1° trim.	-1.215,1	-14,6	282,4	-1.425,4	-3,9	-395,3	327,1
Attività							
2001	7.758,3	110,8	2.086,0	2.513,0	129,9	2.636,7	392,7
2002	7.429,3	102,5	2.008,7	2.292,7	136,0	2.625,9	366,1
2003	7.934,3	106,4	2.152,0	2.634,6	158,0	2.683,1	306,6
2004	8.632,6	111,4	2.265,1	2.984,0	162,3	2.940,3	280,8
2005 4° trim.	10.511,3	131,4	2.564,9	3.758,2	232,0	3.636,1	320,1
2006 1° trim.	11.044,9	133,0	2.608,6	3.978,7	280,4	3.850,1	327,1
Passività							
2001	8.147,3	116,3	1.663,1	3.347,8	127,4	3.009,0	-
2002	8.132,9	112,2	1.824,3	3.230,2	147,9	2.930,5	-
2003	8.743,6	117,3	2.108,9	3.548,6	166,3	2.919,8	-
2004	9.578,8	123,6	2.231,9	4.033,4	177,2	3.136,2	-
2005 4° trim.	11.572,4	144,7	2.305,8	5.065,1	248,8	3.952,7	-
2006 1° trim.	12.260,0	147,7	2.326,2	5.404,0	284,3	4.245,4	-

### 2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti					
	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	1.557,6	124,1	1.433,5	528,4	2,1	526,3	1.165,5	43,9	1.121,6	497,6	2,8	494,8
2002	1.547,4	133,3	1.414,1	461,4	1,6	459,7	1.293,1	42,1	1.251,0	531,2	2,9	528,3
2003	1.702,8	125,9	1.577,0	449,2	1,4	447,8	1.526,9	46,6	1.480,3	582,0	2,9	579,1
2004	1.825,7	139,9	1.685,9	439,3	1,2	438,1	1.642,1	46,1	1.596,0	589,9	3,4	586,5
2005 4° trim.	2.038,6	156,7	1.881,9	526,2	4,8	521,4	1.683,4	49,9	1.633,5	622,4	4,7	617,7
2006 1° trim.	2.085,0	155,8	1.929,2	523,6	4,7	518,9	1.718,2	48,2	1.670,1	608,0	4,3	603,7

### 3. Investimenti di portafoglio: attività distinte per strumento e per settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
	Attività				Passività	Obbligazioni e notes				Strumenti di mercato monetario					
	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Passività	Attività				Passività
			Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori	Ammini- strazioni pubbliche			Altri settori	Eurosistema		IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	0,6	38,5	6,7	1.068,8	1.643,9	2,0	424,8	8,2	783,5	1.517,4	2,8	135,1	0,2	41,8	186,5
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,3	6,4	402,9	8,0	784,6	1.654,4	1,2	189,4	1,3	47,1	211,5
2003	1,7	53,6	11,5	1.008,2	1.555,0	8,3	459,2	8,0	842,5	1.744,1	1,1	191,5	0,6	48,4	249,5
2004	2,1	74,1	15,8	1.146,7	1.782,6	6,2	538,4	9,7	904,3	2.011,2	1,0	231,6	0,5	53,7	239,6
2005 4° trim.	2,9	105,4	23,3	1.521,3	2.438,0	6,7	698,4	9,9	1.076,8	2.319,2	0,8	251,7	0,3	60,7	307,9
2006 1° trim.	2,9	125,0	24,3	1.645,2	2.684,3	6,7	736,9	9,8	1.110,2	2.378,6	0,2	246,3	4,1	67,0	341,1

Fonte: BCE.

## 7.4 Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 4. Altri investimenti distinti per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,3	59,4	54,7	4,7	54,5	0,1	42,2	13,8
2003	4,4	0,6	65,3	0,2	1,4	54,2	50,1	4,1	39,1	0,0	40,2	3,8
2004	4,5	0,1	73,0	0,2	1,4	57,6	51,0	6,7	39,6	0,0	40,1	3,5
2005 4° trim.	5,4	0,2	80,1	0,2	1,3	56,1	46,0	10,0	41,8	0,0	41,1	3,6
2006 1° trim.	8,2	0,2	89,5	0,3	1,3	48,2	41,9	6,3	41,7	0,0	39,6	3,3

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	1.686,3	60,8	2.251,1	48,5	174,5	492,6	204,4	288,1	92,7	104,4	365,2	47,8
2003	1.739,6	38,4	2.242,9	30,9	170,3	538,4	208,7	329,8	96,7	106,6	383,5	46,3
2004	1.955,8	44,3	2.424,3	42,0	172,3	558,6	227,5	331,1	106,2	109,5	394,7	48,9
2005 4° trim.	2.447,4	56,2	3.039,5	54,0	176,9	723,1	363,9	359,2	127,8	124,6	544,9	64,7
2006 1° trim.	2.574,9	55,5	3.234,7	54,6	183,0	803,0	431,5	371,5	134,1	130,5	614,6	78,4

### 5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali													Per memoria:		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Totale	Valuta estera						Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nete predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di once				Banconote, monete e depositi	Titoli			Strumenti finanziari derivati					
								presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale		Azioni				Obbligazioni e notes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistema															
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,6	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,7	1,0	80,2	26,5	0,9	0,0	20,3	-16,3
2004	280,8	125,4	389,998	3,9	18,6	132,9	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,2	0,0	19,1	-12,8
2005 4° trim.	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,7	21,4	107,9	0,6	69,6	37,7	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006 1° trim.	327,1	179,7	373,695	4,3	6,9	136,3	6,5	26,0	103,7	0,5	71,2	31,9	0,1	0,0	27,7	-19,4
2006 mag.	333,2	188,3	370,982	4,2	6,2	134,5	4,9	25,0	104,0	-	-	-	0,6	0,0	25,9	-20,4
giu.	323,8	178,9	370,694	4,2	7,8	133,0	5,4	22,0	105,3	-	-	-	0,2	0,0	26,9	-19,0
lug.	330,1	183,3	369,890	4,2	7,6	135,0	4,4	25,6	104,9	-	-	-	0,1	0,0	26,3	-19,7
ago.	326,4	179,4	369,671	4,4	7,3	135,3	3,9	23,2	108,1	-	-	-	0,2	0,0	26,2	-19,7
	delle quali detenute dalla Banca centrale europea															
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005 4° trim.	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 1° trim.	40,6	11,2	23,145	0,2	0,0	29,3	2,6	3,6	23,1	0,0	15,3	7,8	0,0	0,0	3,9	-0,5
2006 mag.	41,2	10,8	21,312	0,2	0,0	30,2	1,2	6,2	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,0
giu.	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	-	-	-	0,0	0,0	3,5	0,0
lug.	41,0	10,6	21,312	0,2	0,0	30,3	1,1	4,5	24,7	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-0,7
ago.	40,4	10,3	21,312	0,2	0,0	29,8	0,7	4,4	24,7	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4

Fonte: BCE.

**7.5 Commercio di beni**

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	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)													
2002	2,0	-3,0	1.083,5	512,5	227,8	309,6	949,2	984,7	559,5	163,2	234,5	717,9	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,1	501,2	222,8	300,5	925,1	990,6	554,2	164,1	240,9	716,3	109,0
2004	8,9	9,4	1.147,3	547,7	247,0	313,4	997,3	1.075,3	604,7	183,5	256,1	770,0	129,5
2005	7,4	12,7	1.237,5	588,3	266,7	331,0	1.068,9	1.217,1	697,7	202,7	273,5	842,7	184,4
2005 1° trim.	3,3	8,9	291,7	138,5	62,9	78,4	255,3	278,8	158,9	44,7	64,4	198,3	37,1
2° trim.	6,2	11,2	302,6	144,5	64,2	81,2	257,9	293,0	167,5	49,9	66,4	201,0	41,6
3° trim.	10,0	15,1	319,1	150,6	70,3	85,2	276,0	318,5	184,2	53,1	70,3	218,1	52,7
4° trim.	9,8	15,1	324,2	154,7	69,4	86,3	279,8	326,7	187,2	55,0	72,4	225,3	53,0
2006 1° trim.	16,5	23,0	333,1	159,2	70,8	89,0	285,0	336,4	196,7	51,6	73,6	224,4	55,8
2006 2° trim.	9,5	14,5	338,1	160,3	71,1	88,6	290,2	342,6	201,5	51,1	74,3	232,1	55,4
2006 feb.	15,4	23,1	110,2	52,8	23,5	29,6	95,0	113,0	65,8	17,3	24,3	75,5	17,7
mar.	18,7	22,5	112,3	53,9	23,4	29,9	94,9	112,4	66,4	17,0	24,7	74,3	19,8
apr.	5,7	9,3	112,4	53,3	23,5	29,1	96,5	113,6	65,4	17,0	24,4	76,8	17,6
mag.	14,3	19,9	112,5	53,4	23,8	29,8	96,4	114,0	67,8	17,2	25,0	77,2	19,4
giu.	8,6	14,4	113,2	53,6	23,8	29,7	97,3	115,0	68,3	16,9	25,0	78,1	18,4
lug.	7,3	14,0	110,7	52,2	23,4	29,5	93,4	117,1	67,7	17,1	24,9	77,2	17,2
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,0	108,3	98,2	98,9	89,6	104,2	96,3	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,8	109,3	101,9	100,6	95,2	110,3	100,0	104,9
2004	9,1	6,7	118,3	115,4	121,2	119,8	118,3	108,0	104,3	107,8	118,5	107,5	105,7
2005	4,4	4,5	124,0	119,2	129,3	123,8	124,2	113,4	106,9	119,9	123,3	115,2	109,6
2005 1° trim.	1,0	2,5	118,8	114,4	123,2	119,2	120,0	109,3	105,1	107,4	119,1	110,1	108,2
2° trim.	4,2	5,3	122,3	118,3	124,9	122,3	120,6	111,9	106,0	119,2	121,7	111,1	106,1
3° trim.	6,7	5,4	127,1	121,2	135,7	126,6	127,6	115,6	108,3	124,2	125,4	118,4	113,3
4° trim.	5,6	4,8	128,0	122,9	133,4	127,1	128,6	116,7	108,1	128,6	127,2	121,3	110,7
2006 1° trim.	11,3	8,7	129,5	124,8	134,7	129,7	129,8	116,5	109,5	118,1	128,0	118,7	108,9
2° trim.	5,3	3,8	131,4	125,5	135,8	128,4	132,2	118,5	110,4	120,1	130,9	123,5	102,7
2006 feb.	10,5	8,4	128,8	124,2	134,2	129,7	129,9	116,7	109,4	119,5	126,7	119,8	101,2
mar.	13,6	10,1	130,8	126,5	133,5	130,2	129,3	117,0	110,5	117,0	129,0	117,9	116,0
apr.	1,6	-1,7	131,2	125,3	135,1	126,5	132,0	117,3	107,4	118,3	127,6	122,0	99,5
mag.	9,1	7,1	131,1	125,3	135,5	129,8	131,5	118,3	111,6	121,3	131,6	123,0	108,0
giu.	5,2	5,9	131,9	125,9	137,0	128,8	133,0	119,9	112,3	120,8	133,4	125,5	100,5
lug.	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,7	99,6	101,9	100,0	84,5
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	-0,2	2,4	96,7	96,3	94,2	99,5	96,2	97,1	98,1	93,0	97,8	96,1	99,5
2005	2,8	7,7	99,4	100,2	95,3	101,7	98,2	104,6	110,4	92,4	100,3	98,1	136,8
2005 1° trim.	2,3	6,2	97,9	98,4	94,4	100,1	97,1	99,5	102,4	91,1	97,9	96,7	111,7
2° trim.	2,0	5,5	98,6	99,2	95,1	101,0	97,6	102,2	107,0	91,5	98,8	97,1	128,0
3° trim.	3,0	9,2	100,1	100,9	95,8	102,4	98,7	107,5	115,2	93,5	101,5	98,9	151,6
4° trim.	4,0	9,8	101,0	102,2	96,2	103,3	99,3	109,3	117,2	93,5	103,0	99,7	156,0
2006 1° trim.	4,7	13,2	102,5	103,6	97,1	104,5	100,3	112,7	121,6	95,5	104,1	101,5	167,0
2° trim.	4,0	10,4	102,6	103,7	96,8	105,0	100,2	112,8	123,6	93,0	102,8	100,9	175,8
2006 feb.	4,5	13,6	102,4	103,5	97,0	104,4	100,1	113,3	122,2	95,1	104,2	101,4	171,1
mar.	4,5	11,3	102,7	103,9	97,0	104,8	100,4	112,4	122,0	95,4	103,8	101,6	167,0
apr.	4,1	11,2	102,5	103,5	96,6	104,9	100,1	113,4	123,7	94,2	103,6	101,4	172,7
mag.	4,8	11,9	102,7	103,9	97,3	104,8	100,3	112,8	123,5	93,0	103,0	101,1	175,8
giu.	3,2	8,0	102,6	103,7	96,5	105,2	100,2	112,2	123,5	91,9	101,8	100,2	179,0
lug.	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..

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 (paesi esteri all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone	Altri paesi asiatici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>															
2002	1.083,5	25,3	37,1	205,7	112,1	27,1	64,0	21,4	184,0	29,9	33,1	140,5	59,5	43,4	100,3
2003	1.060,1	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,2	31,3	135,4	59,5	37,9	101,0
2004	1.147,3	25,7	41,8	203,9	128,0	35,6	66,1	31,8	173,7	40,3	33,1	149,9	63,8	40,3	113,3
2005	1.237,5	28,6	44,9	202,9	142,3	43,1	70,2	34,6	184,8	43,6	34,0	165,9	72,9	46,8	123,0
2005 1° trim.	291,7	6,7	11,0	49,9	33,3	9,8	17,4	8,0	43,3	10,2	8,5	39,0	17,1	11,0	26,6
2° trim.	302,6	7,0	11,1	49,8	33,8	10,7	16,9	8,2	45,5	10,1	8,4	40,5	17,2	11,2	32,4
3° trim.	319,1	7,3	11,4	51,5	36,2	11,4	17,9	9,1	47,3	11,5	8,5	44,1	19,3	12,3	31,3
4° trim.	324,2	7,6	11,4	51,7	39,0	11,2	18,0	9,4	48,8	11,8	8,6	42,3	19,2	12,3	32,7
2006 1° trim.	333,1	7,5	11,6	52,8	40,9	12,1	18,0	9,7	50,4	12,5	8,8	43,9	19,0	13,3	32,5
2° trim.	338,1	7,7	12,2	54,1	42,8	12,7	18,3	9,8	48,9	12,6	8,4	44,7	19,0	13,4	33,5
2006 feb.	110,2	2,5	3,8	17,3	13,7	4,0	5,9	3,3	16,7	4,2	3,0	14,8	6,5	4,4	10,0
mar.	112,3	2,5	3,9	17,7	13,7	4,1	5,9	3,3	16,9	4,2	2,8	14,5	6,2	4,3	12,2
apr.	112,4	2,4	4,0	17,9	14,5	4,0	6,1	3,3	16,5	4,2	2,8	15,3	6,3	4,5	10,8
mag.	112,5	2,6	4,1	17,9	14,1	4,3	6,1	3,3	16,4	4,2	2,8	14,3	6,3	4,1	11,9
giu.	113,2	2,7	4,1	18,3	14,2	4,3	6,1	3,3	15,9	4,3	2,8	15,1	6,4	4,8	10,8
lug.	110,7	.	.	.	.	4,2	6,3	3,0	15,7	4,1	2,7	14,1	6,3	4,0	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2005	100,0	2,3	3,6	16,4	11,5	3,5	5,7	2,8	14,9	3,5	2,8	13,4	5,9	3,8	9,9
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>															
2002	984,7	23,0	35,6	149,7	93,5	42,1	52,1	17,7	125,6	61,7	52,7	142,9	67,8	39,4	80,9
2003	990,6	23,7	36,9	138,9	102,0	47,4	50,4	19,3	110,3	74,5	52,2	140,7	68,9	39,8	85,6
2004	1.075,3	25,3	39,6	144,0	107,1	56,4	53,4	22,8	113,8	92,1	53,9	162,9	72,8	45,1	86,0
2005	1.217,1	25,4	41,9	151,4	116,7	75,4	58,1	24,8	120,4	117,6	52,9	188,6	95,2	53,1	95,6
2005 1° trim.	278,8	6,1	10,0	36,2	27,2	17,1	13,5	6,3	28,7	26,2	12,9	41,4	20,3	12,1	20,8
2° trim.	293,0	6,4	10,3	36,8	28,6	18,1	14,4	5,8	30,0	27,8	12,5	46,6	21,9	12,2	21,6
3° trim.	318,5	6,3	10,6	39,0	29,9	19,9	15,0	6,1	30,8	31,2	13,7	49,5	26,8	13,9	25,8
4° trim.	326,7	6,5	11,0	39,4	31,0	20,3	15,1	6,6	30,9	32,4	13,8	51,1	26,2	14,9	27,4
2006 1° trim.	336,4	6,7	11,3	40,9	32,3	23,6	15,1	6,7	31,9	33,5	13,9	52,8	26,7	15,6	25,2
2° trim.	342,6	6,6	11,5	43,1	34,1	24,6	15,4	7,5	31,7	34,4	13,7	52,0	26,6	15,7	25,9
2006 feb.	113,0	2,1	3,8	13,7	11,0	7,7	5,0	2,3	10,7	11,1	4,8	17,4	9,2	5,3	8,9
mar.	112,4	2,3	3,7	13,9	10,7	8,2	5,0	2,3	10,5	11,2	4,5	17,2	8,9	5,2	8,6
apr.	113,6	2,2	3,8	14,6	11,3	7,8	5,0	2,6	10,5	11,2	4,4	17,3	8,6	5,1	9,3
mag.	114,0	2,2	3,8	14,6	11,4	8,5	5,1	2,5	10,5	11,3	4,5	17,8	9,1	5,2	7,5
giu.	115,0	2,2	3,8	13,8	11,5	8,4	5,2	2,5	10,7	11,9	4,8	16,9	8,9	5,4	9,0
lug.	117,1	.	.	.	.	7,5	5,2	2,3	10,6	11,6	4,6	17,5	9,1	5,5	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2005	100,0	2,1	3,5	12,5	9,6	6,2	4,8	2,0	9,9	9,6	4,4	15,5	7,8	4,4	7,8
<i>Saldo</i>															
2002	98,7	2,3	1,5	56,0	18,6	-15,0	12,0	3,7	58,4	-31,8	-19,7	-2,4	-8,3	4,0	19,5
2003	69,5	1,1	1,7	56,0	15,6	-18,2	12,9	5,6	56,0	-39,3	-20,9	-5,2	-9,4	-1,9	15,4
2004	72,0	0,5	2,2	59,9	20,9	-20,8	12,6	8,9	60,0	-51,8	-20,8	-13,0	-9,0	-4,8	27,3
2005	20,4	3,2	2,9	51,5	25,6	-32,3	12,1	9,8	64,4	-74,0	-18,9	-22,7	-22,4	-6,4	27,4
2005 1° trim.	12,9	0,6	1,0	13,8	6,1	-7,3	3,9	1,7	14,6	-16,0	-4,5	-2,4	-3,2	-1,2	5,8
2° trim.	9,5	0,6	0,9	13,0	5,2	-7,4	2,5	2,3	15,4	-17,7	-4,1	-6,2	-4,7	-1,0	10,7
3° trim.	0,5	1,0	0,7	12,4	6,3	-8,5	2,9	2,9	16,5	-19,7	-5,1	-5,4	-7,5	-1,6	5,5
4° trim.	-2,6	1,0	0,4	12,3	8,1	-9,1	2,9	2,8	17,9	-20,6	-5,2	-8,7	-7,0	-2,6	5,3
2006 1° trim.	-3,3	0,8	0,3	11,9	8,5	-11,5	2,9	3,0	18,5	-21,1	-5,1	-8,9	-7,7	-2,3	7,4
2° trim.	-4,5	1,2	0,7	11,0	8,7	-11,9	2,9	2,3	17,2	-21,8	-5,3	-7,3	-7,6	-2,3	7,6
2006 feb.	-2,7	0,4	0,1	3,7	2,7	-3,7	0,9	1,0	5,9	-6,9	-1,8	-2,5	-2,7	-0,9	1,0
mar.	-0,1	0,2	0,2	3,8	3,0	-4,1	0,9	1,0	6,4	-7,0	-1,7	-2,7	-2,7	-0,9	3,6
apr.	-1,2	0,2	0,2	3,2	3,3	-3,7	1,0	0,7	6,0	-7,0	-1,6	-2,0	-2,3	-0,6	1,4
mag.	-1,5	0,4	0,2	3,3	2,7	-4,1	1,0	0,8	5,9	-7,2	-1,7	-3,4	-2,8	-1,0	4,4
giu.	-1,8	0,5	0,3	4,4	2,7	-4,1	0,9	0,8	5,3	-7,6	-2,1	-1,8	-2,5	-0,6	1,8
lug.	-6,4	.	.	.	.	-3,2	1,1	0,7	5,2	-7,4	-1,9	-3,4	-2,8	-1,5	.

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

## TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

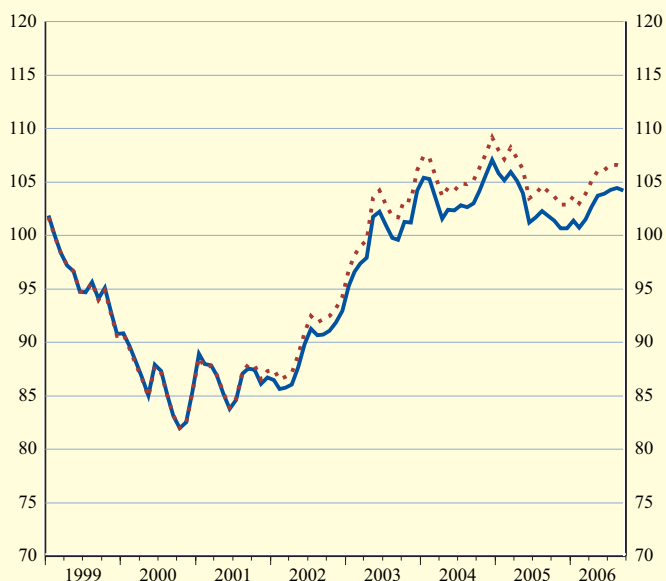
(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-23						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
2003	99,9	101,7	102,2	100,8	96,2	99,2	106,6	101,6
2004	103,8	105,9	105,2	104,4	100,3	103,6	111,0	105,4
2005	102,9	105,2	103,6	103,2	98,3	101,5	109,5	103,5
2005 3° trim.	101,9	104,2	102,4	101,3	97,0	100,2	108,3	102,5
4° trim.	100,9	103,1	101,1	103,0	95,7	99,0	107,2	101,1
2006 1° trim.	101,2	103,5	102,1	103,0	95,0	98,8	107,2	101,0
2° trim.	103,5	105,7	104,4	105,1	96,7	100,4	109,9	103,5
3° trim.	104,3	106,5	105,2	.	.	.	111,0	104,3
2005 set.	101,8	104,1	101,9	-	-	-	108,2	102,4
ott.	101,4	103,7	101,5	-	-	-	107,8	101,8
nov.	100,7	102,9	100,9	-	-	-	106,9	100,8
dic.	100,7	102,9	101,0	-	-	-	106,9	100,8
2006 gen.	101,4	103,7	101,9	-	-	-	107,5	101,4
feb.	100,7	103,0	101,7	-	-	-	106,6	100,5
mar.	101,5	103,9	102,5	-	-	-	107,4	101,3
apr.	102,7	105,1	103,7	-	-	-	108,6	102,4
mag.	103,8	106,1	104,7	-	-	-	110,3	103,8
giu.	103,9	106,1	104,7	-	-	-	110,9	104,2
lug.	104,3	106,6	105,3	-	-	-	111,0	104,5
ago.	104,4	106,6	105,3	-	-	-	111,1	104,3
set.	104,2	106,4	105,1	-	-	-	110,9	104,1
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2006 set.	-0,2	-0,2	-0,3	-	-	-	-0,2	-0,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2006 set.	2,4	2,2	3,1	-	-	-	2,4	1,6

## F35 Tassi di cambio effettivi

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

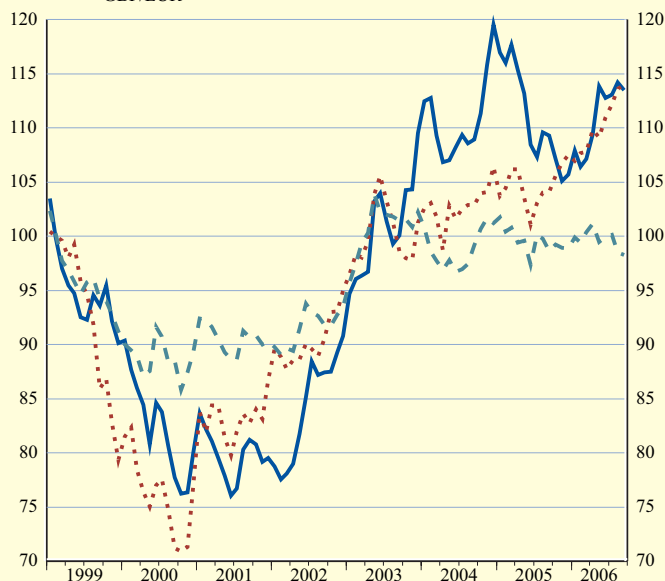
— TCE-23 nominale  
 - - - TCE-23 reale IPC



## F36 Tassi di cambio bilaterali

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

— USD/EUR  
 - - - JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

## 8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006 1° trim.	7,4621	9,3525	0,68625	1,2023	140,51	1,5590	1.173,72	9,3273	1,9567	1,3894	8,0227	1,6274
2° trim.	7,4581	9,2979	0,68778	1,2582	143,81	1,5631	1.194,34	9,7618	1,9989	1,4108	7,8314	1,6838
3° trim.	7,4604	9,2304	0,67977	1,2743	148,09	1,5768	1.217,10	9,9109	2,0125	1,4283	8,0604	1,6831
2006 mar.	7,4612	9,4017	0,68935	1,2020	140,96	1,5691	1.171,84	9,3270	1,9486	1,3919	7,9775	1,6540
apr.	7,4618	9,3346	0,69463	1,2271	143,59	1,5748	1.168,67	9,5182	1,9643	1,4052	7,8413	1,6662
mag.	7,4565	9,3310	0,68330	1,2770	142,70	1,5564	1.202,04	9,9019	2,0133	1,4173	7,7988	1,6715
giu.	7,4566	9,2349	0,68666	1,2650	145,11	1,5601	1.207,64	9,8210	2,0129	1,4089	7,8559	1,7104
lug.	7,4602	9,2170	0,68782	1,2684	146,70	1,5687	1.205,89	9,8600	2,0083	1,4303	7,9386	1,6869
ago.	7,4609	9,2098	0,67669	1,2811	148,53	1,5775	1.231,42	9,9627	2,0185	1,4338	7,9920	1,6788
set.	7,4601	9,2665	0,67511	1,2727	148,99	1,5841	1.212,64	9,9051	2,0101	1,4203	8,2572	1,6839
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 set.	0,0	0,6	-0,2	-0,7	0,3	0,4	-1,5	-0,6	-0,4	-0,9	3,3	0,3
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 set.	0,0	-0,7	-0,4	3,8	9,5	2,2	-3,9	4,1	-2,4	-1,7	5,7	5,2
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno <sup>1)</sup>
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37,551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40,510
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	239,57	38,599	1,9558	3,6209
2006 1° trim.	28,599	15,6466	0,57449	0,6961	3,4528	254,56	0,4293	3,8346	239,51	37,456	1,9558	3,5638
2° trim.	28,378	15,6466	0,57538	0,6960	3,4528	266,83	0,4293	3,9482	239,63	37,690	1,9558	3,5172
3° trim.	28,337	15,6466	0,57579	0,6960	3,4528	275,41	0,4293	3,9537	239,62	37,842	1,9558	3,5415
2006 mar.	28,650	15,6466	0,57530	0,6961	3,4528	260,85	0,4293	3,8837	239,55	37,478	1,9558	3,5074
apr.	28,501	15,6466	0,57613	0,6960	3,4528	265,47	0,4293	3,9177	239,60	37,374	1,9558	3,4892
mag.	28,271	15,6466	0,57510	0,6960	3,4528	262,37	0,4293	3,8954	239,63	37,578	1,9558	3,5072
giu.	28,386	15,6466	0,57504	0,6960	3,4528	272,39	0,4293	4,0261	239,65	38,062	1,9558	3,5501
lug.	28,448	15,6466	0,57500	0,6960	3,4528	277,49	0,4293	3,9962	239,65	38,377	1,9558	3,5715
ago.	28,194	15,6466	0,57585	0,6960	3,4528	274,41	0,4293	3,9046	239,62	37,669	1,9558	3,5271
set.	28,383	15,6466	0,57650	0,6961	3,4528	274,42	0,4293	3,9649	239,59	37,497	1,9558	3,5274
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 set.	0,7	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	-0,5	0,0	0,0
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 set.	-3,2	0,0	0,6	0,0	0,0	11,6	0,0	1,2	0,0	-2,5	0,0	-
	Yuan renminbi cinese <sup>2)</sup>	Kuna croata <sup>3)</sup>	Corona islandese	Rupia indonesiana <sup>3)</sup>	Ringgit malese <sup>3)</sup>	Dollaro neozelandese	Peso lippino <sup>3)</sup>	Rublo russo <sup>3)</sup>	Rand sud africano	Bath thailandese <sup>3)</sup>	Nuova lira turca <sup>3)</sup>	
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	
2003	9,3626	7,5688	86,65	9.685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1.694.851	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777.052	
2005	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2006 1° trim.	9,6793	7,3426	78,43	11.178,36	4,4814	1,8128	62,292	33,8349	7,4067	47,273	1,6026	
2° trim.	10,0815	7,2786	92,72	11.479,67	4,5853	2,0172	65,819	34,1890	8,1745	47,981	1,8473	
3° trim.	10,1506	7,3109	91,21	11.626,90	4,6786	2,0079	65,356	34,1602	9,1094	48,015	1,9118	
2006 mar.	9,6581	7,3300	83,74	11.009,15	4,4514	1,8956	61,499	33,4973	7,5171	46,836	1,6071	
apr.	9,8361	7,3111	91,94	10.956,51	4,4918	1,9733	63,077	33,7987	7,4656	46,619	1,6381	
mag.	10,2353	7,2731	91,69	11.536,41	4,6107	2,0240	66,622	34,5386	8,0859	48,534	1,8400	
giu.	10,1285	7,2575	94,38	11.850,97	4,6364	2,0462	67,259	34,1587	8,8431	48,541	2,0258	
lug.	10,1347	7,2509	94,33	11.582,39	4,6527	2,0551	66,291	34,1393	8,9892	48,197	1,9712	
ago.	10,2141	7,2893	90,08	11.649,96	4,7078	2,0220	65,712	34,2755	8,9034	48,192	1,8802	
set.	10,0971	7,3945	89,31	11.646,15	4,6724	1,9453	64,029	34,0549	9,4553	47,640	1,8870	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 set.	-1,1	1,4	-0,9	0,0	-0,8	-3,8	-2,6	-0,6	6,2	-1,1	0,4	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 set.	1,8	-0,6	17,3	-7,1	1,2	11,1	-6,9	-2,1	21,3	-5,3	14,9	

Fonte: BCE.

1) I dati precedenti a luglio 2005 si riferiscono al leu romeno; un nuovo leu romeno equivale a diecimila lei romeni.

2) Per queste valute la BCE pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° aprile 2005; i dati precedenti vanno intesi come indicativi.

3) I dati precedenti al gennaio 2005 si riferiscono alla lira turca; una nuova lira turca equivale a un milione di lire turche.

# INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

## 9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Slovenia	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IACP													
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,2	6,8	2,7	3,6	3,7	7,5	1,0	1,3
2005	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	2,5	2,8	0,8	2,1
2005 4° trim.	2,2	2,0	4,0	1,9	7,5	3,0	3,2	3,5	1,2	2,6	3,7	1,1	2,1
2006 1° trim.	2,4	2,0	4,4	2,3	7,0	3,3	2,4	2,5	0,9	2,3	4,2	1,2	2,0
2° trim.	2,5	2,0	4,5	2,6	6,5	3,6	2,7	3,4	1,4	3,1	4,6	1,9	2,2
2006 apr.	2,3	1,8	4,3	2,5	6,1	3,4	2,4	3,5	1,2	2,8	4,4	1,8	2,0
mag.	2,8	2,1	4,6	2,5	7,1	3,6	2,9	3,5	1,5	3,4	4,8	1,9	2,2
giu.	2,3	2,1	4,4	2,6	6,3	3,7	2,9	3,3	1,5	3,0	4,5	1,9	2,5
lug.	2,4	2,0	4,5	2,8	6,9	4,4	3,2	3,6	1,4	1,9	5,0	1,8	2,4
ago.	2,6	1,9	5,0	2,7	6,8	4,3	4,7	3,0	1,7	3,1	5,0	1,6	2,5
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2003	-6,6	1,0	2,4	-6,3	-1,2	-1,2	-6,4	-10,2	-4,7	-2,8	-3,7	0,1	-3,3
2004	-2,9	2,7	1,5	-4,1	-0,9	-1,5	-5,4	-5,1	-3,9	-2,3	-3,0	1,8	-3,3
2005	-2,6	4,9	1,6	-2,4	0,2	-0,5	-6,1	-3,3	-2,5	-1,8	-2,9	2,9	-3,5
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2003	30,0	44,4	6,0	69,7	14,4	21,2	56,7	71,3	43,9	29,1	42,7	51,8	39,0
2004	30,6	42,6	5,4	71,7	14,6	19,5	57,1	76,2	41,9	29,5	41,6	50,5	40,8
2005	30,5	35,8	4,8	70,3	11,9	18,7	58,4	74,7	42,5	29,1	34,5	50,3	42,8
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo													
2006 mar.	3,58	3,70	-	3,97	3,60	3,75	7,00	4,35	4,79	3,80	4,01	3,55	4,19
apr.	3,85	3,98	-	4,07	3,60	3,92	7,00	4,19	5,03	3,73	4,27	3,84	4,37
mag.	3,93	4,02	-	4,07	3,60	4,13	6,85	4,24	5,27	3,73	4,50	3,89	4,49
giu.	4,05	4,03	-	4,03	4,14	4,34	7,26	4,27	5,55	3,87	4,66	3,93	4,50
lug.	4,04	4,06	-	4,21	4,32	4,28	7,55	4,31	5,56	3,86	5,42	3,96	4,49
ago.	3,85	3,93	-	4,28	4,36	4,28	7,49	4,34	5,62	3,92	5,13	3,84	4,49
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2006 mar.	2,08	2,85	2,87	3,19	3,97	2,75	-	3,20	4,12	3,53	3,75	2,23	4,59
apr.	2,11	2,92	2,91	3,22	3,91	2,84	6,26	3,24	4,14	3,50	3,86	2,27	4,63
mag.	2,12	2,98	2,92	3,22	4,48	2,90	-	3,24	4,15	3,50	3,96	2,31	4,70
giu.	2,16	3,08	3,06	3,19	4,16	3,00	-	3,45	4,17	3,38	4,20	2,47	4,73
lug.	2,29	3,20	3,18	3,20	4,43	3,13	6,90	3,63	4,19	3,34	4,92	2,56	4,73
ago.	2,36	3,33	3,32	3,21	5,07	3,27	7,11	3,69	4,19	3,52	4,93	2,70	4,94
PIL a prezzi costanti													
2004	4,2	1,9	8,1	3,9	8,6	7,0	5,2	0,0	5,3	4,2	5,4	3,7	3,1
2005	6,1	3,2	10,5	3,7	10,2	7,5	4,1	2,2	3,3	3,9	6,1	2,7	1,8
2005 4° trim.	6,9	3,3	11,6	3,6	10,6	8,3	4,2	2,1	4,7	4,8	7,4	3,2	1,8
2006 1° trim.	7,1	2,8	11,6	3,4	13,1	8,5	4,3	-1,8	4,6	4,8	6,3	4,2	2,3
2° trim.	6,2	3,2	11,8	3,8	11,1	9,2	4,0	5,5	5,6	5,6	6,7	4,8	2,6
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2004	-6,5	2,4	-12,2	-4,9	-11,9	-6,4	-8,3	-6,0	-3,9	-3,1	-3,3	6,9	-1,5
2005	-1,9	2,7	-9,9	-5,3	-11,2	-5,6	-6,6	-7,8	-1,1	-2,4	-8,6	6,2	-2,0
2005 4° trim.	-2,4	1,6	-7,9	-19,8	-13,8	-5,2	-5,4	-20,6	-1,2	-6,5	-14,9	5,5	-1,9
2006 1° trim.	0,4	-0,6	-12,6	-13,1	-12,8	-9,3	-6,1	-12,4	-1,6	-2,0	-7,6	8,2	-2,6
2° trim.	.	2,8	.	.	.	.	.	.	.	0,7	.	.	.
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2004	1,8	0,3	4,4	0,8	6,6	0,7	5,2	1,1	-1,5	3,6	3,2	-0,6	2,1
2005	-0,6	1,0	2,7	1,5	5,8	3,8	.	-0,1	0,4	.	1,1	1,4	.
2005 4° trim.	-1,3	1,4	4,3	-	-	6,8	-	-1,8	-	-	1,2	2,6	.
2006 1° trim.	-0,2	2,1	3,7	-	-	7,0	-	.	-	-	3,7	-1,5	.
2° trim.	.	1,9	5,1	-	-	.	-	.	-	-	1,8	0,1	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2004	8,3	5,5	9,7	4,6	10,4	11,4	6,1	7,4	19,0	6,3	18,2	7,7	4,7
2005	7,9	4,8	7,9	5,3	8,9	8,2	7,2	7,3	17,7	6,5	16,3	7,8	4,7
2005 4° trim.	7,8	4,1	7,1	5,3	7,9	6,9	7,5	7,3	17,2	6,8	15,7	7,7	5,0
2006 1° trim.	7,6	4,2	5,8	5,4	7,8	5,9	7,4	7,5	15,4	6,4	14,2	7,8	5,1
2° trim.	7,3	4,1	5,2	5,5	7,4	5,6	7,3	7,5	15,5	6,3	13,6	.	5,4
2006 apr.	7,4	4,2	5,4	5,3	7,5	5,8	7,4	7,5	15,7	6,4	13,7	.	5,3
mag.	7,3	4,1	5,1	5,6	7,4	5,5	7,2	7,4	15,6	6,3	13,6	.	5,4
giu.	7,1	4,0	5,1	5,6	7,3	5,4	7,2	7,5	15,3	6,2	13,5	.	5,4
lug.	7,2	3,7	4,2	5,5	7,4	5,6	7,5	7,3	15,1	6,1	13,2	.	.
ago.	7,1	3,7	4,2	5,5	7,2	5,7	7,6	7,4	15,0	6,0	13,1	.	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

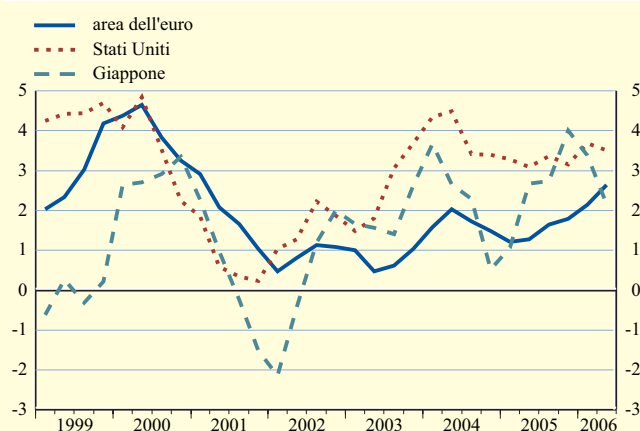
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 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											
2002	1,6	0,3	1,6	0,3	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	0,8	2,5	0,7	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	0,1	3,9	5,0	5,5	5,0	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2005	3,4	0,5	3,2	3,9	5,1	6,1	3,56	4,28	1,2441	-3,8	49,0
2005 3° trim.	3,8	0,3	3,4	3,1	5,0	5,9	3,77	4,21	1,2199	-4,4	48,6
4° trim.	3,7	-0,9	3,1	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	-3,7	49,0
2006 1° trim.	3,6	2,1	3,7	4,8	4,7	8,2	4,76	4,57	1,2023	-2,9	49,6
2° trim.	4,0	2,3	3,5	5,7	4,6	9,1	5,21	5,07	1,2582	.	.
3° trim.	.	.	.	.	.	.	5,43	4,90	1,2743	.	.
2006 mag.	4,2	-	-	5,3	4,6	9,2	5,18	5,10	1,2770	-	-
giu.	4,3	-	-	5,9	4,6	9,4	5,38	5,10	1,2650	-	-
lug.	4,1	-	-	6,1	4,8	9,5	5,50	5,10	1,2684	-	-
ago.	3,8	-	-	5,6	4,7	9,2	5,42	4,88	1,2811	-	-
set. (p)	.	-	-	.	.	.	5,38	4,72	1,2727	-	-
Giappone											
2002	-0,9	-3,2	0,1	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-8,4	143,9
2003	-0,2	-3,8	1,8	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,3	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	-0,5	2,6	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	.	.
2005 3° trim.	-0,3	0,3	2,8	-0,2	4,3	1,7	0,06	1,36	135,62	.	.
4° trim.	-0,7	-2,1	4,0	3,0	4,5	1,9	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 1° trim.	-0,1	-1,6	3,4	3,2	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
2° trim.	0,2	-2,4	2,5	4,2	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
3° trim.	.	.	.	.	.	.	0,41	1,80	148,09	.	.
2006 mag.	0,1	-3,3	-	4,0	4,0	1,3	0,19	1,91	142,70	-	-
giu.	0,5	-2,5	-	5,0	4,2	1,2	0,32	1,87	145,11	-	-
lug.	0,3	.	-	5,1	4,1	0,6	0,40	1,91	146,70	-	-
ago.	0,9	.	-	6,0	4,2	0,5	0,41	1,81	148,53	-	-
set. (p)	.	.	-	.	.	.	0,42	1,68	148,99	-	-

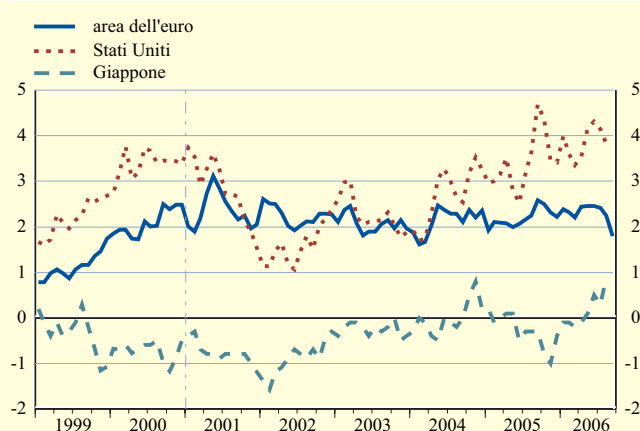
### F37 PIL a prezzi costanti

(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).

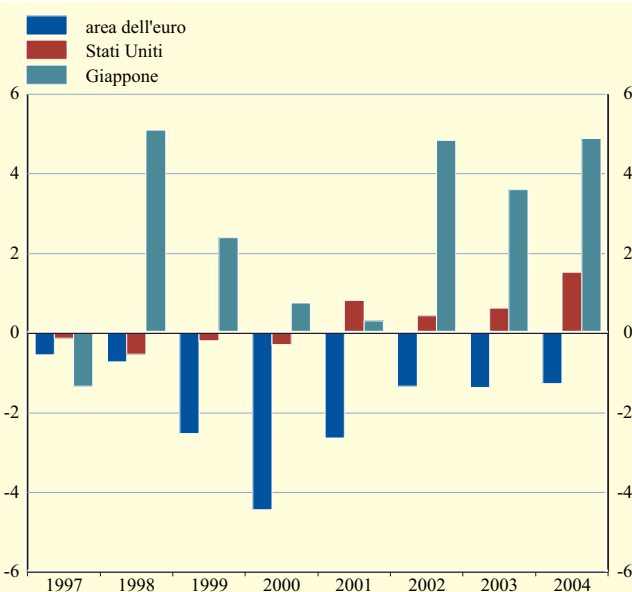


**9.2 Stati Uniti e Giappone**  
(in percentuale del PIL)

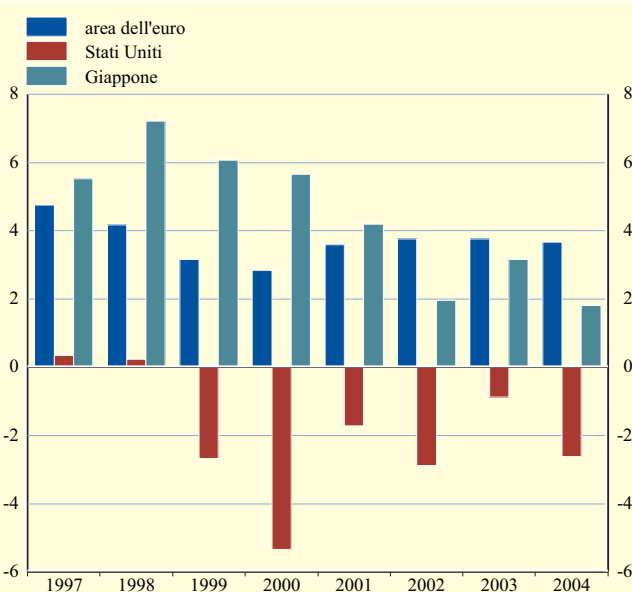
**2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari**

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie <sup>1)</sup>				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Spesa in beni di investimento <sup>2)</sup>	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo <sup>3)</sup>	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	4,4	11,4	7,3
2003	13,3	18,5	-4,7	6,8	6,8	0,8	7,6	0,1	0,4	13,3	8,5	11,3	9,3
2004	13,2	19,3	-5,6	7,0	6,7	6,7	7,6	5,2	0,4	13,5	7,4	11,2	10,1
2005	12,9	19,7	-6,2	7,1	7,0	3,2	7,9	2,6	-0,7	13,8	4,7	9,6	9,7
2004 3° trim.	13,4	19,5	-5,6	7,0	6,7	6,0	8,1	4,3	0,2	13,6	6,8	11,1	8,7
4° trim.	12,9	19,6	-6,1	7,2	6,8	7,5	6,7	6,4	0,7	13,6	7,4	11,3	11,8
2005 1° trim.	13,2	19,8	-6,3	7,3	6,9	3,4	7,4	3,6	0,2	13,6	5,5	10,0	8,5
2° trim.	12,7	19,5	-6,1	6,9	7,0	3,4	7,9	3,1	-0,4	14,0	4,7	9,4	10,4
3° trim.	13,2	19,5	-5,7	6,8	7,0	3,3	8,5	1,8	-1,3	13,9	5,2	10,0	10,4
4° trim.	12,7	20,2	-6,8	7,3	7,1	2,7	7,9	2,0	-1,3	13,6	3,6	9,1	9,7
2006 1° trim.	14,5	20,3	-6,3	7,5	7,2	3,1	8,4	1,9	-0,7	13,6	5,0	9,1	9,3
2° trim.	14,5	20,3	-6,4	7,6	7,3	3,2	8,2	2,4	-1,4	13,3	2,4	8,8	8,1
Giappone													
2002	25,3	23,3	2,8	12,8	13,2	-1,7	16,0	-7,5	-0,9	4,9	-0,3	7,7	-2,2
2003	25,6	22,9	3,1	13,3	13,4	2,4	17,0	-5,4	0,2	4,7	0,3	7,1	-0,7
2004	25,5	22,9	3,7	13,3	13,6	4,2	17,7	-0,5	1,0	4,7	3,1	6,6	-1,0
2005	.	23,2	.	.	.	4,4	.	-7,4	-4,9	.	2,9	.	0,8
2004 3° trim.	23,9	23,0	3,9	.	.	10,2	.	0,0	0,1	.	-1,3	.	1,9
4° trim.	26,1	21,4	3,0	.	.	11,7	.	14,0	2,6	.	9,7	.	-0,6
2005 1° trim.	31,5	25,4	3,7	.	.	10,3	.	-3,4	-1,7	.	-12,1	.	2,9
2° trim.	.	23,7	.	.	.	-15,4	.	-13,8	2,2	.	8,9	.	-6,3
3° trim.	.	23,5	.	.	.	6,3	.	6,2	0,8	.	-2,4	.	2,8
4° trim.	.	23,9	.	.	.	16,0	.	-17,2	-19,9	.	15,7	.	3,6
2006 1° trim.	.	23,7	.	.	.	12,1	.	-2,6	-2,4	.	-5,6	.	5,6
2° trim.	.	23,4	.	.	.	-19,5	.	-16,2	1,3	.	9,5	.	-9,3

**F39 Saldo finanziario delle società non finanziarie**  
(in percentuale del PIL)



**F40 Saldo finanziario delle famiglie<sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Federal Reserve Board, Banca del Giappone ed Economic and Social Research Institute.

1) Comprende le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

2) Investimenti fissi lordi in Giappone. La spesa in beni di investimento negli Stati Uniti comprende gli acquisti di beni di consumo durevoli.

3) Al risparmio lordo negli Stati Uniti si aggiunge la spesa per i beni di consumo durevoli.

## 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	S30
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S32
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S33
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S34
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S35
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S36
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S38
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S38
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S39
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S39
F25	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	S40
F26	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	S40
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S41
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S54
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S54
F30	Saldi di conto corrente	S55
F31	Investimenti diretti e di portafoglio	S55
F32	Conto dei beni	S56
F33	Conto dei servizi	S56
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S60
F35	Tassi di cambio effettivi	S67
F36	Tassi di cambio bilaterali	S67
F37	PIL a prezzi costanti	S70
F38	Indici dei prezzi al consumo	S70
F39	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S71
F40	Saldo finanziario delle famiglie	S71

## 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.int](http://www.ecb.int)) 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 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(h) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$ , cioè  $a_t^P$ , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni

derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

##### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

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.

Definendo come  $T_t$  le transazioni nel trimestre  $t$  e come  $L_t$  le consistenze al termine del trimestre  $t$ , il tasso di crescita per il trimestre  $t$  viene calcolato come:

$$(j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

#### 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

- 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.int](http://www.ecb.int)) 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.

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:

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

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

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

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

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:

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

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:

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

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:

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

$$(p) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### 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. S74). 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 industriali 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. S74). I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. Per i dati sui beni, i servizi e i redditi, la correzione per il numero di giornate lavorative tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. I dati sui crediti del conto dei beni sono preliminarmente sottoposti anche alla correzione per tener conto degli effetti della Pasqua. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Data services" del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). I servizi disponibili all'interno della sezione "Statistics on-line" comprendono una interfaccia per il browser con strumenti di ricerca, l'abbonamento a diverse banche dati nonché la possibilità di scaricare file compressi in formato CSV (comma separated value). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.int](mailto:statistics@ecb.int).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 4 ottobre 2006.

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 12, salvo diversa indicazione. Per i dati monetari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le statistiche sui fondi di investimento e i mercati finanziari, le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli stati membri della 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, mentre nelle figure l'interruzione è indicata mediante una linea tratteggiata.

Per le statistiche monetarie, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001, calcolate su una base nel 2000, utilizzano una serie che tiene conto dell'impatto dovuto all'ingresso della Grecia nell'area dell'euro.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche moneta-

rie, 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: Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia, Slovacchia, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) ed il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, per strumenti con scadenza originaria fino a  $n$  anni si intendono quegli strumenti con scadenza originaria non superiore a  $n$  anni.

### PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

### STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. Le

osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 sono stati implementati il 10 marzo del 2004. In seguito a tali cambiamenti, l'inizio dei periodi di mantenimento coincide con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Un periodo di mantenimento transitorio è stato in vigore nella fase dal 24 gennaio al 9 marzo del 2004.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari

al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle banche centrali iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

## MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre



istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni,

rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie <sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10 <sup>2)</sup>.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

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.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

## CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

Le sezioni 3.1 e 3.2 riportano dati trimestrali sui conti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro, che comprendono le Amministrazioni pubbliche (S13 nel SEC 95), le società non finanziarie (S11) e le famiglie (S14), che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15). I dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e transazioni finanziarie, classificati in base al SEC 95, e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento dei settori non finanziari. Sul lato delle fonti di finanziamento (passività), i dati sono presentati per settore (secondo le definizioni SEC 95) e per scadenza originaria degli strumenti ("a breve termine" indica una scadenza originaria fino a un anno, "a lungo termine" una scadenza superiore a un anno). Ovunque possibile i dati dei finanziamenti ottenuti dalle IFM sono identificati separatamente. Le informazioni riguardanti gli investimenti finanziari (attività) sono al momento meno dettagliate di quelle sulle fonti di finanziamento dato che, in particolare, non è possibile ottenere una scomposizione per settore.

La sezione 3.3 riporta dati trimestrali sui conti finanziari delle aziende di assicurazione e dei fondi pensione (S125 nel SEC 95) dell'area dell'euro. Come nelle sezioni 3.1 e 3.2, i dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e le transazioni finanziarie e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento di questo settore.

I dati trimestrali di queste tre sezioni sono basati sui conti finanziari nazionali trimestrali, sulle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli. Le sezioni 3.1 e 3.2 si riferiscono, inoltre, ai dati tratti dalle statistiche bancarie internazionali della BRI.

La sezione 3.4 riporta dati annuali sui risparmi, sugli investimenti (finanziari e non finanziari) e sulle fonti di finanziamento dei settori dell'area dell'euro nel suo complesso e separatamente per le società non finanziarie e per le famiglie. Questi dati annuali forniscono, in particolare,

informazioni per settore più complete in merito all'acquisizione di attività finanziarie e sono coerenti con i dati trimestrali riportati nelle due sezioni precedenti.

## 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.

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I

titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ch  di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine.

Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che   stato depurato dagli effetti della stagionalit  . Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE   inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passivit  nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a

tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2   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 stagionalit , 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 passivit . 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 societ  non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passivit , 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 cos  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 societ  non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati

come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria. Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile della BCE dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999 la colonna 1 riporta l'indice medio *overnight* dell'euro (Eonia). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i rendimenti dei titoli di Stato per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Fino al dicembre 1998 i rendimenti a due, tre, cinque e sette anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a dieci anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato. Fino al dicembre 1998 i rendimenti

dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali, ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza. Per gli Stati Uniti e il Giappone, i rendimenti a dieci anni sono medie nel periodo indicato.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

## **I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO**

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative. L'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (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, compilati dalla BCE.

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

riguardante le statistiche a breve termine <sup>3)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001 <sup>4)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrika* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro <sup>5)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003 <sup>6)</sup>. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

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

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

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

## FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si

3) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

4) G.U. L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

5) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

6) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000 <sup>7)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 <sup>8)</sup> sui conti trimestrali non finanziari delle

Amministrazioni pubbliche. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle Banche Centrali Nazionali.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15) <sup>9)</sup> e con la documentazione dell'Eurostat. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (novembre 2005) 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 (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.

7) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

8) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

9) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 5 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Al momento non è possibile, invece, ottenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area. Nelle tavole 6 e 7 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p.: le transazioni di b.d.p. che riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati dalle statistiche bancarie e monetarie (colonna

12); per questi ultimi dati un segno positivo indica un incremento di attività o un decremento di passività. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e 6), le transazioni di b.d.p. includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta una scomposizione geografica della b.d.p. (tavole da 1 a 4) e della posizione patrimoniale verso l'estero (Tavola 5) dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione fra Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro e aree o paesi esterni all'Unione Europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le tavole da 1 a 4 contengono le transazioni cumulate di b.d.p. negli ultimi quattro trimestri; la tavola 5 presenta una scomposizione geografica della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine dell'anno scorso. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.4 sono redatte sulla base delle posizioni nei confronti dei non residenti nell'area, considerando l'area dell'euro come

una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio. La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella sezione 7.5, insieme ai corrispondenti dati per la BCE. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (*Broad economic categories – BEC*). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione geografica (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina continentale non comprende Hong Kong.

Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.3). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

## TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-23 è composto dai 13 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, in aggiunta a quelli del TCE-23,



i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Bulgaria, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Romania, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia. 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 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, nel numero di settembre 2004 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>

### 8 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

### 12 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo decide di aumentare, da 15 a 25 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2004. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2004. L'Eurosistema continuerà tuttavia a fornire la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo può decidere di adeguare ancora all'inizio del 2005 l'importo da aggiudicare.

### 5 FEBBRAIO E 4 MARZO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

### 10 MARZO 2004

In accordo con la decisione del Consiglio direttivo del 23 gennaio 2003, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotta da due a una settimana e il periodo di mantenimento del sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema è ridefinito in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione

mensile dell'orientamento di politica monetaria, anziché con il 24° giorno del mese.

### 1 APRILE, 6 MAGGIO, 3 GIUGNO, 1 LUGLIO, 5 AGOSTO, 2 SETTEMBRE, 7 OTTOBRE, 4 NOVEMBRE, 2 DICEMBRE 2004 E 13 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

### 14 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 25 a 30 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2005. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2005. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

### 3 FEBBRAIO, 3 MARZO, 7 APRILE, 4 MAGGIO, 2 GIUGNO, 7 LUGLIO, 4 AGOSTO, 1° SETTEMBRE, 6 OTTOBRE E 3 NOVEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinan-

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2003, cfr. le pagine 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE, le pagine 231-232 del Rapporto Annuale 2001 della BCE, la pagina 246 del Rapporto Annuale 2002 della BCE e le pagine 229-230 del Rapporto Annuale 2003 della BCE.

ziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

#### **1 DICEMBRE 2005**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 6 dicembre 2005. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 3,25 e all'1,25 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2005.

#### **16 DICEMBRE 2005**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 30 a 40 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2006. Tale incremento tiene conto di due fattori: in primo luogo, ci si attende che le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro aumenteranno ulteriormente nel 2006; in secondo luogo, l'Eurosistema ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2007.

#### **12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

#### **2 MARZO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

#### **6 APRILE E 4 MAGGIO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

#### **8 GIUGNO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

#### **6 LUGLIO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

### **3 AGOSTO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

### **31 AGOSTO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di ri-

finanziamento 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.





## DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2005

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2005. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra luglio 2006 e settembre 2006. 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.int](mailto:info@ecb.int).

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.int>).

### RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 2004*, aprile 2005.

*Rapporto annuale 2005*, aprile 2006.

### ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

*Il nuovo accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali: principali caratteristiche e implicazioni*, gennaio 2005.

*I usi di capitale verso le economie emergenti: nuove caratteristiche e sviluppi recenti*, gennaio 2005.

*La disciplina di mercato per le banche*, febbraio 2005.

*L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria*, febbraio 2005.

*Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti*, febbraio 2005.

*Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria*, aprile 2005.

*Comparabilità delle statistiche per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone*, aprile 2005.

*Gli standard SEBC-CESR in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli nell'Unione europea*, aprile 2005.

*La politica monetaria e i differenziali di inflazione in un'area valutaria eterogenea*, maggio 2005.

*Il consolidamento e la diversificazione nel settore bancario dell'area dell'euro*, maggio 2005.

*L'evoluzione del quadro istituzionale in tema di corporate governance*, maggio 2005.

*L'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo: concetto, proprietà ed esperienza*, luglio 2005.

*La strategia di Lisbona cinque anni dopo*, luglio 2005.

*L'uso delle statistiche armonizzate sui tassi di interesse delle IFM*, luglio 2005.

*La riforma del Patto di stabilità e crescita*, agosto 2005.

*Il ruolo dei paesi emergenti dell'Asia nell'economia mondiale*, agosto 2005.

*Le banconote in euro: sviluppi e sfide future*, agosto 2005.

*Domanda di moneta e incertezza*, ottobre 2005.

*Valutazione della performance dei sistemi finanziari*, ottobre 2005.

*Modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro*, novembre 2005.

*Evoluzione del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro*, novembre 2005.

*Relazioni economiche e finanziarie tra l'area dell'euro e la Russia*, novembre 2005.

*La prevedibilità della politica monetaria della BCE*, gennaio 2006.

*Hedge fund: sviluppi e implicazioni sul piano delle scelte di policy*, gennaio 2006.

*Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro*, febbraio 2006.

*Politiche di bilancio e mercati finanziari*, febbraio 2006.

*L'importanza delle riforme della spesa pubblica per la crescita economica e la stabilità*, aprile 2006.

*La gestione di portafoglio presso la BCE*, aprile 2006.

*Regimi monetari e di cambio tra l'area dell'euro e alcuni paesi terzi e territori*, aprile 2006.  
*Il contributo della BCE e dell'Eurosistema all'integrazione finanziaria europea*, maggio 2006.  
*La lista unica nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema*, maggio 2006.  
*L'emissione azionaria nell'area dell'euro*, maggio 2006.  
*Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro*, luglio 2006.  
*Competitività ed esportazioni dell'area dell'euro*, luglio 2006.  
*La domanda settoriale di moneta: determinanti e andamenti recenti*, agosto 2006.  
*L'evoluzione dei sistemi di pagamento di importo rilevante nell'area dell'euro*, agosto 2006.  
*Evoluzione demografica nell'area dell'euro: previsioni e conseguenze*, ottobre 2006.  
*Conti finanziari e non finanziari integrati per i settori istituzionali dell'area dell'euro*, ottobre 2006.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

#### **LEGAL WORKING PAPER SERIES**

- 1 *The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments*, di K. M. Löber, febbraio 2006.
- 2 *The application of multilingualism in the European Union context*, di P. Athanasiou, marzo 2006.

#### **OCCASIONAL PAPERS SERIES**

- 22 *Assessing potential output growth in the euro area – A growth accounting perspective*, di A. Musso e T. Westermann, gennaio 2005.
- 23 *The bank lending survey for the euro area*, di J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt e S. Scopel, febbraio 2005.
- 24 *Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries*, di V. Genre, D. Momferatou e G. Mourre, febbraio 2005.
- 25 *Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices*, di G. Wolswijk and J. de Haan, marzo 2005.
- 26 *Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators*, di L. Mörntinen, P. Poloni, P. Sandars e J. Vesala, aprile 2005.
- 27 *The EU budget: how much scope for institutional reform?*, di H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez e R. Ritter, aprile 2005.
- 28 *Regulatory reforms in selected EU network industries*, di R. Martin, M. Roma e J. Vansteenkiste, aprile 2005.
- 29 *Wealth and asset price effects on economic activity*, di F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan, A. William, giugno 2005.
- 30 *Competitiveness and the export performance of the euro area*, a cura di una task force del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.
- 31 *Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council*, di M. Sturm e N. Siegfried, giugno 2005.
- 32 *Managing financial crises in emerging market economies*, a cura di una Task force del Comitato per le relazioni internazionali del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.



- 33 *Integration of securities market infrastructure in the euro area*, di H. Schmiedel e A. Schönenberger, luglio 2005.
- 34 *Hedge funds and their implications for financial stability*, di T. Garbaravicius e F. Dieririk, agosto 2005.
- 35 *The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective*, di R. Petschnigg, settembre 2005.
- 36 *Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route*, di I. Angeloni, M. Flad e F. P. Mongelli, settembre 2005.
- 37 *Financing conditions in the euro area*, di L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel e S. Scopel, ottobre 2005.
- 38 *Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature*, di M. G. Briotti, ottobre 2005.
- 39 *Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004*, di A. Annenkov e C. Madaschi, ottobre 2005.
- 40 *What does European institutional integration tell us about trade integration?*, di F.P. Mongelli, E. Dorrucchi e I. Agur, dicembre 2005.
- 41 *Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences*, di N. Leiner-Killinger, C. Madaschi e M. Ward-Warmedinger, dicembre 2005.
- 42 *The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union*, di F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher e K.G. Spitzer, dicembre 2005.
- 43 *The accumulation of foreign reserves*, a cura di una *task force* del Comitato per le Relazioni internazionali, febbraio 2006.
- 44 *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, a cura di una *task force* del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, aprile 2006.
- 45 *Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts*, di N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi e N. Vidalis, maggio 2006.
- 46 *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence*, di F. Altissimo, M. Ehrmann e F. Smets, giugno 2006.
- 47 *The reform and implementation of the Stability and Growth Pact*, di R. Morris, H. Ongena e L. Schuknecht, giugno 2006.
- 48 *Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries*, a cura della *Task Force* sull'allargamento del Comitato per le Relazioni Internazionali, luglio 2006.
- 49 *Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem*, di U. Bindseid e F. Papadia, agosto 2006.
- 50 *Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market*, di M. Laganà, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes e A. Persaud, agosto 2006.
- 51 *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*, di A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger e T. Westermann, agosto 2006.

#### WORKING PAPERS SERIES

- 651 *On the determinants of external imbalances and net international portfolio flows: a global perspective*, di R. A. De Santis e M. Lührmann, luglio 2006.
- 652 *Consumer price adjustment under the microscope: Germany in a period of low inflation*, di J. Hoffmann e J.-R. Kurz-Kim, luglio 2006.
- 653 *Acquisition versus greenfield: the impact of the mode of foreign bank entry on information and bank lending rates*, di S. Claey's e C. Hainz, luglio 2006.

- 654 *The German block of the ESCB multi-country model*, di I. Vetlov e T. Warmedinger, luglio 2006.
- 655 *Fiscal and monetary policy in the enlarged European Union*, di S. Pogorelec, luglio 2006.
- 656 *Public debt and long-term interest rates: the case of Germany, Italy and the United States*, di P. Paesani, R. Strauch e M. Kremer, luglio 2006.
- 657 *The impact of ECB monetary policy decisions and communication on the yield curve*, di C. Brand, D. Buncic e J. Turunen, luglio 2006.
- 658 *The response of firms' investment and financing to adverse cash flow shocks: the role of bank relationships*, di C. Fuss e P. Vermeulen, luglio 2006.
- 659 *Monetary policy rules in the pre-EMU era: is there a common rule?*, di M. Eleftheriou, D. Gerdesmeier e B. Roffia, luglio 2006.
- 660 *The Italian block of the ESCB multi-country model*, di E. Angelini, A. D'Agostino e P. McAdam, luglio 2006.
- 661 *Fiscal policy in a monetary economy with capital and finite lifetime*, di B. Annicchiarico, N. Giammarioli e A. Piergallini, luglio 2006.
- 662 *Cross-border bank contagion in Europe*, di R. Gropp, M. Lo Duca e J. Vesala, luglio 2006.
- 663 *Monetary Conservatism and Fiscal Policy*, di K. Adam e R. M. Billi, luglio 2006.
- 664 *Fiscal convergence before entering EMU*, di L. Onorante, luglio 2006.
- 665 *The euro as invoicing currency in international trade*, di A. Kamps, agosto 2006.
- 666 *Quantifying the impact of structural reforms*, di E. Ernst, G. Gong, W. Semmler e L. Bukeviciute, agosto 2006.
- 667 *The behaviour of the real exchange rate: evidence from regression quantiles*, di K. Nikolaou, agosto 2006.
- 668 *Declining valuations and equilibrium bidding in central bank refinancing operations*, di C. Ewerhart, N. Cassola e N. Valla, agosto 2006.
- 669 *Regular adjustment: theory and evidence*, di J. D. Konieczny e F. Rumler, agosto 2006.
- 670 *The importance of being mature: the effect of demographic maturation on global per-capita GDP*, di R. Gómez e P. Hernández de Cos, agosto 2006.
- 671 *Business cycle synchronisation in East Asia*, di F. Moneta e R. Ruffer, agosto 2006.
- 672 *Understanding inflation persistence: a comparison of different models*, di H. Dixon e E. Kara, settembre 2006.
- 673 *Optimal monetary policy in the generalised Taylor economy*, di E. Kara, settembre 2006.
- 674 *A quasi-maximum likelihood approach for large approximate dynamic factor models*, di C. Doz, D. Giannone e L. Reichlin, settembre 2006.
- 675 *Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence*, di A. Afonso, settembre 2006.
- 676 *The distribution of contract durations across firms: a unified framework for understanding and comparing dynamic wage and price-setting models*, di H. Dixon, settembre 2006.
- 677 *What drives EU banks' stock returns? Bank-level evidence using the dynamic dividend-discount model*, di O. Castren, T. Fitzpatrick e M. Sydow, settembre 2006.
- 678 *The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks*, di R. A. De Santis, settembre 2006.
- 679 *Monetary policy in the media*, di H. Berger, M. Ehrmann e M. Fratzscher, settembre 2006.

#### ALTRE PUBBLICAZIONI

- Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers*, gennaio 2005.
- Review of the international role of the euro*, gennaio 2005.

*Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report*, gennaio 2005.

*Banking structures in the new EU Member States*, gennaio 2005.

*Progress Report on TARGET2*, febbraio 2005 (disponibile solo online).

*The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, febbraio 2005.

*Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation*, febbraio 2005 (disponibile solo online).

*Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures*, febbraio 2005.

*Statistics and their use for monetary and economic policy-making*, marzo 2005.

*Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amendments to IAS 39 – The fair value option*, aprile 2005 (disponibile solo online).

*Euro money market study*, maggio 2005.

*Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties*, maggio 2005 (disponibile online; copie cartacee solo in inglese).

*Regional economic integration in a global framework, Proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004*, maggio 2005.

*Target Annual Report 2004*, maggio 2005.

*The New EU Member States: Convergence and Stability*, maggio 2005.

*Financial stability review*, giugno 2005.

*Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, member of the European Parliament*, giugno 2005 (disponibile solo online).

*Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions*, giugno 2005.

*Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: Connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL*, giugno 2005 (disponibile solo online).

*Information guide for credit institution using TARGET*, giugno 2005 (disponibile solo online).

*Statistical classification of financial markets instruments*, luglio 2005.

*Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions*, luglio 2005 (disponibile solo online).

*Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book, agosto 2005), (dati per il periodo 1999-2003)*, agosto 2005.

*Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*, agosto 2005 (disponibile solo online).

*Central banks' provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement*, agosto 2005 (disponibile solo online).

*ECB statistics: a brief overview*, agosto 2005.

*Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles*, agosto 2005.

*Indicators of financial integration in the euro area*, settembre 2005.

*EU banking structures*, ottobre 2005.

*EU banking sector stability*, ottobre 2005.

*Second progress report on TARGET2*, ottobre 2005 (disponibile solo online).

*Legal aspects of the European System of Central Banks*, ottobre 2005.

*European Union balance of payments/international investment position statistical methods*, novembre 2005.

*Large EU banks' exposures to hedge funds*, novembre 2005.

*Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission's public consultation*, novembre 2005 (disponibile solo online).

*The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosystem contribution to the public consultation*, dicembre 2005 (disponibile solo online).

*Financial stability review*, dicembre 2005.

*Review of the international role of the euro*, dicembre 2005.

*The Eurosystem, the Union and beyond*, dicembre 2005.

*Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables*, gennaio 2006 (disponibile solo online).

*Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling*, gennaio 2006 (disponibile solo online).

*Euro Money Market Survey 2005*, gennaio 2006.

*Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, febbraio 2006.

*Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report)*, febbraio 2006 (disponibile online; copie cartacee solo in inglese).

*Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet*, febbraio 2006 (disponibile online).

*Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment*, febbraio 2006 (disponibile solo online).

*National implementation of Regulation ECB/2001/13*, febbraio 2006 (disponibile solo online).

*Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)*, marzo 2006.

*ECB statistics: an overview*, aprile 2006.

*TARGET Annual Report 2005*, maggio 2006.

*Financial Stability Review*, maggio 2006.

*Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)*, giugno 2006 (disponibile solo online).

*Communication on TARGET2*, luglio 2006 (disponibile solo online).

*Government Finance Statistics Guide*, agosto 2006.

*Implementation of banknote recycling framework*, agosto 2006.

*L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, settembre 2006.

*Differences in MFI interest rates across euro area countries*, settembre 2006.

*Indicators of financial integration in the euro area*, settembre 2006.

#### **OPUSCOLI INFORMATIVI**

*The current TARGET system*, agosto 2005.

*TARGET2 – innovation and transformation*, agosto 2005.

*The euro area at a glance*, agosto 2005.

*ECB statistics: a brief overview*, agosto 2005.

*The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks*, maggio 2006.

*TARGET2 – Securities brochure*, settembre 2006.

## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html)).

**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 che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato.

**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.

**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.

**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 costituita dal fatto 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.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli e detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [*yield curve*]:** rappresentazione grafica della relazione esistente fra il tasso di interesse o il rendimento e la scadenza a una certa data di titoli di debito con stesso rischio di credito ma con scadenze differenti. L'inclinazione della curva può essere misurata come la differenza fra i tassi di interesse 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 le banche centrali, 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 Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali 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.

**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.



**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 dalle banche centrali nazionali, 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.

**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.

**Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]:** valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

**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.

**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.

**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-23 (comprendente i 13 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-23 più altri 19 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'an-

damento 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 dalle 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.

**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.