



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

**04 | 2007**

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

08 | 2007

09 | 2007

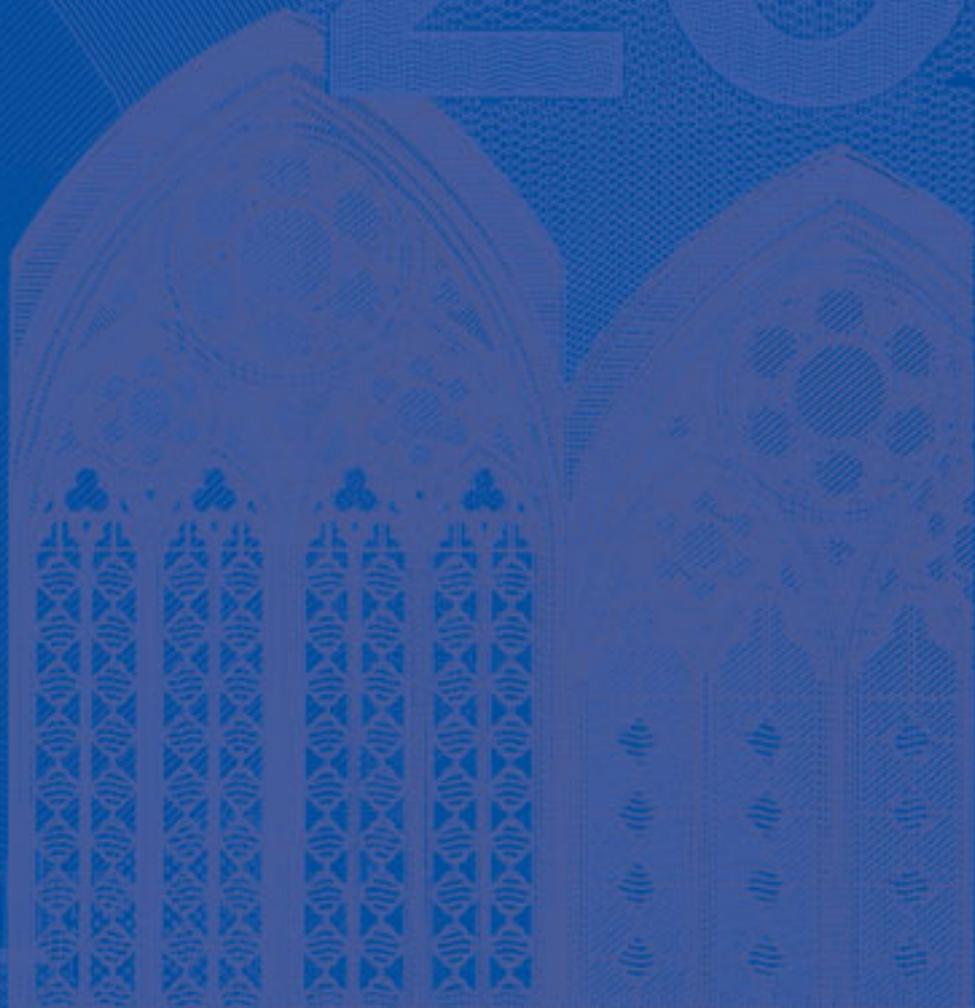
10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007

**BOLLETTINO MENSILE  
APRILE**

20





**BANCA CENTRALE EUROPEA**  
EUROSISTEMA



## **BOLLETTINO MENSILE APRILE 2007**

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

© Banca Centrale Europea, 2007

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main - Germany

**Indirizzo postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main - Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

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

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

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

*Le statistiche contenute  
in questo numero sono aggiornate  
all'11 aprile 2007.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



# INDICE

## EDITORIALE

### ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro

Gli andamenti monetari e finanziari

Prezzi e costi

La produzione, la domanda  
e il mercato del lavoro

I tassi di cambio e la bilancia  
dei pagamenti

### Riquadri:

- 1 Variazioni recenti nella composizione della crescita del credito ai residenti nell'area dell'euro 17
- 2 Emissioni di titoli di debito a lungo termine da parte delle IFM dagli inizi degli anni novanta 22
- 3 I premi per il rischio sul tasso di interesse reale e sull'inflazione nel mercato obbligazionario dell'area dell'euro 29
- 4 La misurazione dell'incertezza nei mercati azionari tramite l'impiego delle distribuzioni implicite nelle opzioni 34
- 5 Aggiornamento degli orientamenti integrati per l'implementazione della strategia di Lisbona da parte degli Stati membri dell'UE 46
- 6 Andamenti dell'occupazione per settore nell'area dell'euro 49
- 7 La rivalutazione della corona slovacca all'interno degli AEC II 55
- 8 Il reimpiego dei proventi petroliferi e le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro 58

### ARTICOLI:

- La comunicazione della politica monetaria ai mercati finanziari 63
- Origini e implicazioni dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro 75
- Il raccordo disavanzo-debito delle amministrazioni pubbliche 91

## 5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

### ALLEGATI

9 Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema

13 Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2006

37 Glossario

SI

I

V

XI

## SIGLARIO

### PAESI

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

### ALTRE

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

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



## EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 12 aprile 2007, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Le informazioni rese disponibili dopo l'8 marzo, data in cui il Consiglio direttivo ha innalzato i tassi di interesse, hanno ulteriormente avvalorato le motivazioni alla base di questo intervento; inoltre, hanno confermato che le prospettive di medio periodo per la stabilità dei prezzi restano soggette a rischi al rialzo ed è pertanto necessario seguire tutti gli sviluppi con molta attenzione. Di fatto, è essenziale evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine. Ciò concorrerà ad assicurare che le aspettative d'inflazione di medio-lungo periodo nell'area dell'euro rimangano saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Tale ancoraggio costituisce un presupposto affinché la politica monetaria continui a contribuire a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro nell'area. Alla luce del contesto economico favorevole, la politica monetaria della BCE seguita a essere accomodante, considerando i livelli moderati dei tassi di interesse di riferimento, la forte espansione di moneta e credito e le condizioni di liquidità abbondante nell'area secondo tutte le misure plausibili. Pertanto, in prospettiva, è necessario intervenire con tempestività e fermezza per assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine.

Per quanto concerne innanzitutto l'analisi economica, le recenti informazioni hanno confortato la valutazione del Consiglio direttivo di una perdurante crescita economica vigorosa nell'area dell'euro. La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che l'espansione del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata pari allo 0,9 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno. Considerando l'intero 2006, il PIL dell'area è cresciuto del 2,7 per cento in base ai dati non corretti per il numero di giornate lavorative. Secondo le ultime informazioni, i risultati delle indagini congiunturali e le varie stime basate su indicatori, sembra che la crescita stia proseguendo a ritmi sostenuti nel primo semestre del 2007.

In prospettiva, vi sono i presupposti per una crescita vigorosa nell'area dell'euro. Quanto al contesto esterno, l'espansione dell'economia è divenuta più equilibrata tra le regioni del mondo e, pur mostrando una certa moderazione, rimane sostenuta. Le condizioni esterne continuano pertanto a favorire le esportazioni dell'area dell'euro. Anche la domanda interna dell'area dovrebbe mantenere uno slancio relativamente sostenuto. Gli investimenti dovrebbero restare dinamici, beneficiando di un lungo periodo caratterizzato da condizioni di finanziamento favorevoli, ristrutturazione dei bilanci, utili societari elevati (pregressi e correnti) e guadagni di efficienza delle imprese. Inoltre, i consumi dovrebbero rafforzarsi ulteriormente nel tempo, in linea con l'andamento del reddito disponibile reale, sostenuto in misura crescente dall'aumento dell'occupazione e dal miglioramento della situazione sul mercato del lavoro.

Tali prospettive favorevoli per la crescita economica sono soggette a rischi sostanzialmente bilanciati nel breve periodo. Su orizzonti temporali più lunghi permangono rischi al ribasso, prevalentemente di origine esterna, riconducibili ai timori di un aumento delle pressioni protezionistiche, alla possibilità di ulteriori rincari del petrolio e alla preoccupazione circa un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri mondiali.

Per quanto riguarda l'andamento dei prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC pari all'1,9 per cento a marzo, rispetto all'1,8 dei due mesi precedenti. I dati disaggregati per le componenti dell'indice di marzo non sono ancora disponibili. In prospettiva, a meno di ulteriori rincari del greggio, la volatilità registrata dai prezzi dell'energia nel 2006 darà luogo a significativi effetti base, che influenzeranno quindi il profilo dei tassi di inflazione di quest'anno. Tenuto conto dell'attuale livello delle quotazioni del petrolio e dei contratti *future* su tale risorsa, l'inflazione dovrebbe ridursi nei prossimi mesi, salire verso la fine dell'anno e poi tornare a oscillare intorno al 2 per cento.

Nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, le prospettive per l'anda-

mento dei prezzi rimangono soggette a rischi al rialzo, connessi alla possibilità di ulteriori rincari del petrolio e di nuovi incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette oltre a quelli annunciati e decisi finora. In misura più rilevante, una dinamica dei salari più vivace rispetto alle attese correnti potrebbe comportare significativi rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, considerando anche lo slancio del mercato del lavoro negli ultimi trimestri. È pertanto di cruciale importanza che le parti sociali continuino a mostrare senso di responsabilità. In tale contesto, gli accordi salariali dovrebbero tenere conto delle posizioni in termini di competitività di prezzo, del livello tuttora elevato della disoccupazione in numerose economie nonché dell'andamento della produttività. Il Consiglio direttivo segue con particolare attenzione le trattative salariali nei paesi dell'area dell'euro.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è ulteriormente aumentato al 10,0 per cento a febbraio, rispetto al 9,9 di gennaio. Nel contempo il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato ha mostrato altri segnali di moderazione, pur mantenendosi a febbraio su un livello molto elevato, pari al 10,3 per cento. Nei mesi precedenti tale moderazione rifletteva una decelerazione dell'indebitamento delle famiglie, in un contesto caratterizzato da tassi sui mutui ipotecari in aumento nell'intera area dell'euro e da un rallentamento dei prezzi delle abitazioni in alcune regioni, mentre a febbraio è stata attribuibile a una minore crescita dei prestiti alle società non finanziarie. Nel valutare questi andamenti va ricordato che i dati mensili possono risentire di fattori di natura temporanea e, pertanto, la loro rilevanza non deve essere sopravvalutata. Di fatto, la vigorosa dinamica del credito al settore privato rispecchia il protrarsi della forte tendenza di crescita dell'indebitamento delle società non finanziarie osservata dalla metà del 2004.

Analizzati in prospettiva, gli ultimi dati seguitano a indicare una vivace dinamica della crescita di fondo dell'aggregato monetario ampio

nell'area dell'euro. Il protrarsi della vigorosa espansione della moneta e del credito rispecchia i livelli contenuti dei tassi di interesse per un periodo prolungato e il rafforzamento dell'attività economica nell'area. L'incremento dei tassi di interesse a breve termine, unitamente al basso livello di quelli a lungo termine, ha influito sull'evoluzione delle singole componenti degli aggregati monetari e creditizi, ma ha finora esercitato solo un impatto limitato sul vigore complessivo delle dinamiche monetarie. Dopo diversi anni di vigorosa crescita della moneta, la liquidità nell'area dell'euro è abbondante secondo tutte le misure plausibili. In tale contesto di abbondante liquidità, il perdurare della forte espansione della moneta e del credito segnala rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine. Gli andamenti monetari continuano, quindi, a richiedere un'osservazione molto attenta, soprattutto alla luce della crescita sostenuta dell'attività economica e della protratta vivace dinamica dei mercati immobiliari in molte parti dell'area dell'euro.

In sintesi, nella valutazione delle tendenze dei prezzi è importante guardare oltre la variabilità di breve termine dei tassi di inflazione. L'orizzonte temporale rilevante ai fini della politica monetaria è il medio periodo. Le prospettive per la stabilità dei prezzi su tale orizzonte restano soggette a rischi al rialzo, connessi soprattutto a una dinamica salariale più vivace rispetto alle attese correnti in un contesto caratterizzato dal perdurare di una forte crescita dell'occupazione e dell'attività economica. Tenuto conto della vigorosa espansione della moneta e del credito in condizioni di liquidità già abbondante, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma la valutazione secondo cui prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Il Consiglio direttivo continuerà quindi a seguire tutti gli sviluppi con molta attenzione. Di fatto, è essenziale evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine. Ciò contribuirà al saldo ancoraggio delle aspettative d'inflazione di medio-lungo periodo nell'area dell'euro a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Pertanto, in prospettiva,

resta necessario intervenire con tempestività e fermezza per assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine.

Per quanto concerne altri ambiti di politica economica, il Consiglio direttivo ha accolto con favore le raccomandazioni rivolte ai paesi dell'area dell'euro negli aggiornamenti del 2007 degli Orientamenti integrati, un pacchetto organico adottato dal Consiglio Ecofin nel 2005 che riunisce gli Indirizzi di massima per le politiche economiche e gli Orientamenti per l'occupazione. Gli aggiornamenti sono stati approvati dal Consiglio europeo nella riunione dell'8-9 marzo e affrontano l'esigenza di accelerare il risanamento dei bilanci, migliorare la qualità delle finanze pubbliche, favorire la concorrenza e l'integrazione nonché promuovere le riforme nei mercati del lavoro.

Con riferimento alle politiche fiscali, riveste la massima importanza trarre vantaggio dal deciso miglioramento della situazione economica e procedere con determinazione verso il riequilibrio dei bilanci. I rapporti tra disavanzo o debito pubblico e PIL registrati dai paesi dell'area per il 2006 sono considerevolmente migliori delle attese. Nondimeno, questi risultati positivi riflettono in ampia misura le consistenti entrate tributarie in un contesto macroeconomico favorevole, che hanno in alcuni casi compensato una spesa pubblica più elevata del previsto. I saldi di bilancio superiori alle attese nel 2006 devono indurre a porsi per il 2007 e per i prossimi anni obiettivi

più ambiziosi, destinando entrate impreviste interamente alla riduzione del disavanzo e del debito pubblico. Occorre, inoltre, evitare politiche fiscali procicliche in tutti i paesi. Questo aspetto, oltre che pienamente in linea con il Patto di stabilità e crescita rivisto, è d'importanza vitale per assicurare la sostenibilità dei bilanci per prepararsi all'impatto dell'invecchiamento demografico. Un riesame della spesa e dell'imposizione mirato ad accrescere la qualità delle finanze pubbliche favorirebbe ulteriormente la crescita economica e la sostenibilità dei bilanci.

Il Consiglio direttivo appoggia, inoltre, riforme strutturali ambiziose, che contribuiscano ulteriormente al buon funzionamento dell'unione monetaria e sostengano il potenziale di crescita e la creazione di posti di lavoro. In particolare, accrescere la flessibilità dei mercati del lavoro, per meglio allineare i salari all'andamento della produttività, e promuovere la mobilità del lavoro rafforzerebbero maggiormente la capacità dei paesi di resistere agli shock economici e assicurerebbero la loro competitività.

Questa edizione del Bollettino mensile contiene tre articoli. Il primo verte sulla comunicazione della politica monetaria ai mercati finanziari da parte della BCE. Il secondo passa in rassegna le cause e le implicazioni per la politica economica dei differenziali di crescita fra i paesi dell'area. Il terzo esamina le differenze fra il saldo di bilancio e la variazione del debito pubblico nell'area dell'euro.



# ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

L'economia mondiale continua a espandersi a ritmi sostenuti, nonostante una lieve moderazione in vari paesi. Gli andamenti dei prezzi a livello internazionale continuano a risentire fortemente delle variazioni nei corsi dei beni energetici. I rischi per le prospettive economiche mondiali sono connessi ai timori di un aumento delle spinte protezionistiche, a possibili nuovi rialzi delle quotazioni petrolifere nonché a preoccupazioni in merito a un disordinato riassorbimento degli squilibri economici internazionali.

### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale continua a espandersi a ritmi sostenuti, nonostante una lieve moderazione in vari paesi. Sebbene la crescita della produzione industriale nei paesi dell'OCSE (esclusa l'area dell'euro) si sia lievemente indebolita verso la fine dello scorso anno, i risultati delle indagini continuano a segnalare condizioni relativamente solide del settore manifatturiero a livello mondiale. Nel contempo l'attività nel settore dei servizi rimane robusta, anche se meno vivace rispetto agli inizi dell'anno.

Gli andamenti dei prezzi a livello internazionale risentono ancora fortemente delle variazioni nei corsi dei beni energetici. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione al consumo complessiva ha registrato un lieve incremento in febbraio, mentre il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica si è mantenuto stabile su livelli relativamente moderati. I risultati delle indagini sui prezzi degli input indicano un leggero aumento delle pressioni dal lato dei costi sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi a partire dall'inizio dell'anno.

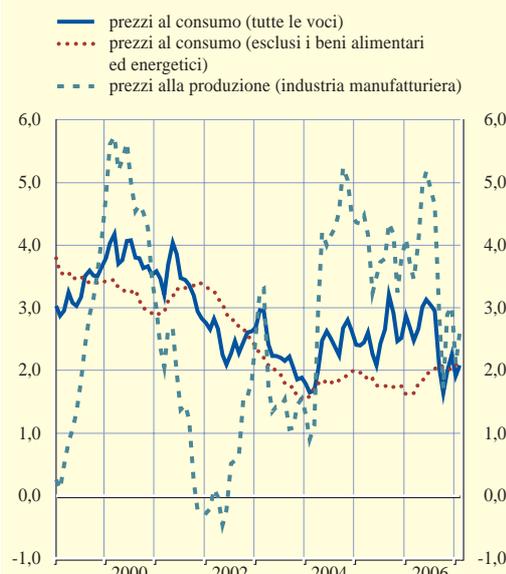
### STATI UNITI

Nel quarto trimestre del 2006 il ritmo dell'attività economica è rimasto moderato. L'espansione del PIL in termini reali è salita al 2,5 per cento (sul periodo precedente, in ragione d'anno), dal 2,0 del terzo trimestre. Tale andamento ha riflesso da un lato il contributo fortemente positivo della spesa per consumi individuali e dell'interscambio commerciale netto, e dall'altro quello negativo degli investimenti delle imprese, degli investimenti in edilizia residenziale e della variazione delle scorte. Il tasso medio di espansione del PIL in termini reali per l'insieme del 2006 è stato pari al 3,3 per cento.

L'inflazione al consumo, che si era lievemente moderata nella seconda metà del 2006, è in graduale aumento da dicembre, soprattutto a causa del rincaro dei beni energetici e di quelli alimentari. In febbraio l'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è stata pari al 2,4 per cento, mentre il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici si è mantenuto su un livello più elevato (2,7 per cento).

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

Il 31 gennaio il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenere invariato al 5,25 per cento il tasso obiettivo sui *federal funds*.

### GIAPPONE

In Giappone prosegue la ripresa costante dell'economia, mentre l'inflazione è rimasta contenuta. La crescita è stata sorretta dal vigore delle esportazioni e dalla robusta dinamica della domanda interna, che negli ultimi trimestri ha tratto particolare sostegno dagli investimenti delle imprese. La seconda stima preliminare mostra che nel quarto trimestre il PIL in termini reali è salito dell'1,3 per cento sul periodo precedente.

L'inflazione è rimasta modesta. In febbraio il tasso misurato sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) complessivo e quello calcolato al netto degli alimentari freschi sono scesi rispettivamente di 2 e 1 decimi. Dopo essere diminuita negli ultimi mesi per il minore contributo delle componenti petrolifere, la variazione dell'IPC sui dodici mesi è tornata negativa per la prima volta dall'aprile 2006. Anche l'inflazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione ha continuato a calare, scendendo dal 2,2 per cento di febbraio all'1,8 per cento di marzo.

Nella riunione del 10 aprile la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,50 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

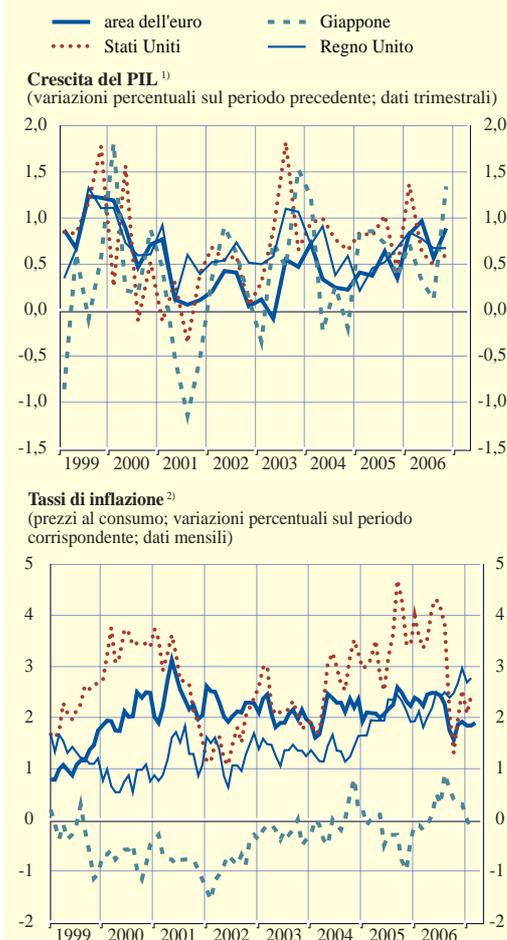
### REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'espansione del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata pari allo 0,7 per cento nel quarto trimestre del 2006, invariata rispetto ai quattro trimestri precedenti. I consumi delle famiglie sono cresciuti dell'1,0 per cento e, alla luce dei dati sulle vendite al dettaglio di gennaio e febbraio, si sarebbero lievemente moderati nel primo trimestre del 2007. Nel quarto trimestre gli investimenti delle imprese sono notevolmente aumentati e le indagini continuano a segnalare intenzioni di investimento elevate.

In febbraio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo è stata pari al 2,8 per cento. Il principale contributo al rialzo dell'inflazione è stato fornito dai costi dei trasporti. I dati dell'Indagine sulle forze di lavoro continuano a segnalare una crescita moderata delle retribuzioni medie (al netto delle gratifiche).

Il 5 aprile il *Monetary Policy Committee* della Bank of England ha deciso di mantenere invariato al 5,25 per cento il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali.

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



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

## ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'espansione del prodotto si è mantenuta robusta nel quarto trimestre del 2006. La crescita è stata trainata principalmente dalla domanda interna. In febbraio gli andamenti dell'inflazione sono stati diversi nei vari paesi.

In Danimarca la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è diminuita sensibilmente nel quarto trimestre, mentre in Svezia ha registrato un lieve aumento. In entrambe le economie l'attività è stata trainata principalmente dalla domanda interna. L'inflazione misurata sullo IAPC in marzo era pari all'1,9 per cento in Danimarca e all'1,6 per cento in Svezia.

Nelle quattro economie principali dell'Europa centrale e orientale (Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Romania) il ritmo complessivo di espansione del prodotto sul periodo precedente è rimasto vivace nel quarto trimestre del 2006. Nella Repubblica Ceca, in Polonia e in Romania l'incremento del PIL in termini reali è stato trainato dalla domanda interna, mentre in Ungheria è stato principalmente riconducibile alla dinamica delle esportazioni nette. A febbraio l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è stata rispettivamente pari al 2,1 e 2,4 per cento nella Repubblica Ceca e in Polonia. In Ungheria e Romania si è collocata su livelli più elevati (9,0 e 3,7 per cento, rispettivamente).

## PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia, e in particolare nelle economie principali della regione, l'economia ha continuato a crescere a un ritmo relativamente sostenuto. Benché le spinte inflazionistiche siano rimaste nell'insieme generalmente moderate, in febbraio alcuni paesi hanno continuato a evidenziare un aumento dell'inflazione al consumo.

In Cina l'attività è rimasta vivace e in febbraio la produzione industriale è aumentata del 12,6 per cento sui dodici mesi. Inoltre, la crescita delle esportazioni si è intensificata. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 2,7 per cento in febbraio, dal 2,2 del mese precedente. Alla luce dell'ampia liquidità presente nel sistema bancario, il 17 marzo la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha deciso di aumentare di 27 punti base i tassi di interesse di riferimento (tasso di rifinanziamento e tasso sui depositi presso la banca centrale). La volatilità registrata dal mercato azionario cinese alla fine di febbraio si è moderata nel corso del mese di marzo. In India la produzione industriale ha continuato a crescere a ritmi sostenuti (10,9 per cento sui dodici mesi in gennaio), mentre l'inflazione dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura preferenziale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – è rimasta elevata, al 6,5 per cento, in marzo. In questo contesto, il 30 marzo la banca centrale indiana ha innalzato il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base (al 7,75 per cento).

## AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti. Per quanto concerne il Brasile, in febbraio la produzione industriale è aumentata del 3,0 per cento sui dodici mesi, mentre l'inflazione è stata pari al 3,0 per cento. Il 7 marzo la banca centrale ha deciso di ridurre il proprio tasso di interesse di riferimento di 25 punti base, al 12,75 per cento. In Argentina il PIL è cresciuto dell'8,6 per cento (sul periodo corrispondente) nel quarto trimestre del 2006. La produzione industriale è rimasta vivace e in febbraio è aumentata del 6,9 per cento sui dodici mesi. Le spinte inflazionistiche si sono mantenute robuste e l'inflazione sui dodici mesi è lievemente calata, al 9,1 per cento, in marzo. In Messico la crescita della produzione industriale è stata debole per il secondo mese consecutivo (1,4 per cento sui dodici mesi in gennaio), a ulteriore riprova del rallentamento economico in atto. L'inflazione sui dodici mesi è salita lievemente in marzo, al 4,2 per cento.

## 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Nonostante una leggera volatilità agli inizi di marzo, nel complesso del mese e nella prima parte di aprile i corsi petroliferi hanno continuato ad aumentare. Le acute tensioni geopolitiche, cui si sono aggiunte condizioni ancor più tese dei fondamentali di mercato e ulteriori interruzioni della produzione presso alcune raffinerie, hanno determinato un forte aumento dei prezzi verso la fine di marzo. Di conseguenza, le quotazioni del greggio di qualità Brent sono state sospinte verso un nuovo massimo per l'anno in corso. L'ulteriore acuirsi delle tensioni nel mercato mondiale del petrolio di riflesso alla crescita inferiore alle attese delle forniture da parte dei paesi non appartenenti all'OPEC, il recente calo della produzione dei paesi dell'OPEC e l'atteso recupero della domanda nel 2007 rispetto all'anno precedente hanno continuato a esercitare pressioni al rialzo sui prezzi. L'11 aprile il greggio di qualità Brent era quotato a 67 dollari al barile, un livello superiore di circa l'11 per cento rispetto all'inizio dell'anno. In presenza di margini ancor ridotti di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento, nel breve periodo i corsi petroliferi dovrebbero mantenersi elevati e sensibili a variazioni inattese sia dell'equilibrio tra domanda e offerta sia del contesto geopolitico.

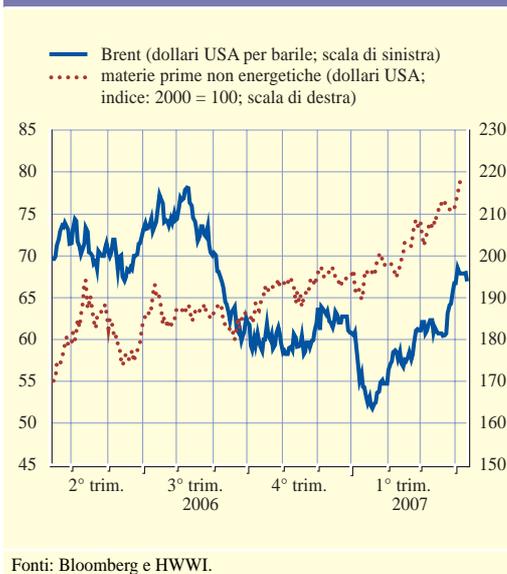
Nonostante un lieve calo verso la fine del mese, in marzo i prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati ulteriormente. Ciò è riconducibile soprattutto al rincaro dei metalli non ferrosi. L'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche ha continuato a raggiungere nuovi massimi e in marzo risultava superiore di circa il 30 per cento rispetto al livello di un anno prima.

## 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. Nonostante una lieve moderazione del ritmo di crescita di alcuni paesi, a livello mondiale il rallentamento dell'economia dovrebbe mantenersi relativamente limitato. A febbraio il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito dell'OCSE ha evidenziato un lieve indebolimento in tutte le economie principali. Al contempo gli indicatori corrispondenti per le grandi economie emergenti segnalano una robusta espansione in Cina.

I rischi per le prospettive economiche mondiali restano complessivamente orientati verso il basso e sono principalmente connessi ai timori di un aumento delle spinte protezionistiche, a possibili nuovi rialzi delle quotazioni petrolifere nonché a preoccupazioni in merito agli squilibri economici internazionali.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è aumentato al 10,0 per cento, il valore più alto dall'avvio della Terza fase dell'UEM. Quest'ulteriore rafforzamento delle dinamiche di M3 ha rispecchiato i forti afflussi di capitale nell'area dell'euro, che hanno inciso sulla posizione netta sull'estero delle IFM. La solida crescita del credito ha nondimeno continuato a determinare gran parte dell'elevato livello di espansione di M3. Il forte indebitamento del settore privato è riconducibile al livello ancora contenuto dei tassi di interesse nell'area e all'attuale vigore dell'attività economica. Nell'ideale prospettiva di medio-lungo periodo, i più recenti sviluppi confermano la valutazione secondo cui il tasso di crescita di fondo dell'aggregato monetario ampio nell'area dell'euro resta sostenuto. C'è evidenza che i rialzi dei tassi di interesse della BCE hanno avuto un impatto sugli andamenti monetari, ma ciò non ha ancora determinato un rallentamento delle dinamiche complessive di M3.

### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

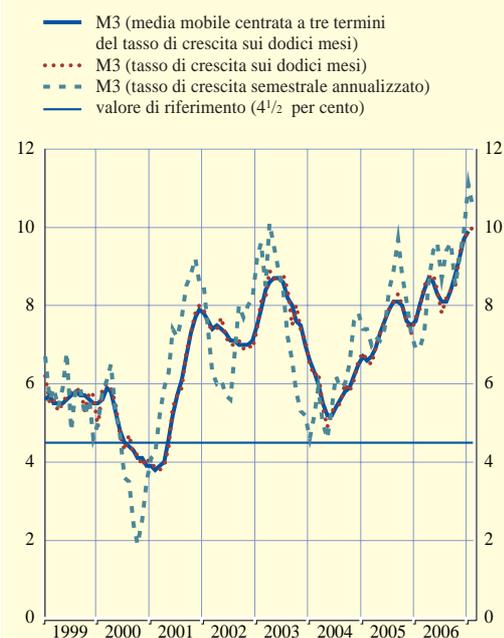
In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è aumentato al 10,0 per cento, dal 9,9 del mese precedente. Questo valore a doppia cifra ha rappresentato il tasso più elevato dall'avvio della Terza fase dell'UEM. La perdurante forte espansione sui dodici mesi rispecchia in gran parte la serie di vigorosi tassi di crescita sul periodo precedente degli ultimi quattro mesi, che ha sostenuto su valori a doppia cifra il tasso di incremento sui sei mesi espresso in ragione d'anno (cfr. figura 4).

I dati monetari di febbraio forniscono una sostanziale conferma delle valutazioni pregresse, ossia che la graduale rimozione dell'orientamento accomodante di politica monetaria avviata nel dicembre 2005 abbia avuto un impatto sugli andamenti monetari. Dal lato delle componenti, i più elevati tassi di riferimento della BCE hanno determinato una tendenza calante nella crescita di M1, mentre dal lato delle contropartite essi sono associabili alla moderazione osservata sin dalla seconda metà del 2006 nel tasso di incremento dei prestiti al settore privato. Nel contempo l'attuale inclinazione nulla della curva dei rendimenti ha aumentato l'attrattiva di quegli strumenti compresi in M3 la cui remunerazione è prossima al tasso di mercato a breve termine rispetto alle alternative attività finanziarie a più lungo termine.

L'elevato ritmo di espansione di M3 continua a essere in gran parte riconducibile alla robusta crescita dei prestiti, riflettendo il livello tuttora contenuto dei tassi di interesse nell'area dell'euro e il vigore dell'attività economica. Nel contempo, l'accelerazione di M3 osservata negli ultimi mesi è stata sospinta soprattutto dai mas-

Figura 4 Crescita di M3 e valore di riferimento

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



Fonte: BCE.

sicci afflussi di attività nette sull'estero delle IFM, forse connessi al fatto che la valutazione degli investitori internazionali circa le prospettive per l'area dell'euro è stata recentemente più favorevole rispetto a quella per altre regioni del mondo. Tuttavia, considerando più specificamente i dati di febbraio e il fatto che sono stati pubblicati alla fine del mese, non si può escludere che rispecchino anche una temporanea distorsione dovuta all'accresciuta domanda di attività "sicure" provocata dalle brusche flessioni dei mercati azionari mondiali negli ultimi giorni di febbraio.

Nella prospettiva di medio-lungo periodo idonea all'analisi delle tendenze della crescita di moneta e credito, i più recenti sviluppi confermano la valutazione secondo cui il tasso di incremento di fondo dell'aggregato monetario ampio nell'area dell'euro resta sostenuto. Nel complesso, il protrarsi di una vigorosa espansione monetaria e creditizia ha accresciuto ulteriormente la liquidità già abbondante. Ciò segnala rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine, soprattutto in un contesto di miglioramento dell'attività economica.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

L'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 osservato in febbraio è principalmente ascrivibile al maggiore tasso di incremento degli strumenti negoziabili (M3-M2; cfr. tavola 1).

Il tasso di espansione di M1 è rimasto sostanzialmente invariato al 6,6 per cento in febbraio, dopo il 6,5 di gennaio, mantenendosi pertanto nettamente al di sotto del massimo dell'11,6 per cento raggiunto nell'agosto 2005.

Il tasso di crescita dei depositi a breve diversi da quelli *overnight* è sceso in febbraio all'11,6 per cento, dal 12,0 di gennaio. Ciò ha riflesso un tasso di incremento invariato dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), mentre quello dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) ha continuato a diminuire. La relativa appetibilità dei depositi a termine a breve scadenza può essere un riflesso della loro remunerazione, che ha sostanzialmente seguito l'incremento dei tassi di mercato a breve termine ed è aumentata rispetto a

**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					
		2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 gen.	2007 feb.
<b>M1</b>	<b>47,2</b>	<b>10,3</b>	<b>9,8</b>	<b>7,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>
Banconote e monete in circolazione	7,5	13,3	11,9	11,4	11,1	10,5	10,2
Depositi <i>overnight</i>	39,7	9,8	9,5	7,0	5,9	5,8	5,9
<b>M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)</b>	<b>38,2</b>	<b>6,8</b>	<b>8,5</b>	<b>9,5</b>	<b>11,1</b>	<b>12,0</b>	<b>11,6</b>
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	18,7	9,8	15,3	19,7	25,3	29,3	29,3
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	19,6	4,6	3,8	2,4	1,1	-0,5	-1,4
<b>M2</b>	<b>85,4</b>	<b>8,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,4</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>	<b>8,8</b>
<b>M3 - M2 (= strumenti negoziabili)</b>	<b>14,6</b>	<b>3,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,4</b>	<b>11,1</b>	<b>16,2</b>	<b>17,6</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>9,0</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>9,2</b>	<b>8,8</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		2,4	1,0	-0,9	-3,1	-4,8	-4,1
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		0,8	0,3	-0,6	-0,3	-1,5	-0,8
Credito al settore privato		10,5	11,8	11,9	11,9	11,3	10,7
Prestiti al settore privato		10,0	11,2	11,2	11,1	10,6	10,3
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>8,6</b>	<b>8,7</b>	<b>8,5</b>	<b>9,0</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>

Fonte: BCE.

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

quella dei depositi *overnight* e dei depositi a risparmio a breve termine. Inoltre, l'attuale inclinazione nulla della curva dei rendimenti contribuisce a spiegare perché l'ampliamento dei divari tra le remunerazioni degli strumenti compresi in M3 ha determinato riallocazioni fra categorie di depositi all'interno di M3 ma non riallocazioni significative nelle attività a più lungo termine al di fuori di M3.

Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili compresi in M3 è salito al 17,6 per cento in febbraio, dal 16,2 di gennaio. In particolare, la domanda di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ha contribuito a quest'ulteriore progressione. La forte domanda osservata negli ultimi mesi per questi strumenti riflette la valutazione abbastanza cauta dei residenti nell'area dell'euro in merito all'appetibilità di fondi obbligazionari, azionari e immobiliari e in febbraio potrebbe essere stata altresì sospinta dai flussi verso investimenti "sicuri". Il tasso di espansione dei titoli di debito a breve termine è rimasto molto elevato in febbraio, collocandosi oltre il 50 per cento. La dinamica sostenuta di questa componente potrebbe ricollegarsi all'aumento dei tassi di riferimento della BCE dalla fine del 2005, giacché i titoli di debito a breve termine a tasso variabile permettono agli investitori di beneficiare degli aumenti dei tassi di interesse sopraggiunti prima della scadenza del titolo.

In febbraio si è registrato un lieve incremento del tasso di crescita dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine detenuti presso le IFM (depositi di M3), che rappresentano la più ampia aggregazione di componenti di M3 per la quale siano disponibili dati per settore detentore. Tale aumento è stato osservato sia per le famiglie sia per le società non finanziarie in tutte le tipologie di depositi. Nel contempo la domanda da parte di altri intermediari finanziari non monetari ha rallentato per tutti i tipi di deposito, in parte a causa di effetti base.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è diminuito al 10,3 per cento in febbraio, dal 10,6 di gennaio, proseguendo la tendenza al ribasso osservata dall'ottobre 2006 ma rimanendo a un livello elevato. Il perdurare di una forte domanda di prestiti rispecchia l'attuale vigore dell'attività economica e le condizioni di finanziamento generalmente favorevoli nell'area dell'euro.

Il calo del tasso di incremento dei prestiti al settore privato è riconducibile a una moderazione del tasso di espansione dei prestiti alle società non finanziarie, sceso al 12,6 per cento dal 13,2 di gennaio, che ha interessato tutte le scadenze. L'esperienza storica suggerisce che la domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie reagisce ai rialzi dei tassi di interesse con un ritardo maggiore rispetto a quella delle famiglie.

Il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie, che nei mesi scorsi aveva determinato la moderazione del tasso di espansione dei prestiti al settore privato, è rimasto invariato in febbraio all'8,0 per cento (cfr. tavola 2). La perdurante forte attività di prestito alle famiglie ha continuato a essere attribuibile principalmente all'indebitamento per l'acquisto di abitazioni, rimasto stabile a un tasso del 9,4 per cento in febbraio dopo essere costantemente calato dal suo massimo del 12,1 raggiunto nel marzo 2006. Questa tendenza calante rispecchia probabilmente non solo il rallentamento della crescita dei prezzi delle abitazioni e dell'attività sul mercato degli immobili residenziali osservato in diversi paesi dell'area dell'euro nel corso del 2006, ma anche il graduale aumento dei tassi sui prestiti negli ultimi mesi. Il tasso di incremento del credito al consumo è ulteriormente diminuito in febbraio, al 6,5 per cento dal 7,1 di gennaio.

Quanto all'andamento del credito complessivo concesso dalle IFM a residenti nell'area dell'euro, il tasso di crescita sui dodici mesi ha fatto registrare un'altra lieve flessione in febbraio rispetto al

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

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 gen.	2007 feb.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>42,0</b>	<b>9,2</b>	<b>11,0</b>	<b>11,9</b>	<b>13,0</b>	<b>13,2</b>	<b>12,6</b>
Fino a 1 anno	29,5	6,7	8,4	9,2	10,3	9,6	9,0
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	18,6	11,5	15,8	19,0	20,5	20,8	19,8
Oltre 5 anni	51,9	10,0	11,0	11,2	12,0	12,7	12,3
<b>Famiglie<sup>2)</sup></b>	<b>49,0</b>	<b>9,5</b>	<b>9,7</b>	<b>9,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>
Credito al consumo <sup>3)</sup>	12,8	8,2	8,2	8,5	8,0	7,1	6,5
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	71,1	11,7	12,0	11,2	10,2	9,4	9,4
Altri prestiti	16,2	2,1	2,1	2,3	2,7	2,9	3,4
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>1,0</b>	<b>32,9</b>	<b>41,2</b>	<b>36,7</b>	<b>29,1</b>	<b>30,5</b>	<b>28,8</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>8,0</b>	<b>16,2</b>	<b>19,0</b>	<b>17,3</b>	<b>16,4</b>	<b>11,4</b>	<b>10,8</b>

Fonte: BCE.

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

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

2) In base alla definizione SEC 95.

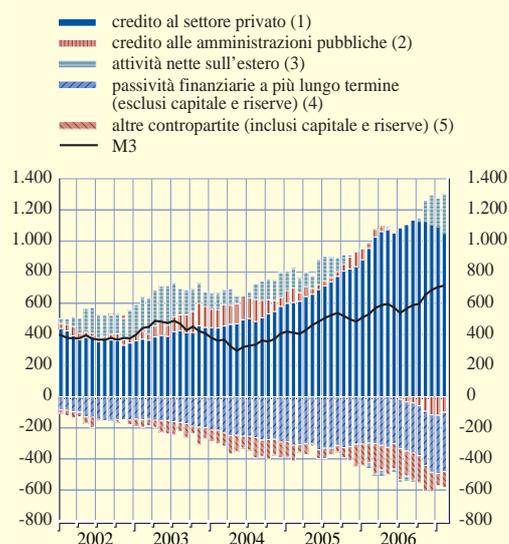
3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

mese precedente, attribuibile a un'ulteriore moderazione della domanda di credito al settore privato in tutte le sue componenti, ossia tanto di prestiti concessi dalle IFM quanto di titoli acquistati dalle IFM. Per contro, il tasso di decremento sui dodici mesi del credito concesso alle amministrazioni pubbliche è stato leggermente inferiore rispetto al mese precedente, esercitando così un minore effetto frenante sulla crescita complessiva del credito (cfr. il riquadro 1 per una trattazione delle recenti variazioni nella composizione della crescita del credito al settore privato).

Tra le altre contropartite di M3, l'incremento delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) si è collocato al 9,9 per cento a fronte del 9,8 di gennaio. Benché le dinamiche del credito continuino a spiegare l'elevato livello di crescita di M3 dal lato delle contropartite, gran parte del suo rafforzamento dalla fine del 2006 è ascrivibile agli andamenti della posizione netta sull'estero delle IFM. Il flusso mensile delle attività nette sull'estero delle IFM ha totalizzato 51 miliardi di euro in febbraio, portando il flusso sui dodici mesi a 249 miliardi di euro dai 184 miliardi di gennaio (cfr. figura 5). Il massiccio afflusso di febbraio è riconducibile in parte ai flussi verso investimenti potenzialmente "sicuri" da parte di residenti nell'area dell'euro in una fase di tur-

**Figura 5 Contropartite di M3**

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



Fonte: BCE.

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

bolenze sui mercati azionari mondiali, nonché a un accresciuto interesse nelle attività dell'area dell'euro da parte di investitori esterni all'area. Tale interesse è stato accompagnato negli ultimi mesi da un rafforzamento relativamente generalizzato del tasso di cambio dell'euro rispetto alla maggior parte delle principali valute.

Sintetizzando tutte le informazioni disponibili dal lato sia delle contropartite che delle componenti, il livello tuttora contenuto dei tassi di interesse nell'area dell'euro e il vigore dell'attività economica hanno continuato a essere le principali determinanti della forte crescita monetaria in febbraio. Tuttavia, l'ulteriore moderazione osservata nel tasso di crescita dei prestiti al settore privato e la tendenza calante del tasso di incremento delle componenti più liquide di M3 suggeriscono anche che i rialzi dei tassi di riferimento della BCE hanno esercitato un impatto sugli andamenti monetari.

**Riquadro I**

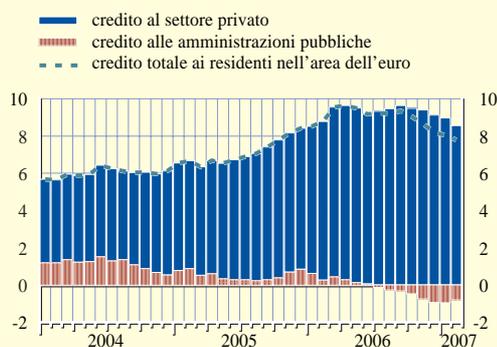
**VARIAZIONI RECENTI NELLA COMPOSIZIONE DELLA CRESCITA DEL CREDITO AI RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO**

Il credito accordato ai residenti nell'area dell'euro da parte delle istituzioni finanziarie monetarie rappresenta la principale contropartita dell'aggregato monetario ampio M3. Fra i suoi beneficiari figurano sia le amministrazioni pubbliche, sia il settore privato. Le IFM erogano tale credito sia concedendo prestiti ad altri soggetti, sia acquistando i titoli da questi emessi, siano essi titoli di debito (ossia titoli diversi da azioni) o azioni e altri titoli di capitale. L'importanza relativa delle diverse forme di credito può variare nel tempo per effetto dei fattori di domanda e di offerta, nonché degli influssi congiunturali e strutturali. Questo riquadro esamina le variazioni recenti nella composizione della crescita del credito totale delle IFM, inquadrando in un'ottica di più lungo periodo.

Gran parte della crescita osservata nel credito totale ai residenti nell'area dell'euro è ascrivibile all'espansione del credito al settore privato (cfr. figura A) e, più specificamente, alla crescita dei prestiti verso questo settore (cfr. figura B). Un'analisi circoscritta all'andamento dei prestiti po-

**Figura A** Scomposizione della crescita del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro

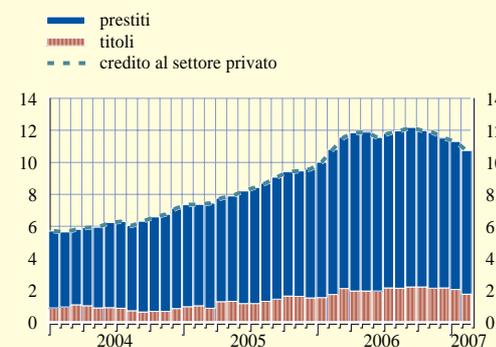
(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

**Figura B** Scomposizione della crescita del credito delle IFM al settore privato per strumento

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



Fonte: BCE.

Nota: i titoli comprendono sia i "titoli non azionari" sia le "azioni e altri titoli di capitale".

trebbe tuttavia non dar conto di andamenti potenzialmente interessanti da un punto di vista economico di altre voci, minori, del credito delle IFM. La figura A mostra ad esempio che a partire da fine 2005 il contributo fornito dal credito alle amministrazioni pubbliche al tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito ai residenti nell'area dell'euro è andato costantemente calando, diventando addirittura negativo nella seconda metà del 2006. Per contro, la crescita complessiva del credito è rimasta sostanzialmente stabile fino all'autunno del 2006. Nel settembre dello scorso anno il contributo fornito dal credito al settore privato ha poi iniziato a diminuire.

Come evidenzia la figura B, tale calo riflette in ampia misura la moderazione del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti, mentre gli acquisti di titoli del settore privato da parte delle IFM sono rimasti sostanzialmente stabili dall'inizio della primavera scorsa. In questo periodo tali acquisti hanno fornito in media un contributo di circa 2 punti percentuali al tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito al settore privato (pari al 12 per cento), riconducibile per metà all'investimento in titoli di debito e per metà a quello in azioni e altri titoli di capitale.

Uno dei fattori che ha probabilmente influito sulle dinamiche relative delle varie tipologie di credito negli ultimi trimestri è stato l'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE a partire da fine 2005. Dal lato del passivo del bilancio delle IFM la graduale rimozione dell'accomodamento monetario ha comportato il passaggio dai depositi *overnight* a quelli, meglio remunerati, a scadenza a breve termine. Dal lato dell'attivo, il settore privato ha espresso una maggiore richiesta di prestiti con un periodo iniziale di determinazione del tasso più lungo, dal momento che i tassi su questi prestiti sono cresciuti meno che quelli sui prestiti con un periodo iniziale di determinazione del tasso più breve. Nell'insieme, queste operazioni di ricomposizione dei due lati dei bilanci dovrebbero aver avuto un effetto moderatore sui margini che le IFM lucrano nell'attività di trasformazione dei depositi in credito. Ciò potrebbe aver indotto tali istituzioni a modificare la composizione dei portafogli crediti riallocando le attività a scapito del settore pubblico e a favore di quello privato e, all'interno di quest'ultimo, a scapito dei prestiti e a favore dei titoli. Complessivamente, ciò porta ad una quota maggiore di attività che offrono rendimenti più elevati ma comportano altresì l'esposizione a varie tipologie di rischio.

La figura C, che presenta più specificamente le dinamiche relative degli acquisti di titoli pubblici e privati effettuati dalle IFM, illustra gli andamenti contrastanti osservati da quando i tassi di interesse di mercato a breve termine hanno iniziato a salire. Alla fine del 2005 i flussi rispetto al periodo corrispondente per queste due categorie di titoli avevano entità sostanzialmente analoga. Successivamente, le IFM hanno acquistato un volume di titoli del settore privato sempre maggiore, di gran lunga superiore ai livelli osservati negli anni precedenti, mentre hanno ridotto sostanzialmente le consistenze di titoli delle amministrazioni pubbliche. Nel febbraio 2007 il flusso annuo di acquisti netti di titoli del settore privato effettuati dalle IFM era pari a circa 100 miliardi di euro, mentre le vendite e i rimborsi netti di titoli delle amministrazioni pubbliche erano bilanciate. La figura C indica inoltre che una ricomposizione analoga dei portafogli si sarebbe verificata anche in precedenza, allorché in una fase di inasprimento monetario nel 1999-2000 i flussi annui di acquisti di titoli delle amministrazioni centrali da un lato e del settore privato dall'altro si sono mossi in direzioni opposte.

Confrontando i due periodi di tassi di interesse crescenti, l'aumento degli acquisti di titoli del settore privato da parte delle IFM è stato più pronunciato nel periodo da fine 2005 di quanto lo sia stato nel periodo 1999-2000. Ciò è dovuto probabilmente alla considerevole attività di prestito verso il settore privato intrapresa dalle IFM nel primo periodo in esame, che potrebbero aver

**Figura C Acquisto di titoli di debito da parte delle IFM e tasso di interesse a breve termine**

(flussi sui dodici mesi in miliardi di euro; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

**Figura D Emissione netta di titoli di debito e tasso di interesse a breve termine**

(flussi sui dodici mesi in miliardi di euro; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

esaurito l'esposizione al rischio che le IFM erano disposte o in grado di assumersi nei confronti di quel settore. Al riguardo, è interessante notare che nel periodo più recente si è assistito tanto a una robusta crescita dei prestiti quanto a un forte accumulo di titoli di debito da parte delle IFM del settore privato. In una prospettiva congiunturale, il passaggio dai prestiti ai titoli osservato negli ultimi mesi dal lato dell'attivo dei bilanci delle IFM potrebbe inscrivere in un processo transitorio attraverso il quale le IFM forniscono prestiti "ponte" alle società non finanziarie in attesa che queste collochino titoli di debito. Tuttavia, in un'ottica più strutturale, la capacità delle IFM di sostenere una crescita vigorosa dei prestiti potrebbe riflettere un'esposizione al rischio ridotta negli attuali portafogli prestiti se le IFM hanno trasferito parte del rischio di credito ad altri settori mediante operazioni di cartolarizzazione sintetica<sup>1)</sup>.

L'aumento degli acquisti netti di titoli del settore privato da parte delle IFM e il crescente calo di quelli di titoli pubblici a partire da fine 2005 potrebbero naturalmente rispecchiare la disponibilità relativa di tali titoli. La figura D mostra che il flusso annuale di emissioni nette di titoli delle amministrazioni pubbliche è diminuito negli ultimi due anni per effetto, fra l'altro, della fase ascendente del ciclo economico e dell'associato miglioramento delle finanze pubbliche, rimanendo tuttavia positivo. Pertanto, laddove avessero voluto mantenere invariata la percentuale di titoli pubblici all'interno dei loro portafogli, le IFM non sarebbero state ostacolate da una politica di emissione restrittiva. I forti acquisti di titoli del settore privato, al contrario, sono avvenuti in una fase in cui le corrispondenti emissioni sono rimaste relativamente modeste. Le statistiche sulle emissioni non confortano quindi l'ipotesi che la preferenza accordata dalle IFM ai titoli del settore privato rispetto a quelli del settore pubblico sia dovuta principalmente alle condizioni di offerta dei titoli.

In conclusione, sembrerebbe che le recenti variazioni nella composizione del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro nel periodo a partire da fine 2005 siano ascrivibili alla risposta delle stesse IFM di fronte al mutato contesto dei tassi di interesse e alla loro volontà di privilegiare, all'interno dei portafogli crediti, le attività caratterizzate da un più elevato rendimento, ma anche da diversi tipi di rischio.

1) Per maggiori dettagli su questi tipi di cartolarizzazione, cfr. il riquadro 1, dal titolo "Impatto della cartolarizzazione dei prestiti delle IFM sull'analisi monetaria nell'area dell'euro", nel numero di settembre 2005 di questo Bollettino.

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

*In gennaio la crescita dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è proseguita a un tasso robusto, invariato rispetto al mese precedente. All'origine dell'andamento vi è il protrarsi della sostenuta espansione dei titoli di debito emessi da IFM e istituzioni finanziarie non monetarie, mentre il tasso di incremento di quelli emessi da società non finanziarie è calato. L'emissione di azioni quotate è rimasta relativamente modesta, riflettendo in parte una significativa attività di riacquisti di azioni proprie da parte di società non finanziarie.*

### TITOLI DI DEBITO

In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è stato pari all'8,0 per cento, invariato rispetto al mese precedente (cfr. tavola 3). I titoli a tasso variabile sono aumentati a un ritmo significativamente superiore rispetto a quelli a tasso fisso in gennaio. Sembra quindi che gli emittenti abbiano continuato a rispondere all'elevata domanda di titoli a tasso variabile a fronte di una curva dei rendimenti relativamente piatta. Quanto alla struttura per scadenze, tra dicembre e gennaio il tasso di incremento sui dodici mesi delle emissioni di titoli a breve termine è salito al 5,8 per cento, mentre quello delle emissioni di titoli a lungo termine è rimasto invariato all'8,2 per cento.

Il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie continua a rimanere inferiore a quello dei titoli emessi da IFM o da istituzioni finanziarie non monetarie. Esso è diminuito, al 5,3 per cento, tra dicembre e gennaio, interrompendo la tendenza al rialzo iniziata nell'agosto 2006 (cfr. figura 7). Tale evoluzione è in linea con una parziale sostituzione delle emissioni di titoli di debito con prestiti bancari per rispondere alle necessità di finanziamento delle società non finanziarie. Coerentemente con tale quadro, in gennaio il tasso di incremento dei prestiti delle IFM a società non finanziarie ha raggiunto un massimo storico. In termini di struttura per scadenze, in gennaio il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie si è collocato al 6,3 per cento per i titoli a lungo termine, sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente, mentre quello dei titoli a breve termine è stato prossimo a zero.

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

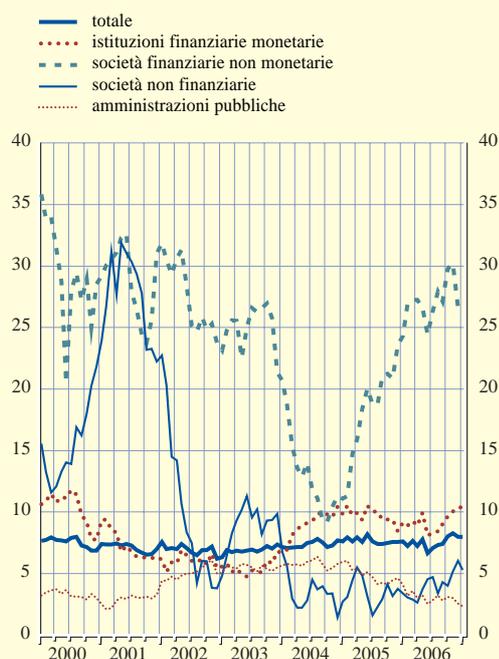
Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2007 gen.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2006 dic.	2007 gen.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>11.205</b>	<b>7,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>
IFM	4.635	9,0	9,2	8,4	9,8	10,2	10,5
Società finanziarie non monetarie	1.169	25,5	26,5	26,7	28,9	26,6	26,7
Società non finanziarie	646	3,2	3,4	4,2	4,8	6,0	5,3
Amministrazioni pubbliche	4.755	3,8	3,1	2,9	2,9	2,6	2,3
<i>di cui:</i>							
Amministrazioni centrali	4.450	3,3	2,6	2,4	2,5	2,2	2,0
Altre amministrazioni pubbliche	306	11,8	11,4	11,7	9,0	7,8	7,3
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>6.311</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
IFM	1.111	1,2	1,5	1,8	2,0	2,4	2,1
Società finanziarie non monetarie	639	3,5	2,2	1,5	1,1	0,8	0,8
Società non finanziarie	4.560	0,9	0,9	1,1	0,8	0,8	0,8

Fonte: BCE.

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

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)

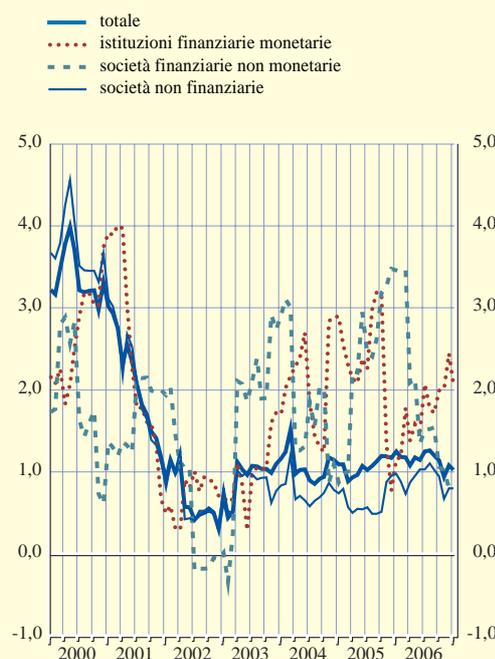


Fonte: BCE.

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.

In gennaio il tasso di espansione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM ha registrato un ulteriore aumento, seppur lieve, al 10,5 per cento dal 10,2 di dicembre, a indicazione che le banche stanno continuando a raccogliere i fondi necessari per soddisfare la notevole domanda che deriva dalla crescita vigorosa dei prestiti a società non finanziarie. L'incremento complessivo dei tassi di crescita dei titoli di debito emessi ha rispecchiato un significativo rialzo del tasso di espansione delle emissioni di titoli di debito a breve termine, mentre quello di titoli a lungo termine è aumentato solo lievemente, dal 9,5 per cento di dicembre al 9,7 in gennaio (cfr. il riquadro 2).

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è stato pari al 26,7 per cento in gennaio, invariato rispetto al mese precedente. Sebbene il tasso di incremento complessivo rimanga significativamente superiore a quello di altri settori, dal novembre 2006 ha evidenziato una tendenza calante, forse riconducibile a una moderazione nel numero di transazioni connesse all'attività di fusione e acquisizione, attenuatasi alla fine del 2006 rispetto all'inizio dell'anno.

In gennaio il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è diminuito leggermente al 2,3 per cento dal 2,6 di dicembre. Il tasso relativo alle emissioni del settore delle amministrazioni centrali ha continuato a mantenersi relativamente modesto, al 2,0 per cento, mentre è rimasta significativamente più sostenuta la crescita dell'emissione nel settore delle altre amministrazioni pubbliche, con un tasso pari al 7,3 per cento, malgrado si sia registrata una tendenza calante dal massimo raggiunto nell'agosto 2006.

## AZIONI QUOTATE

In dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro si è situato all'1,0 per cento, in lieve calo rispetto a dicembre, riflettendo una moderazione del tasso di variazione delle azioni quotate emesse da istituzioni finanziarie monetarie, sceso in gennaio al 2,1 per cento dal 2,4 del mese precedente (cfr. figura 7). I tassi di incremento delle azioni quotate emesse da società non finanziarie e da società finanziarie non monetarie sono rimasti invariati, entrambi allo 0,8 per cento. Mentre l'attività di emissione lorda delle società non finanziarie, che rappresenta la vasta maggioranza delle emissioni lorde totali, ha fatto segnare una lieve ripresa dalla fine del 2005, l'emissione netta è rimasta moderata. Ciò potrebbe essere attribuibile al perdurante vigore dell'attività di riacquisto di azioni proprie, nonché alla revoca della quotazione borsistica in seguito ad attività di acquisizione o alla privatizzazione di società tramite operazioni di *leveraged buyout*.

### Riquadro 2

#### EMISSIONI DI TITOLI DI DEBITO A LUNGO TERMINE DA PARTE DELLE IFM DAGLI INIZI DEGLI ANNI NOVANTA

Dal 1992 le emissioni di titoli di debito delle IFM sono cresciute vigorosamente, a un tasso medio annuo dell'8 per cento. Con una quota di oltre il 40 per cento degli 11.200 miliardi di euro di emissioni debitorie in essere a fine gennaio 2007, le IFM costituiscono il secondo maggior gruppo di emittenti dell'area dell'euro, subito dopo le amministrazioni pubbliche (42 per cento). I titoli di debito a breve termine, spesso collegati a depositi bancari, fanno parte di M3, l'aggregato monetario ampio della BCE<sup>1)</sup>. Tuttavia, le passività emesse dalle IFM sono costituite in gran parte (quasi il 90 per cento) da obbligazioni e *note* con scadenza originaria a lungo termine<sup>2)</sup>.

Il presente riquadro esamina le emissioni di titoli a lungo termine delle IFM, cercando di fornire alcuni elementi conoscitivi sulle motivazioni per cui le banche, la cui attività principale è quella di prestare i fondi che ricevono sotto forma di depositi dai risparmiatori, collocano questo tipo di strumenti. L'attività di emissione di strumenti debitori da parte delle società bancarie è potenzialmente in grado di incidere sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Ad esempio, l'accesso delle banche al finanziamento potrebbe avere implicazioni per l'offerta di prestiti, e quindi per le condizioni alle quali le famiglie e le società non finanziarie ottengono finanziamenti bancari.

#### I titoli di debito a lungo termine quale fonte di finanziamento

La crescita dei titoli di debito a lungo termine appare collegata a tre importanti aspetti del fabbisogno di finanziamento delle banche. In primo luogo, i bilanci bancari si sono in genere rapida-

- 1) Più specificamente, sono compresi in M3 i titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza originaria fino a due anni detenuti dal settore detentore di moneta. È questa la definizione di "a breve termine" utilizzata nelle statistiche di bilancio dell'Eurosistema. Nel presente riquadro viene invece utilizzata la definizione adottata nelle statistiche sulle emissioni mobiliari, in base alla quale si intendono "a breve termine" i titoli con scadenza originaria uguale o inferiore all'anno (in casi eccezionali a due anni), mentre i titoli con scadenza originaria maggiore, o con date di scadenza opzionali di cui l'ultima superiore all'anno, o ancora con date di scadenza indefinite sono classificati come titoli "a lungo termine".
- 2) I titoli di debito a lungo termine rientrano nell'analisi più generale delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (cfr. il riquadro 1, intitolato "Andamenti recenti delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM", nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino). Va inoltre notato che la crescita delle emissioni debitorie delle IFM con scadenza originaria non superiore ai due anni detenute dal settore detentore di moneta (e quindi comprese in M3) è fortemente aumentata negli ultimi mesi (cfr. il riquadro 1 dal titolo "Dinamica dei titoli di debito a breve termine all'interno di M3" nel numero di gennaio 2007 di questo Bollettino).

mente espansi negli ultimi anni, in ampia misura per effetto della forte crescita del credito ai settori privati. In tale contesto, le IFM sono ricorse al collocamento di strumenti debitori a lungo termine per finanziare la quota di prestiti non coperta dai depositi e dall'emissione di titoli a breve termine.

In secondo luogo, benché i depositi dei residenti diversi dalle IFM e l'emissione di titoli a breve termine continuano a essere la fonte di finanziamento principale delle IFM, il collocamento di titoli a lunga scadenza rappresenta la fonte di finanziamento che ha fatto registrare i tassi di crescita più elevati nella maggior parte dei periodi dal 1992 (cfr. la figura A). L'importanza relativamente minore dei depositi all'interno della raccolta bancaria potrebbe in parte scaturire dall'accresciuto affidamento fatto dalle famiglie sugli investitori istituzionali per la gestione dei risparmi in un contesto di tassi di interesse bassi e generalmente in calo e di aumento dei risparmi privati a fini pensionistici da parte di una popolazione progressivamente più anziana. I dati dei conti finanziari indicano che, sul totale delle attività finanziarie detenute presso intermediari finanziari, la quota detenuta presso IFM (valute e depositi) è diminuita di 4 punti percentuali da fine 1997, mentre quelle detenute rispettivamente presso fondi comuni e società di assicurazione/fondi pensione (riserve tecniche di assicurazione) sono entrambe cresciute (per complessivi 5 punti percentuali). L'incremento della quota di investimenti finanziari in prodotti non bancari, unitamente all'espansione dei bilanci bancari di fronte alle favorevoli opportunità di prestito, potrebbe aver indotto le banche a diversificare le fonti di finanziamento tramite l'emissione di obbligazioni e *note* a lungo termine.

In terzo luogo le banche, così come le altre società, raccolgono fondi per finanziare operazioni di fusione e acquisizione. Quanto all'introduzione dell'euro, che pure ha avuto un impatto rilevante sullo sviluppo dei mercati delle obbligazioni private in generale <sup>3)</sup>, non sembra aver prodotto effetti diretti e duraturi sulle emissioni debitorie delle IFM più in particolare <sup>4)</sup>.

### Tipologie dei titoli di debito emessi dalle banche

I tassi di crescita complessivi delle emissioni di titoli di debito da parte delle IFM possono non rendere conto delle differenze fra i vari tipi di strumenti emessi dalle banche, le quali si avvalgono di varie combinazioni di scadenze e meccanismi di determinazione del tasso. L'analisi dei diversi tipi di titoli emessi, ripartiti in particolare fra titoli a tasso fisso e a lungo termine, titoli a tasso variabile e a lungo termine, e titoli a breve termine, permette di conoscere meglio i fattori al-

**Figura A Crescita relativa dei titoli a lungo termine emessi dalle IFM rispetto ad altri tipi di finanziamento**

(punti percentuali)



Fonte: BCE ed elaborazioni BCE.

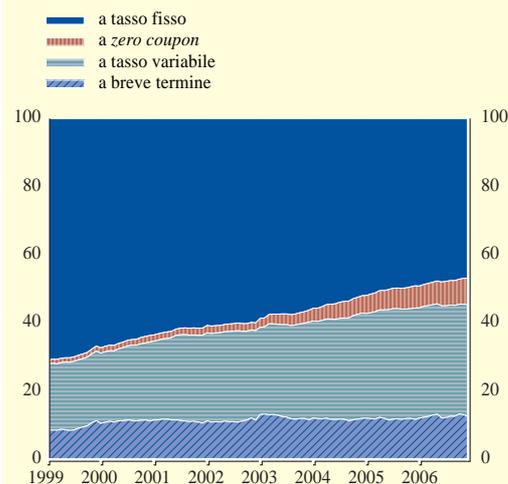
Nota: la figura rappresenta il differenziale fra la crescita dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle IFM e quella della somma dei depositi dei residenti diversi dalle IFM e dei titoli a breve termine emessi da queste. I dati per il primo trimestre del 2007 si riferiscono a gennaio 2007.

3) Commissione europea (2002), "Bond market integration in the EU" in: The EU economy: 2002 review, European Economy n. 6; de Bondt, G. J. (2007), "The role of the euro on the corporate bond markets in the euro area", Journal of Financial Transformation, vol. 19, 14-19.

4) De Bondt, G. J., e Lichtenberger, J. (2004), "Empirical estimates of the impact of the euro on the corporate bond market in the euro area", Applied Economics Letters, 11, 675-678.

**Figura B Consistenze dei titoli di debito emessi dalle IFM**

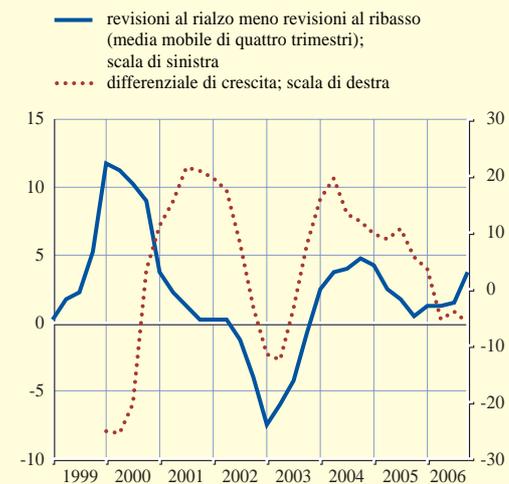
(percentuali sul totale)



Fonte: BCE.

**Figura C Differenza fra revisioni al rialzo e revisioni al ribasso nel merito di credito delle società finanziarie nell'area dell'euro**

(punti percentuali o numeri)



Fonti: BCE e Moody's Credits Trends.

Nota: il differenziale di crescita è calcolato come differenza fra la crescita dei titoli di debito a tasso variabile a lungo termine emessi dalle IFM e quella dei titoli di debito a breve termine emessi dalle stesse.

l'origine dell'attività di collocamento complessiva. Siffatta scomposizione è disponibile a partire dal gennaio 1999 (e dal dicembre 1998 per quanto riguarda le consistenze di titoli in essere).

Le banche emettono prevalentemente titoli di debito con tassi a lungo termine (ossia a tasso fisso o a cedola zero), a indicazione della rilevanza delle obbligazioni bancarie garantite (*covered bond*). Allo stesso tempo, la quota delle emissioni a lungo termine a tassi a breve termine (ossia a tasso variabile) è considerevolmente cresciuta negli ultimi anni. Inoltre, le banche sembrano aver cercato di aumentare la corrispondenza fra il lato attivo e quello passivo dei loro bilanci, forse in vista dell'applicazione di Basilea 2. La figura B mostra che: a) esiste una chiara tendenza all'aumento dell'incidenza dei tassi a breve termine e b) tale aumento si sta verificando a scapito dei titoli di debito a lungo termine e a tasso fisso, dal momento che la quota di emissioni a breve termine è rimasta sostanzialmente invariata.

La progressione di questa duplice tendenza del finanziamento bancario potrebbe essere in parte collegata a variazioni del merito di credito delle banche, in grado di incidere sulla scadenza alla quale le banche possono raccogliere fondi a tassi a breve termine. Al riguardo, è interessante notare come le emissioni a tasso variabile tendano a calare all'aumento di quelle a breve termine, e viceversa. Tale correlazione negativa potrebbe indicare che le banche utilizzano le emissioni di debito a lungo termine e a tasso variabile quali succedanee dei titoli di debito a breve termine, una prassi che consentirebbe loro di evitare i costi di transazione collegati al continuo rinnovo di passività a breve scadenza. La possibilità di realizzare siffatte economie potrebbe tuttavia dipendere dal merito di credito delle banche, poiché le scadenze più lunghe comportano una durata finanziaria più elevata per le esposizioni al rischio degli investitori obbligazionari. Nella figura C l'aumento dell'importanza dei titoli di debito a lungo termine e a tasso variabile rispetto ai titoli a breve termine trova riflesso in un differenziale di crescita positivo fra queste due

categorie di strumenti per la maggior parte del periodo a partire dal 2000. La figura indica che tale andamento potrebbe effettivamente essere connesso al rischio di credito, nella misura in cui l'emissione di titoli a tasso variabile da parte delle banche diminuisce/aumenta (rispetto a quella di titoli a breve termine), allorché peggiora/migliora il loro merito di credito.

Nel complesso, i mercati dei capitali risultano essere per le IFM un'importante fonte di finanziamento, integrativa dei depositi. Ciò è particolarmente vero nei periodi di forte espansione del credito e crescente ricorso agli investitori istituzionali per la gestione dei risparmi delle famiglie. È probabile che l'emissione di titoli a lungo termine e a tasso variabile da parte delle IFM sia ascrivibile alla ricerca di una maggiore corrispondenza fra attività e passività, forse in vista dell'applicazione di Basilea 2, e alla sostituzione dei titoli a breve termine, che consente alle banche con buon merito di credito di evitare alcuni costi di transazione.

## 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*In marzo e agli inizi di aprile i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati su tutte le scadenze, con i maggiori incrementi per quelli a più lungo termine. Di conseguenza, nel corso del mese l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è accentuata.*

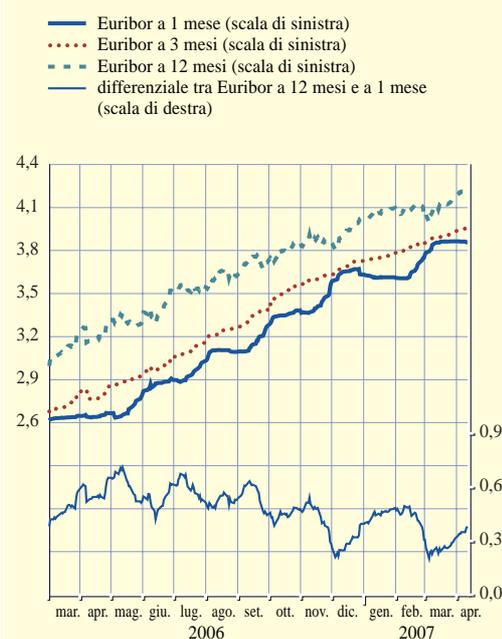
I tassi di interesse del mercato monetario, aumentati nel periodo compreso fra gli inizi di marzo e l'11 aprile, hanno registrato gli incrementi più pronunciati nel segmento a più lungo termine della gamma delle scadenze. Rispetto ai livelli degli inizi di marzo, i tassi di interesse con scadenza a uno, tre, sei e dodici mesi sono aumentati rispettivamente di 5, 9, 12 e 18 punti base per collocarsi l'11 aprile al 3,86, 3,96, 4,08 e 4,24 per cento. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è accentuata nel periodo in esame. Il differenziale tra il tasso Euribor a dodici mesi e quello a un mese è aumentato dai 24 punti base degli inizi di marzo ai 38 dell'11 aprile (cfr. figura 8).

L'11 aprile i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2007 si situavano rispettivamente al 4,14, 4,25 e 4,29 per cento, rappresentando un aumento rispetto ai livelli degli inizi di marzo rispettivamente di 14, 22 e 28 punti base.

L'8 marzo il Consiglio direttivo ha innalzato i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base, fissando il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema al 3,75 per cento a partire dall'operazione regolata il 14 marzo. Verso la fine del

**Figura 8 Tassi di interesse del mercato monetario**

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



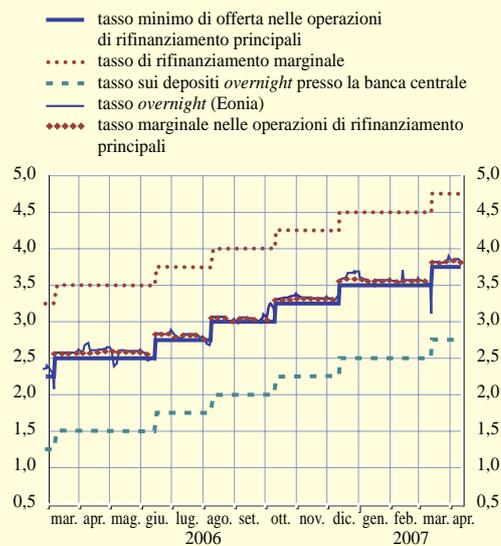
Fonti: BCE e Reuters.

periodo di mantenimento terminato il 13 marzo l'Eonia è diminuito, per effetto delle condizioni di liquidità relativamente abbondanti percepite dagli operatori di mercato. Il volume dell'eccesso di liquidità previsto sia dalla BCE sia dagli operatori di mercato alla fine del periodo di mantenimento ha fatto sì che si rendesse chiaramente necessaria il 13 marzo un'operazione di regolamento puntuale (*fine-tuning*) finalizzata all'assorbimento di liquidità. La BCE ha lanciato, pertanto, un'operazione di tale tipo per 10,5 miliardi di euro in cui gli operatori di mercato hanno offerto solo 2,3 miliardi. L'insufficiente partecipazione all'asta (*underbidding*) ha avuto un notevole impatto sul tasso *overnight*, e di conseguenza l'Eonia ha concluso il periodo di mantenimento al 3,11 per cento (cfr. figura 9). Nelle prime settimane del nuovo periodo di mantenimento, che termina il 17 aprile, l'Eonia è rimasto stabile al 3,81-3,82 per cento, ovvero 6-7 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta. Il 30 marzo l'Eonia è salito al 3,90 per cento a causa degli effetti di fine trimestre e nei primi giorni di aprile è rimasto lievemente superiore ai livelli degli inizi del periodo di mantenimento, di riflesso all'avvicinarsi del fine settimana pasquale. Dopo Pasqua esso è sceso lievemente per collocarsi l'11 aprile al 3,83 per cento.

Nel periodo di mantenimento iniziato il 14 marzo il tasso marginale e quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono rimasti sostanzialmente stabili. La liquidità è stata fornita a un tasso marginale del 3,80-3,83 per cento e a un tasso medio del 3,81-3,83 per cento. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema condotta il 28 marzo il tasso marginale e quello medio ponderato si sono collocati entrambi al 3,87 per cento, ossia 4 punti base al di sotto del tasso Euribor a tre mesi prevalente in quella data.

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

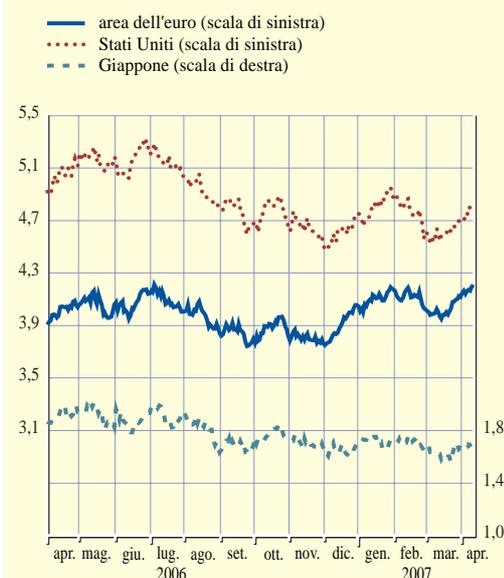
*Nel complesso i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati sui principali mercati in marzo e agli inizi di aprile. Nell'area dell'euro, i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine hanno quindi recuperato le flessioni osservate nel corso delle turbolenze dei mercati azionari mondiali di fine febbraio e degli inizi di marzo. In particolare, nel periodo in esame sono aumentati i rendimenti reali a lungo termine nell'area, di riflesso probabilmente alle percezioni degli operatori di mercato di prospettive lievemente più favorevoli per l'economia dell'area. Nel contempo i tassi di inflazione di pareggio a termine di lungo periodo sono lievemente diminuiti nell'area.*

In marzo e agli inizi di aprile i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nei principali mercati obbligazionari sono nel complesso aumentati. All'inizio del periodo in esame essi hanno continuato a diminuire sulla scorta del calo dei mercati azionari che, iniziato alla fine di febbraio, aveva spinto gli investitori a riallocare i portafogli cercando un "approdo sicuro" nei titoli di Stato (cfr. figura 10). Più tardi, tuttavia, quando i mercati finanziari si sono acquietati e i mercati azionari hanno gradualmente recuperato le perdite precedenti, anche i rendimenti dei titoli di Stato hanno riguadagnato terreno. Nel complesso, i rendimenti dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono aumentati entrambi di circa 20 punti base fra la fine di febbraio e l'11 aprile, quando si sono collocati al 4,2 e al 4,8 per cento rispettivamente. Di conseguenza, il differenziale fra i rendimenti dei titoli statunitensi e quelli corrispondenti dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato nel periodo in esame. In Giappone il rendimento dei titoli decennali è variato di poco rispetto a fine febbraio, collocandosi l'11 aprile intorno all'1,7 per cento. L'incertezza degli operatori di mercato circa l'andamento dei mercati obbligazionari a breve termine, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni, è diminuita lievemente sui tre principali mercati. Al contrario dell'area dell'euro e del Giappone, la volatilità implicita negli Stati Uniti è rimasta ancora su un livello elevato rispetto alla situazione precedente all'insorgere delle recenti turbolenze, il che potrebbe indicare una crescente incertezza da parte degli operatori di mercato riguardo alle prospettive future per l'economia e i tassi di interesse negli Stati Uniti.

L'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti ha riflesso in larga misura un incremento dei tassi di inflazione di pareggio a lungo termine, mentre i tassi di interesse reali a lungo termine, misurati dal rendimento dei titoli di Stato indicizzati, sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in esame. L'11 aprile il tasso di inflazione di pareggio calcolato dai titoli con scadenza nel 2015 si è collocato su un livello attorno al 2,5 per cento, superiore di circa 10 punti base rispetto a fine febbraio. Alla decisione adottata il 22 marzo dal FOMC di mantenere invariato il tasso obiettivo

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

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

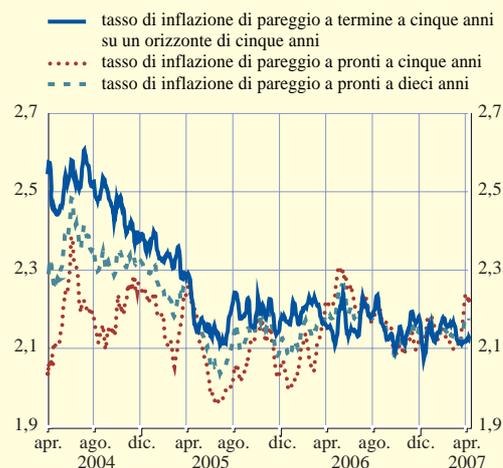


Fonti: Bloomberg e Reuters.

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 Inflazione di pareggio, a pronti e a termine, ricavata da rendimenti zero coupon**

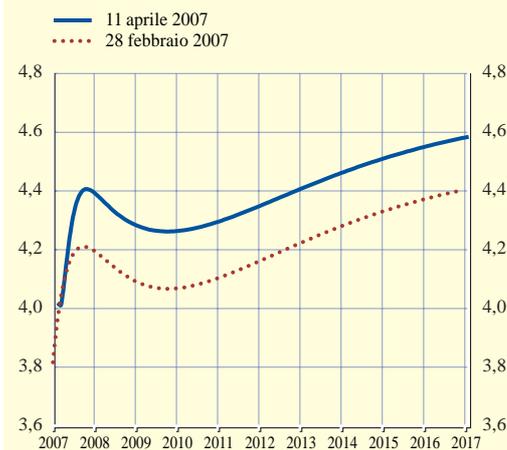
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri)



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 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.

sui *federal funds* al 5,25 per cento ha fatto seguito un lieve incremento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine statunitensi.

Nell'area dell'euro, in marzo e agli inizi di aprile i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati in misura sostanzialmente analoga a quella osservata nei mercati mondiali. L'incremento dei tassi di interesse nominali a lungo termine nell'area dell'euro è stato altresì accompagnato da rendimenti superiori su obbligazioni indicizzate a lungo termine, mentre i tassi di inflazione di pareggio sono rimasti sostanzialmente stabili. Ciò suggerisce che gli operatori di mercato nutrono aspettative molto favorevoli per quanto riguarda l'attività economica nell'area, favorite soprattutto dalla pubblicazione di indicatori del clima di fiducia nell'economia e di dati migliori delle attese sulla produzione industriale in alcuni paesi.

I tassi di inflazione di pareggio a lungo termine hanno mostrato variazioni modeste nel periodo in esame. L'inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale (una misura delle attese di inflazione a lungo termine e dei connessi premi al rischio) è diminuita marginalmente per collocarsi l'11 aprile su un livello del 2,1 per cento circa (cfr. figura 11).

Fra la fine di febbraio e gli inizi di aprile la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nell'area dell'euro si è spostata verso l'alto su tutti gli orizzonti (cfr. figura 12), probabilmente anche a causa del miglioramento delle prospettive per l'economia dell'area percepite dagli investitori e di un aumento dei premi a termine su tutte le scadenze. È probabile che tali variazioni dei premi a termine abbiano riflesso prevalentemente gli andamenti del compenso per i rischi del tasso di interesse reale, più che per quelli di inflazione, in quanto questi ultimi, secondo le stime estratte dai modelli, tendono a oscillare in misura di gran lunga inferiore rispetto ai primi (cfr. riquadro 3).

## Riquadro 3

I PREMI PER IL RISCHIO SUL TASSO DI INTERESSE REALE E SULL'INFLAZIONE  
NEL MERCATO OBBLIGAZIONARIO DELL'AREA DELL'EURO

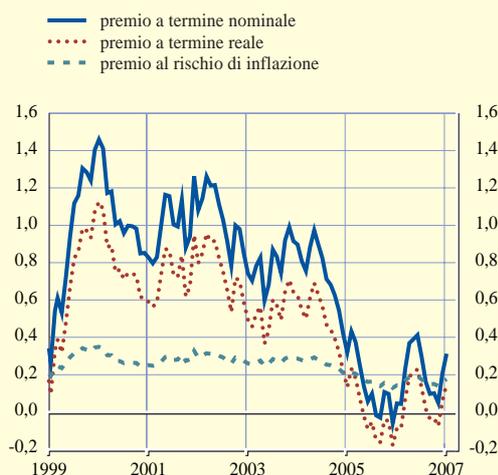
In linea con l'andamento dei mercati obbligazionari mondiali, i tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro sono rimasti su livelli relativamente bassi negli anni recenti. Nel contempo la curva dei rendimenti dell'area si è considerevolmente appiattita, fenomeno cui ha contribuito la graduale rimozione della politica monetaria accomodante da parte della BCE a partire dal dicembre 2005. Vi è una marcata evidenza che bassi tassi a lungo termine e curve dei rendimenti piatte, nell'area e altrove, riflettono in larga misura livelli di premi al rischio molto bassi incorporati nei tassi di interesse a lungo termine. Ad esempio, nel numero di dicembre 2006 di questo Bollettino, si è mostrato che la struttura per scadenza dei premi al rischio o a termine nominali stimata in base a un modello di struttura per scadenza senza arbitraggio per l'area, che era stata relativamente inclinata agli inizi del 2004, si era quasi appiattita su un livello molto basso alla fine del 2006<sup>1)</sup>.

Questo riquadro presenta i risultati di una versione estesa di tale modello, che fornisce una scomposizione dei premi a termine nominali in una componente che compensa gli investitori per i rischi connessi al tasso di interesse reale, cioè il premio al rischio sul tasso reale, e in un'altra che li compensa per i rischi di inflazione, cioè il premio al rischio di inflazione<sup>2)</sup>.

La figura indica che, dall'introduzione dell'euro nel gennaio 1999, le variazioni del premio a termine a dieci anni (nominale) complessivo sono state sospinte in larga misura da variazioni del premio a termine reale, mentre il premio al rischio di inflazione è stato relativamente stabile su livelli bassi nel periodo in esame. In particolare, il netto calo del premio a termine nominale fra la metà del 2004 e la seconda metà del 2005 è stato accompagnato da una flessione quasi parallela della componente reale. Ciò, a sua volta, suffraga l'ipotesi secondo cui l'andamento che ha determinato rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine estremamente bassi è stato sospinto principalmente da numerosi fattori specifici che hanno influenzando "i premi a termine reali" nel mercato obbligazionario mondiale, quali una più forte domanda di obbligazioni da parte degli investitori istituzionali connessa sia a cambiamenti dell'assetto normativo sia a fat-

Scomposizione del premio a termine  
nominale a 10 anni nell'area dell'euro

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



Fonti: Bloomberg, Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

2) Il modello è analogo a quello sviluppato da Kim e Wright per gli Stati Uniti. Cfr. Kim, D.H., Wright (2005), *An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates*, Finance and Economics Discussion Series del Board of Governors of the Federal Reserve System, n. 2005-33.

tori demografici, un accumulo da parte delle banche centrali asiatiche di riserve in valuta estera e investimenti da parte di paesi esportatori di petrolio degli utili inattesi derivanti dai sostenuti rincari petroliferi<sup>3)</sup>.

Secondo le stime del modello, le tipiche oscillazioni del premio al rischio di inflazione stimato sembrano piuttosto contenute, il che è sostanzialmente in linea con gli andamenti stabili osservati nei tassi di inflazione di pareggio a lungo termine, i quali riflettono le attese di inflazione a lungo termine degli investitori e un premio al rischio di inflazione. Sembra, quindi, che gli operatori di mercato ritengano che l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE sia altamente credibile e dunque in grado di fornire un solido ancoraggio all'inflazione attesa dagli investitori.

Le variazioni del premio al rischio di inflazione stimato negli anni recenti sembra trascurabile rispetto alle oscillazioni relativamente ampie del premio a termine nominale e reale. Tuttavia, va sottolineato che la stima dei premi a termine (e ciò è tanto più vero per la scomposizione in premi al rischio reale e di inflazione stimati) è caratterizzata da un considerevole grado di incertezza connesso alla limitatezza del campione di dati disponibile, alla difficoltà di specificare un modello econometrico adatto e alla generale incertezza di stima associata a un tale modello.

3) 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 gennaio è proseguito l'andamento al rialzo della maggior parte dei tassi di interesse delle IFM, rimasti peraltro su un livello relativamente basso. Gli aumenti sono stati più pronunciati nel caso dei tassi di interesse su prestiti e depositi delle famiglie.*

In gennaio i tassi di interesse delle IFM a breve termine sono generalmente aumentati rispetto al mese precedente, sostanzialmente in linea con i tassi del mercato monetario corrispondenti (cfr. tavola 4 e figura 13). Tra fine dicembre e fine gennaio i tassi di interesse sui prestiti a breve termine alle famiglie per consumo e per l'acquisto di abitazioni sono ulteriormente aumentati in misura significativa, rispettivamente di 14 e 11 punti base. Nel contempo i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono aumentati di 7 punti base per i prestiti fino a 1 milione di euro e sono diminuiti di 5 punti base per i prestiti superiori a 1 milione.

In un'ottica di più lungo periodo, la trasmissione degli aumenti dai tassi di interesse di mercato a quelli bancari, in ritardo agli inizi del 2006 di riflesso all'inizio del ciclo di crescita, ha recuperato terreno negli ultimi mesi. Fra settembre 2005 e gennaio 2007 il tasso di mercato monetario a tre mesi è aumentato di 161 punti base. Nel contempo i tassi di interesse delle IFM su depositi delle famiglie e su prestiti per l'acquisto di abitazioni con determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono aumentati di circa 135 punti base. Al contrario, i tassi bancari sui prestiti a breve termine alle famiglie per consumo sono aumentati solo di 82 punti base dal settembre 2005, di riflesso forse al crescente livello di concorrenza in questo segmento del mercato per cui essi continuano a essere meno reattivi alle condizioni cicliche.

In gennaio i tassi di interesse delle IFM a lungo termine sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie sono aumentati rispettivamente di 10 e 6 punti base rispetto al mese precedente (cfr.

**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 gennaio 2007 <sup>2)</sup>		
	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 dic.	2007 gen.	2006 giu.	2006 set.	2006 dic.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui depositi</b>									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,14	2,36	2,56	2,87	3,26	3,33	77	46	7
con durata prestabilita oltre due anni	2,18	2,43	2,57	2,68	2,84	2,94	37	26	10
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	1,97	1,98	2,03	2,26	2,37	2,38	35	12	1
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,30	2,37	2,52	2,68	2,86	2,97	45	29	11
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie	1,03	1,15	1,23	1,36	1,53	1,59	36	23	6
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,26	2,48	2,70	2,98	3,47	3,49	79	51	2
con durata prestabilita oltre due anni	3,55	3,34	3,23	3,70	4,04	4,10	87	40	6
<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									
	6,73	6,77	7,15	7,89	7,65	7,79	64	-10	14
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	3,48	3,74	4,02	4,31	4,54	4,65	63	34	11
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni									
	4,03	4,23	4,51	4,63	4,55	4,58	7	-5	3
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,14	5,30	5,46	5,69	5,82	5,90	44	21	8
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	3,99	4,23	4,47	4,74	5,08	5,15	68	41	7
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni									
	4,10	4,19	4,40	4,59	4,67	4,63	23	4	-4
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	3,24	3,50	3,74	4,02	4,49	4,44	70	42	-5
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni									
	3,98	4,22	4,26	4,48	4,63	4,70	44	22	7
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,47	2,72	2,99	3,34	3,68	3,75	76	41	7
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,80	3,22	3,47	3,62	3,79	3,94	47	32	15
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,07	3,47	3,78	3,70	3,83	4,02	24	32	19

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.

tavola 4 e figura 14), in misura lievemente inferiore agli aumenti dei rendimenti sui titoli di Stato a due e cinque anni.

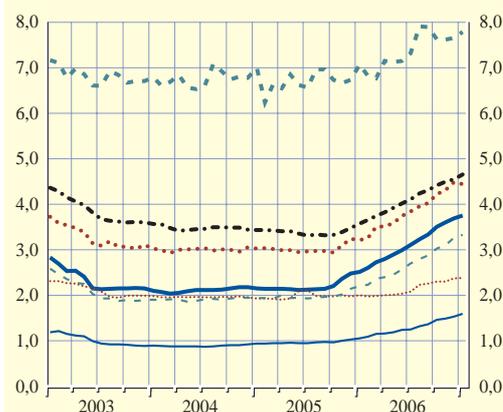
Nel contempo i tassi delle IFM a lungo termine sui prestiti alle famiglie sono stati sostanzialmente stabili. Solo nel caso di prestiti di più grande entità i tassi sui prestiti a lungo termine a società non finanziarie sono lievemente aumentati (cfr. figura 14).

Nel caso dei tassi a lungo termine la trasmissione degli aumenti dei tassi di interesse da settembre 2005 è ancora in ritardo. I rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni nell'area dell'euro sono aumentati di 142 punti base fra settembre 2005 e gennaio 2007. Nello stesso periodo i tassi sui depositi a lungo termine delle famiglie sono aumentati solo di 92 punti base. Quanto ai tassi sui

**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



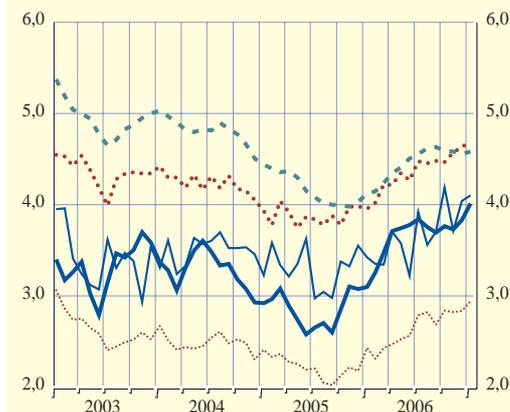
Fonte: BCE.

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.

**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>)

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



Fonte: BCE.

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

prestiti, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con una determinazione iniziale del tasso compresa fra cinque e dieci anni sono aumentati solo di 58 punti base. Nel caso dei prestiti a società non finanziarie con una determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni, i tassi di interesse delle IFM sono aumentati di un valore compreso fra i 57 e gli 82 punti base, a seconda dell'entità dei prestiti. La trasmissione piuttosto lenta ai tassi sui prestiti a lungo termine è in linea con l'esperienza storica e potrebbe essere riconducibile all'incertezza riguardo alla portata e alla direzione delle variazioni dei tassi a lungo termine. L'accresciuta concorrenza, inoltre, potrebbe aver favorito la riduzione dei margini bancari.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

*Il netto calo dei corsi azionari mondiali attorno alla fine di febbraio e agli inizi di marzo è stato seguito da una graduale ripresa delle quotazioni una volta calmati i mercati. Agli inizi di aprile i corsi azionari dell'area dell'euro hanno raggiunto livelli marcatamente superiori a quelli di fine febbraio. Sembra che l'avversione al rischio e le incertezze da parte degli investitori siano*

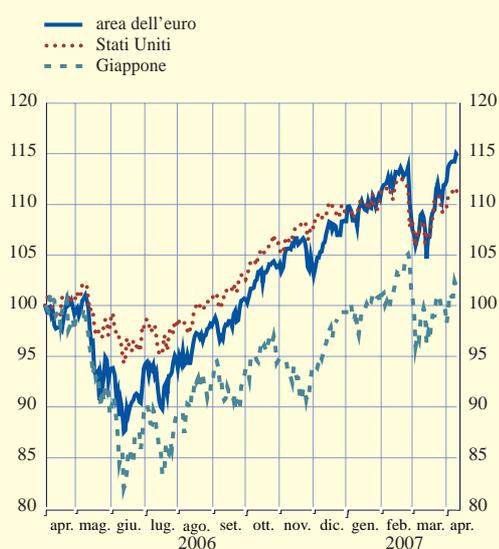
*rientrate dai picchi toccati durante il recente periodo di turbolenze, in un contesto in cui i fondamentali del mercato azionario continuano a essere solidi, in particolare nell'area dell'euro.*

Gli indici azionari ampi dei principali mercati hanno registrato ampie oscillazioni in marzo e agli inizi di aprile, diminuendo ulteriormente nella prima parte del periodo in esame sulla scorta delle turbolenze osservate nel mercato azionario globale e riguadagnando terreno in seguito (cfr. figura 15). Nel complesso, le quotazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurate dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard and Poor's 500, sono aumentate rispettivamente del 6 e del 2 per cento circa fra la fine di febbraio e l'11 aprile, mentre le quotazioni azionarie giapponesi, misurate dall'indice Nikkei 225, hanno subito variazioni modeste nel periodo in esame. Nel contempo l'incertezza nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni su azioni, è diminuita in tutti i principali mercati azionari, ritornando quindi agli inizi di aprile su livelli prossimi a quelli osservati prima della fine di febbraio (cfr. figura 16).

Gli incrementi relativamente modesti dei corsi azionari negli Stati Uniti hanno riflesso in larga misura la normalizzazione delle condizioni di mercato rispetto a fine febbraio. Le quotazioni azionarie sono state sostenute dalla crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per le società dell'indice Standard & Poor's 500, rimasta robusta attorno al 14 per cento circa e sostanzialmente invariata rispetto a febbraio. Nel contempo le aspettative degli analisti sulla crescita degli utili nei prossimi dodici mesi hanno interrotto la tendenza flettente in atto dal luglio 2006, crescendo, secondo indicazioni provenienti dal mercato, a un livello dell'8 per cento circa nel marzo 2007.

**Figura 15 Indici dei corsi azionari**

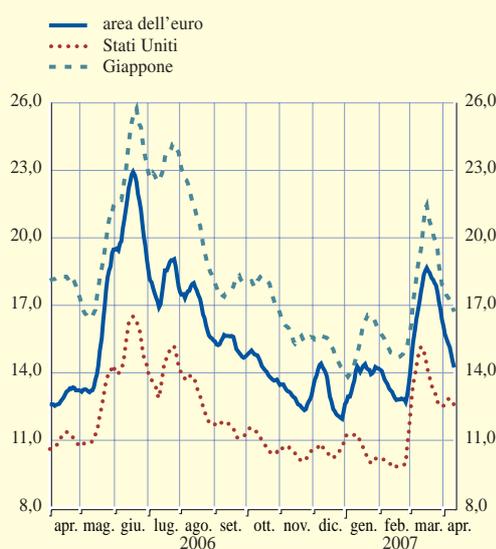
(indice: 1° aprile 2006 = 100; dati giornalieri)



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

L'aumento più pronunciato dei corsi azionari nell'area dell'euro durante il periodo in esame sembra essere stato sospinto, in particolare, dalla pubblicazione di dati migliori del previsto sul clima di fiducia nell'economia e sulla produzione industriale in alcuni paesi, che probabilmente hanno indotto la percezione fra gli investitori che le prospettive degli utili per le società quotate fossero migliorate. Stando alle indicazioni provenienti dal mercato, in marzo gli analisti del mercato azionario hanno previsto una crescita degli utili per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx pari al 9 per cento circa nei prossimi dodici mesi e al 7 per cento circa nei prossimi tre-cinque anni. Inoltre, la crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per le società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx è rimasta ancora elevata, attorno al 17 per cento in marzo, nonostante la flessione di 2 punti percentuali rispetto al mese precedente. Un altro contributo alla ripresa dei corsi azionari nell'area dell'euro, in linea con gli andamenti nel mercato internazionale, sembra provenire dalla crescente propensione al rischio degli investitori e dal calo dell'incertezza, legato alla percezione che la recente turbolenza sui mercati avesse natura transitoria.

A indicazione della minor incertezza degli operatori di mercato riguardo alle variazioni dei corsi azionari a breve termine, la volatilità implicita nell'area dell'euro è diminuita di circa 3 punti percentuali nel periodo in esame. Agli inizi di aprile, quindi, l'incertezza nei mercati azionari dell'area era ritornata su livelli relativamente bassi in termini storici. Il riquadro 4 passa in rassegna il recente andamento dell'incertezza nei mercati azionari mediante l'impiego delle distribuzioni implicite nelle opzioni.

#### Riquadro 4

##### **LA MISURAZIONE DELL'INCERTEZZA NEI MERCATI AZIONARI TRAMITE L'IMPIEGO DELLE DISTRIBUZIONI IMPLICITE NELLE OPZIONI**

Dopo un lungo periodo di volatilità relativamente contenuta e di corsi azionari in costante crescita, a fine febbraio i mercati azionari mondiali sono stati improvvisamente interessati da cospicue vendite. Il 27 febbraio gli indici ampi dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, ovvero gli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500, sono diminuiti rispettivamente del 3 e 3,5 per cento. Vi sono indicazioni che le turbolenze dei mercati azionari abbiano riflesso un deciso e improvviso aumento dell'avversione al rischio e dell'incertezza a livello mondiale, determinando una generalizzata vendita di realizzo alla luce delle notevoli plusvalenze accumulate nei mesi precedenti. Tuttavia, dopo un breve periodo in cui i prezzi si sono stabilizzati su livelli più bassi, nella seconda metà di marzo e agli inizi di aprile i mercati azionari mondiali hanno recuperato in larga misura le perdite precedenti. Nonostante l'impatto contenuto, è importante osservare come sia evoluta la percezione dei rischi da parte degli investitori durante questo episodio.

I prezzi delle opzioni contengono informazioni utili sulla percezione dei rischi da parte degli operatori di mercato. In particolare, mediante la stima delle distribuzioni implicite nelle opzioni, è possibile desumere le probabilità che gli investitori attribuiscono al possibile andamento futuro delle quotazioni azionarie. Il presente riquadro analizza le distribuzioni implicite nelle opzioni durante le recenti turbolenze dei mercati azionari al fine di esaminare in maggior dettaglio due aspetti. In primo luogo, si tenta di valutare in quale misura le turbolenze di febbraio siano state viste dagli investitori come un evento estremo. In secondo luogo, il riquadro valuta se gli investitori, a seguito della correzione dei mercati azionari, hanno modificato il proprio parere relativamente alla possibilità di ampie oscillazioni future dei corsi azionari statunitensi. L'analisi è applicata al mercato statunitense in quanto per l'indice Standard and Poor's 500 è disponibile una gamma sufficientemente ampia di opzioni scambiate attivamente.

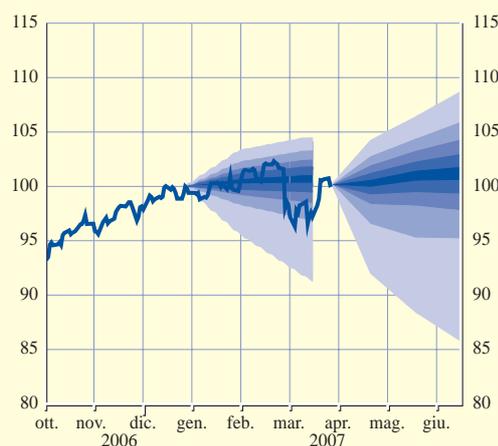
Un contratto di opzione, come un'opzione di acquisto o *call*, può essere considerato una scommessa che l'attività sottostante in un determinato momento futuro supererà un certo livello. Combinando l'informazione proveniente da opzioni caratterizzate da prezzi positivi per livelli diversi dell'attività sottostante, è possibile ricostruire l'intera distribuzione di probabilità che gli investitori attribuiscono a tutti i possibili andamenti futuri dei corsi azionari. Da queste, che spesso sono denominate distribuzioni implicite nelle opzioni, si possono ricavare diverse statistiche e applicazioni interessanti. Innanzitutto, le distribuzioni possono rivelare le potenziali asimmetrie e quindi la distribuzione dei rischi che i mercati percepiscono in merito all'andamento futuro dei prezzi delle attività. In secondo luogo, paragonando la configurazione delle funzioni di densità implicite nelle opzioni prima e dopo uno specifico evento, è possibile determinare con maggior precisione il modo in cui tale evento ha modificato le opinioni degli operatori di mercato circa il futuro<sup>1)</sup>.

Inoltre, utilizzando distribuzioni basate su opzioni con scadenze diverse, è possibile derivare un "*fan chart*" che riflette la distribuzione dell'andamento futuro dei corsi azionari percepito dai mercati. Utilizzando dati relativi a opzioni sull'indice delle quotazioni Standard & Poor's 500 scambiate al Chicago Mercantile Exchange, si riportano due *fan chart* (di cui il primo utilizza i dati per fine dicembre 2006 e il secondo quelli per fine marzo 2007), congiuntamente ai risultati effettivi dell'indice Standard & Poor's 500. Questi *fan chart* sono costruiti usando contratti di opzione rispettivamente con scadenza approssimativamente nel mese, nei due mesi e nei tre successivi. Ciascun "ventaglio" (o *fan*) è costituito da nove bande, ciascuna delle quali copre il 10 per cento della massa di probabilità della distribuzione implicita nelle opzioni relativamente all'andamento futuro delle quotazioni azionarie come percepito dagli operatori di mercato. Le coppie successive di bande mostrate sono tracciate in modo da coprire il 90 per cento della distribuzione delle probabilità. L'intensità dell'ombreggiatura di ciascuna banda varia in proporzione al valore o "altezza" della funzione di distribuzione delle probabilità cosicché, ad esempio, la banda centrale con l'ombreggiatura più scura copre l'evento più probabile. Le bande si allargano con l'estendersi dell'orizzonte temporale, a indicazione della crescente incertezza sui risultati nei momenti più lontani nel tempo<sup>2)</sup>.

Dalla figura si possono desumere tre interessanti caratteristiche. Innanzitutto, sebbene a fine febbraio il calo dei corsi azionari statu-

#### Distribuzioni implicite nelle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500

(indice: 27 dicembre 2006 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.  
Note: *fan chart* relativi al 27 dicembre 2006 e al 29 marzo 2007. Il *fan chart* mostra la distribuzione implicita degli andamenti dei corsi azionari futuri nei due mesi e mezzo successivi alle date di riferimento.

- 1) Per un'applicazione alle reazioni dei mercati azionari agli attacchi terroristici dell'11 settembre, cfr. Andersson, M., Lomakka, M. (2005), "Evaluating implied RNDs by some new confidence interval estimation techniques", *Journal of Banking and Finance*, pp. 1535-1557. Per un *fan chart* dell'Euribor a tre mesi cfr. anche l'articolo *Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria* nel numero di maggio 2000 di questo Bollettino.
- 2) Per un'ulteriore descrizione dell'interpretazione dei *fan chart*, cfr. Clews, R., Panigirtzoglou, N., Proudman, J., "Recent developments in extracting information from option markets", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, febbraio 2000.

nitensi fosse relativamente marcato, le quotazioni non sono uscite dalle bande di confidenza del 90 per cento derivate dalla distribuzione implicita nelle opzioni ricavata due mesi prima. Di fatto, solo per qualche giorno alla fine di febbraio e agli inizi di marzo i corsi azionari statunitensi hanno oscillato nella banda esterna inferiore che copre i risultati con una probabilità fra il 5 e il 15 per cento. Ciò suggerisce che a fine dicembre 2006 gli investitori hanno stimato che una correzione dei corsi azionari così marcata come quella effettivamente osservata avesse circa una probabilità su dieci di verificarsi. In secondo luogo, il *fan chart* estratto dalle opzioni di fine marzo è più ampio di quello estratto dalle opzioni di fine 2006. Ciò suggerisce che gli operatori del mercato azionario hanno visto aumentare di recente la probabilità di un contesto di mercato più volatile. Infine, a giudicare dall'asimmetria dei due *fan chart* in entrambi i punti nel tempo, i mercati sembrano aver percepito che forti flessioni dei corsi azionari siano più probabili rispetto ad aumenti di grandezza analoga. Questa asimmetria è stata più marcata nel *fan chart* derivato a marzo rispetto a quello calcolato a fine dicembre. A seguito di questa rivalutazione, una flessione delle quotazioni azionarie così marcata quanto quella osservata in febbraio è considerata dagli operatori di mercato lievemente più probabile in marzo di quanto non lo fosse tre mesi fa.

## 3 PREZZI E COSTI

La stima dell'inflazione armonizzata si è collocata in marzo all'1,9 per cento, dall'1,8 nei primi due mesi dell'anno, probabilmente a causa dei rincari dei beni energetici. I dati sui prezzi alla produzione e i risultati delle indagini congiunturali indicano il protrarsi di spinte inflazionistiche agli stadi successivi della catena produttiva, anche se le pressioni derivanti dalla dinamica salariale finora sono rimaste contenute. In prospettiva, nonostante i recenti rincari petroliferi, si prevede che l'inflazione complessiva calerà nei prossimi mesi a causa di effetti base favorevoli, anche se dovrebbe poi aumentare di nuovo verso la fine dell'anno in conseguenza di effetti base sfavorevoli. Successivamente, si prevede che l'inflazione oscilli intorno al 2 per cento. Tuttavia, le prospettive per l'inflazione sono soggette a rischi verso l'alto, connessi in particolare alla possibilità che le pressioni sul costo del lavoro siano più vigorose di quanto attualmente anticipato. Ciò invita a tenere sotto stretta osservazione la dinamica salariale.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER MARZO 2007

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in marzo l'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata all'1,9 per cento (cfr. tavola 5), dall'1,8 in gennaio e febbraio. Anche se i dati disaggregati per le componenti dell'indice saranno disponibili solo a metà aprile, l'aumento dell'inflazione complessiva sembra riflettere principalmente i rincari dei beni energetici dovuti ai rialzi dei corsi petroliferi.

Dalla fine di gennaio il prezzo di un barile di greggio di qualità Brent è aumentato di oltre il 20 per cento. Nello stesso periodo, i prezzi della benzina hanno subito un incremento ancora maggiore, di quasi il 30 per cento. Questa dinamica indica un aumento del margine di raffinazione, ovvero della differenza fra il prezzo del greggio e quello della benzina. Da ottobre 2006 a gennaio di quest'anno il margine di raffinazione è rimasto quasi nullo, ma in marzo ha superato i 10 dollari per barile (cfr. figura 17), segnalando in qualche misura una sua "normalizzazione" rispetto ai minimi raggiunti in precedenza. Il rialzo potrebbe essere connesso anche alle con-

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

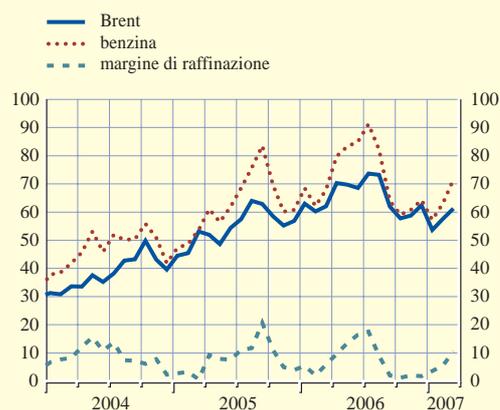
	2005	2006	2006 ott.	2006 nov.	2006 dic.	2007 gen.	2007 feb.	2007 mar.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,2	2,2	1,6	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9
Beni energetici	10,1	7,7	-0,5	2,1	2,9	0,9	0,8	.
Alimentari non trasformati	0,8	2,8	4,2	4,4	3,7	3,7	2,8	.
Alimentari trasformati	2,0	2,1	2,3	2,2	2,1	2,2	2,1	.
Beni industriali non energetici	0,3	0,6	0,8	0,8	0,9	0,9	1,1	.
Servizi	2,3	2,0	2,1	2,1	2,0	2,3	2,4	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	4,1	5,1	4,0	4,3	4,1	3,1	2,9	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	52,9	47,6	46,7	47,4	42,2	44,9	47,3
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,4	24,8	28,7	22,9	17,7	15,6	13,9	17,6

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

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

**Figura 17 Prezzi del petrolio**

(dollari USA per barile; dati mensili)



Fonti: US Energy Information Administration, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono al prezzo a pronti del Brent scambiato all'Intercontinental Exchange e al prezzo a pronti della benzina normale scambiata al New York Mercantile Exchange con consegna franco a bordo (f.o.b.) ad Anversa, Rotterdam e Amsterdam. Il margine di raffinazione è calcolato come la differenza fra il prezzo del Brent e quello della benzina.

dizioni maggiormente tese sul mercato della benzina, a causa di una serie di fattori quali i costi di manutenzione delle raffinerie, i livelli di produzione insufficienti e i problemi agli oleodotti. Come viene illustrato più in dettaglio nel riquadro 5 del numero di novembre 2006 di questo Bollettino, l'andamento del margine di raffinazione può avere un impatto sui prezzi al consumo dei beni energetici che eccede quello dei corsi petroliferi.

### INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A FEBBRAIO 2007

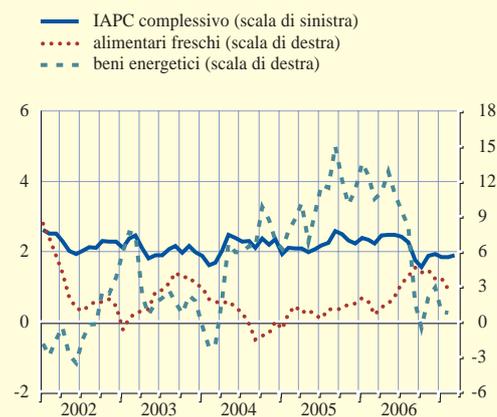
L'andamento invariato dell'inflazione complessiva in febbraio, all'1,8 per cento, ha rispecchiato dinamiche opposte, con un contributo minore delle componenti più variabili, relative ai prezzi di beni energetici e alimentari freschi, e uno crescente da parte di quelle meno variabili.

In febbraio il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è calato leggermente, allo 0,8 per cento, in conseguenza di un lieve effetto base, mentre sul mese precedente ha continuato ad aumentare sulla scia dei rincari petroliferi. I prezzi degli alimentari freschi hanno rallentato in febbraio rispetto a gennaio, probabilmente per effetto dell'inverno relativamente mite in Europa; ciò, unitamente a un effetto base, ha determinato un sensibile calo della loro crescita sui dodici mesi al 2,8 per cento, la più bassa dal giugno 2006 (cfr. figura 18).

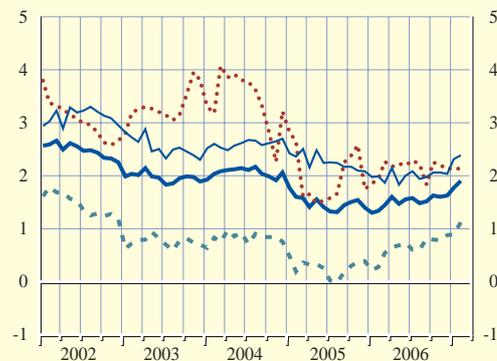
Quanto alle componenti meno variabili dell'indice, in febbraio il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi sia dei beni industriali non energetici sia dei servizi è aumentato, rispettivamente all'1,1 e al 2,4 per cento. Tale andamento è stato ampiamente determinato da un'ulteriore e ritardata correzione verso l'alto

**Figura 18 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



— IAPC complessivo esclusi beni energetici e alimentari freschi  
 ..... alimentari trasformati  
 - - - - - beni industriali non energetici  
 — servizi



Fonte: Eurostat.

dei prezzi al consumo in Germania, successiva all'incremento dell'IVA in gennaio, e anche dall'accelerazione dei prezzi dei beni industriali non energetici dopo il periodo dei saldi invernali nell'area dell'euro. Di conseguenza, nonostante una lieve flessione della crescita dei prezzi degli alimentari trasformati, l'inflazione armonizzata al netto di beni energetici e alimentari freschi è aumentata ulteriormente all'1,9 per cento in febbraio, rispetto all'1,8 in gennaio e all'1,5-1,6 per gran parte del 2005 e del 2006. Tale accelerazione riflette in larga misura l'impatto dell'incremento dell'IVA in Germania, ma anche alcune spinte inflazionistiche derivanti dai rincari degli input e dall'accresciuto potere delle imprese nel determinare i prezzi, come indica il relativo vigore della dinamica di fondo dei prezzi alla produzione.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

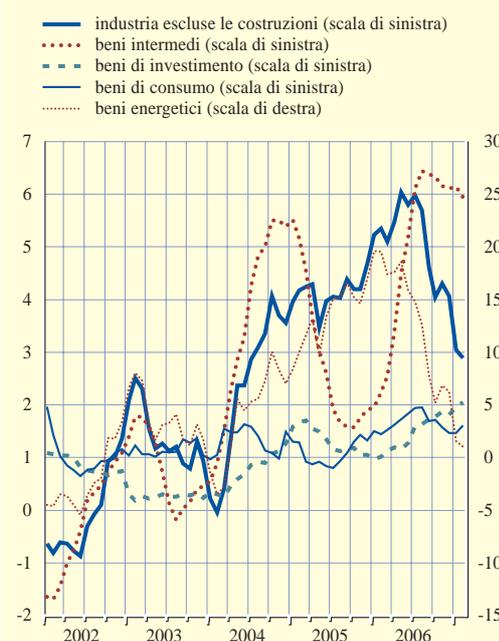
In febbraio, la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è calata lievemente al 2,9 per cento (cfr. figura 19), continuando il generale movimento verso il basso iniziato nell'agosto 2006. Anche questo ultimo andamento è stato determinato principalmente da un calo della componente energetica, ascrivibile a un effetto base. Sebbene l'incremento dei prezzi dei beni intermedi sia anch'esso diminuito lievemente in febbraio, è rimasto su un livello relativamente alto (5,9 per cento). Questo valore ha rispecchiato in larga misura il protrarsi delle pressioni esercitate dai prezzi delle materie prime industriali, oltre che l'impatto dei passati rincari del greggio.

Contrariamente ai prezzi dei beni energetici e intermedi, quelli dei beni di investimento e di consumo hanno accelerato in febbraio, anche se lievemente, al 2,1 e 1,6 per cento rispettivamente. La crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni di investimento è in tendenza ascendente dalla fine del 2005. Quanto ai prezzi dei beni di consumo, la loro recente accelerazione fa seguito a un progressivo rallentamento iniziato nell'agosto 2006, principalmente a causa della dinamica dei prezzi delle componenti più variabili, relative ad alimentari e tabacchi. Al netto di queste componenti, il tasso di incremento dei prezzi dei beni di consumo è salito ulteriormente in febbraio, all'1,4 per cento, raggiungendo il livello più elevato dall'inizio del 2002. Questa dinamica sembra indicare che gli scorsi rincari delle materie prime continuano a essere trasmessi agli stadi successivi della catena produttiva.

Anche le più recenti informazioni sul processo di fissazione dei prezzi desunte dalle indagini congiunturali suggeriscono che le pressioni sui prezzi sono rimaste elevate sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi (cfr. figura 20). Secondo NTC Economics, in marzo l'indice dei prezzi degli input nel settore manifatturiero è aumentato, pur rimanendo ben al di sotto del picco raggiunto a metà del 2006, principalmente a causa dei minori prezzi dei beni energetici. Gli intervistati, tuttavia, hanno continuato a indicare i rincari di materie prime e semilavorati come

Figura 19 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

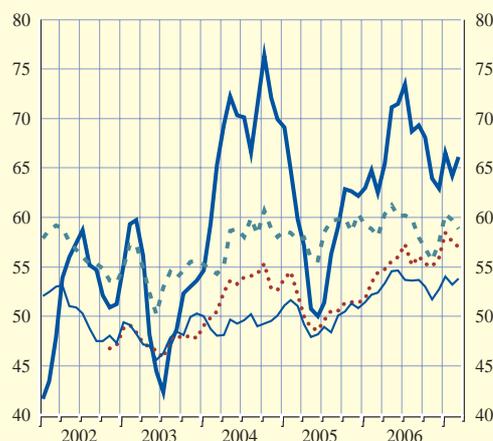


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 20 Indagini sui prezzi degli input e dell'output**

(indici di diffusione; dati mensili)

- settore manifatturiero; prezzi degli input
- ..... settore manifatturiero; prezzi applicati alla clientela
- - - settore dei servizi; prezzi degli input
- settore dei servizi; prezzi applicati alla clientela



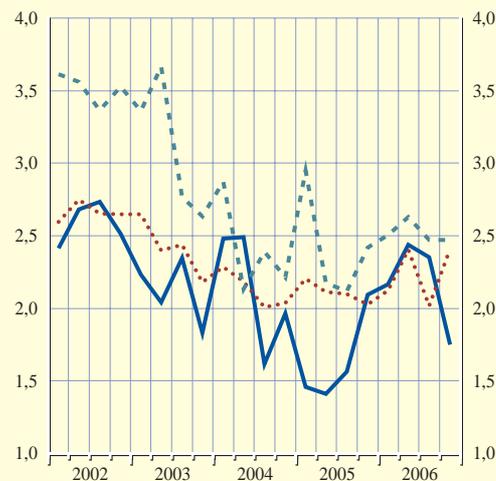
Fonte: NTC Economics.

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

**Figura 21 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

- redditi per occupato
- ..... retribuzioni contrattuali
- - - costo orario del lavoro



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sulle retribuzioni contrattuali non includono la Slovenia.

il principale fattore all'origine degli elevati costi degli input. L'indice dei prezzi dell'output nel settore manifatturiero è sceso lievemente, pur rimanendo prossimo al suo picco storico registrato nel gennaio 2007, a indicare che le imprese esercitano una crescente capacità di determinazione dei prezzi. Nel settore dei servizi, l'indice dei prezzi degli input è lievemente diminuito in marzo, per il secondo mese consecutivo. Secondo gli intervistati, questa flessione ha rispecchiato in parte il minore impatto dei rincari connessi all'incremento dell'IVA in Germania a gennaio. Tuttavia, l'indice è ancora su un livello abbastanza elevato, in una prospettiva storica, a causa, secondo gli intervistati, dei rincari dei beni energetici e della dinamica salariale in crescita. I prezzi dell'output nei servizi sono lievemente aumentati, riflettendo la propensione dei fornitori di servizi a trasferire i rincari.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Nel quarto trimestre del 2006 il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei redditi per occupato nell'area dell'euro è sceso notevolmente all'1,8 per cento, dal 2,4 nel trimestre precedente (cfr. tavola 6 e figura 21). Questo calo è stato determinato in larga misura da andamenti specifici e temporanei del settore pubblico in Italia. Per contro, la crescita del costo orario del lavoro, che non include il settore pubblico, si è collocata al 2,5 per cento, invariata rispetto al periodo precedente e simile a quella registrata nei primi tre trimestri dell'anno. Inoltre, nell'ultimo trimestre la dinamica delle retribuzioni contrattuali è aumentata sensibilmente, ma questa accelerazione sarebbe dovuta prevalentemente ai pagamenti *una tantum* in Germania, che comunque possono anche riflettere una qualche ciclicità.

A seguito della divulgazione di dati annuali relativi alle retribuzioni in diversi paesi dell'area, i tassi di variazione dei redditi per occupato per i primi tre trimestri dell'anno sono stati rivisti leggermente al rialzo. Di conseguenza, nel 2006 i redditi per occupato sono aumentati del 2,2 per

**Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sulle retribuzioni contrattuali non includono la Slovenia.

cento, sensibilmente al di sopra al tasso medio dell'1,6 per cento registrato nel 2005. Questa accelerazione, tuttavia, è stata determinata in parte da un incremento delle ore lavorative, come emerge chiaramente quando si confronta la dinamica dei redditi per occupato con quella del costo orario del lavoro. In media d'anno, la crescita del costo orario del lavoro si è collocata al 2,5 per cento nel 2006 (anche di riflesso ad alcune correzioni al rialzo della dinamica nei primi tre trimestri dell'anno rispetto ai dati pubblicati in precedenza), lievemente superiore a quella media registrata nei due anni precedenti. Nel 2006 anche la dinamica delle retribuzioni contrattuali ha registrato una lieve tendenza verso l'alto rispetto all'anno precedente. Nel complesso, le informazioni desunte dagli indicatori disponibili del costo del lavoro confermano la valutazione secondo cui la dinamica salariale è rimasta contenuta nel 2006, tenuto conto dei fattori specifici che danno luogo ad andamenti variabili e divergenti.

Quanto agli andamenti nei singoli settori, nel quarto trimestre i salari sono cresciuti a un ritmo sostenuto nelle costruzioni e nei servizi di mercato, ma hanno rallentato nell'industria (cfr. figura 22). In termini di media annua, tuttavia, i salari hanno continuato a crescere più vigorosamente nell'industria che nei servizi di mercato.

**Figura 22 Andamenti del costo del lavoro per settore**

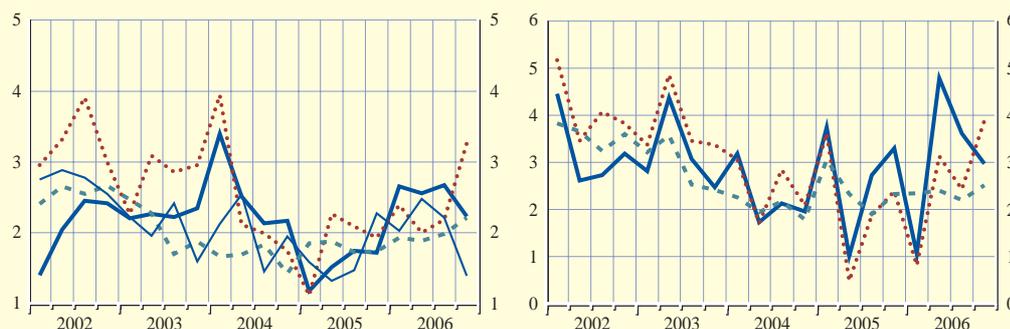
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

**Redditi per occupato**

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

**Indice del costo orario del lavoro**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nondimeno, la moderazione della dinamica salariale nell'area dell'euro ha rispecchiato incrementi relativamente contenuti del costo del lavoro in alcuni paesi, mentre in molti altri la dinamica è stata piuttosto vigorosa, determinando divergenze sensibili e alquanto persistenti tra le crescite salariali dei vari paesi. Considerando che la crescita della produttività ha avuto andamenti relativamente simili tra i paesi, si sono osservate differenze significative anche tra i tassi di incremento del costo del lavoro per unità di prodotto a livello nazionale.

A livello aggregato nell'area dell'euro, nel 2006 la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stata contenuta, per effetto della dinamica salariale complessivamente moderata e della vigorosa ripresa ciclica della produttività, in particolare nell'ultimo trimestre. Il contenimento delle pressioni sul costo del lavoro potrebbe aver rispecchiato anche l'impatto della globalizzazione e della forte concorrenza internazionale ad essa associata. Tuttavia, alla luce del favorevole slancio della crescita osservato di recente nell'area, nonché delle condizioni tese sul mercato del lavoro, permangono i rischi di crescenti pressioni al rialzo sui salari, e quindi si rende necessario seguire con molta attenzione la dinamica salariale.

### **3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE**

La dinamica di breve periodo dell'inflazione complessiva risentirà largamente dell'andamento dei prezzi dei beni energetici. Nonostante i recenti rincari sia del greggio sia dei prodotti raffinati, è probabile che nei prossimi mesi effetti base favorevoli determinino un calo dell'inflazione. Verso la fine dell'anno, tuttavia, a tale flessione dovrebbe seguire una variazione di segno opposto causata da effetti base sfavorevoli. In seguito, è molto probabile che l'inflazione torni a oscillare intorno al 2 per cento.

Queste prospettive per l'inflazione sono soggette a diversi rischi verso l'alto, connessi a ulteriori rincari del petrolio e a nuovi aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette, oltre quelli già annunciati e decisi. In maniera più rilevante, una dinamica salariale più vigorosa di quanto al momento anticipato potrebbe comportare notevoli rischi al rialzo per le prospettive di inflazione, specialmente alla luce del favorevole slancio dei mercati del lavoro negli ultimi trimestri.

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

*Il PIL in termini reali dell'area dell'euro si è notevolmente accresciuto nel quarto trimestre del 2006, grazie al sostegno di fattori sia interni sia esterni. Le informazioni disponibili per il primo trimestre del 2007 confermano l'attesa moderazione dell'attività connessa in parte all'incremento dell'IVA in Germania in gennaio. Tuttavia, ci si aspetta che la dinamica sottostante alla crescita rimanga robusta. Tale attesa è avvalorata sia dal livello relativamente elevato degli indicatori delle indagini sia dai miglioramenti in corso nei mercati del lavoro dell'area dell'euro. In prospettiva, ci si attende che la crescita rimanga sostenuta. Si ritiene che i rischi per questo scenario siano sostanzialmente bilanciati nel breve periodo ma al ribasso nel più lungo termine.*

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

Nel quarto trimestre del 2006 il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha evidenziato un tasso di crescita sul periodo precedente pari allo 0,9 per cento, a fronte dello 0,6 per cento del terzo trimestre. L'espansione nel quarto trimestre ha riguardato pressoché tutte le componenti della spesa interna ed esterna. Sia la domanda interna sia le esportazioni nette hanno fornito un contributo significativo alla crescita, mentre le variazioni delle scorte hanno esercitato su di essa un effetto sostanzialmente frenante (cfr. figura 23). Sul versante interno, in particolare gli investimenti fissi lordi hanno mostrato un vigoroso aumento, pari all'1,5 per cento sul trimestre precedente, dopo la revisione al rialzo contenuta nella seconda stima dei dati di contabilità nazionale dell'Eurostat. La scomposizione settoriale degli investimenti, resa anch'essa disponibile con la seconda stima dei dati di contabilità nazionale, mostra che il buon andamento è stato generalizzato, pur indicando una lieve decelerazione di quelli in immobili residenziali. Nondimeno, tale decelerazione è stata compensata da una crescita più forte degli investimenti in costruzioni non residenziali. La revisione al rialzo degli investimenti è stata controbilanciata da consumi inferiori rispetto a quelli segnalati nella stima precedente. Dal lato esterno, le esportazioni hanno mostrato una vigorosa accelerazione, mentre l'espansione delle importazioni è rimasta robusta.

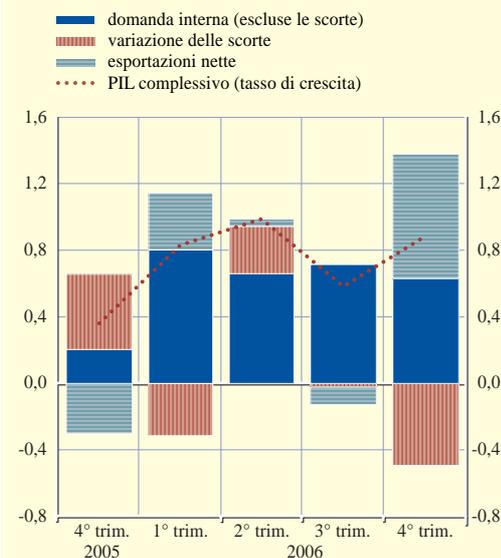
#### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

La crescita del valore aggiunto si è lievemente rafforzata nel quarto trimestre del 2006 rispetto al terzo, soprattutto nell'agricoltura e nelle costruzioni, grazie in parte alle temperature miti. Tuttavia, essa ha evidenziato un aumento significativo anche nel settore dei servizi, principalmente riconducibile ai servizi di commercio e di trasporto e ai servizi finanziari e alle imprese. Al contempo, il ritmo della crescita nell'industria ha rallentato rispetto al terzo trimestre.

Nel quarto trimestre del 2006 la produzione industriale dell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) ha mostrato una moderata espansione rispetto

**Figura 23 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.

al periodo precedente, dopo la crescita più vigorosa del terzo trimestre (cfr. figura 24). L'espansione nel quarto trimestre è stata sorretta dalla produzione di beni di investimento, intermedi e di consumo, mentre la produzione di energia ha subito una forte contrazione probabilmente ascrivibile alle condizioni meteorologiche insolitamente favorevoli in Europa durante questo periodo. Nel gennaio dell'anno in corso la produzione industriale (al netto delle costruzioni) ha registrato un leggero calo, sebbene sia aumentata leggermente sulla base della media mobile a tre mesi: il calo nel mese è riconducibile in particolare a un'ulteriore forte contrazione della produzione di energia e a lievi flessioni nei settori dei beni intermedi e di consumo. Il calo nel settore dei beni di consumo è stato dovuto a una significativa riduzione della produzione di beni durevoli. Per quanto riguarda le principali categorie industriali, solo la produzione di beni di investimento è aumentata considerevolmente in gennaio. Tuttavia, anche la produzione nel comparto delle costruzioni si è notevolmente rafforzata, dopo la robusta crescita del quarto trimestre del 2006.

I nuovi ordini continuano a fornire segnali positivi per il settore industriale. In gennaio essi si sono lievemente ridotti, sebbene la generale tendenza al rialzo rimanga intatta. Tale quadro è confermato anche dai nuovi ordini esclusa la componente volatile degli "altri mezzi di trasporto".

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

Nel complesso, i risultati delle indagini presso le imprese indicano una crescita sostenuta nel primo trimestre dell'anno in corso, benché forse a un ritmo inferiore rispetto a quello del trimestre precedente.

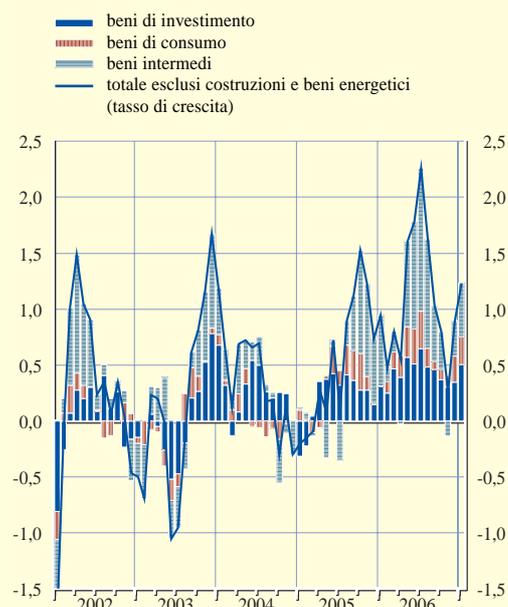
Per quanto concerne il settore industriale, l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea è salito fra febbraio e marzo, riportandosi sul massimo storico raggiunto da questo indice. Per contro, in marzo l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è ulteriormente calato (cfr. figura 25), indicando una certa attenuazione del vigore della crescita nel primo trimestre dell'anno. Nondimeno, l'andamento dell'indice rimane coerente con una robusta espansione del settore manifatturiero. Per quanto riguarda i servizi, in marzo l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea si è portato leggermente al di sopra del livello intorno al quale si era mantenuto per quasi un anno. Al contempo, nello stesso mese l'indice di attività dell'indagine PMI per il settore dei servizi ha segnato una leggera flessione, anche se nel complesso indica una robusta crescita in atto in questo settore nel primo trimestre dell'anno.

#### INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

I consumi privati nell'area dell'euro hanno evidenziato un tasso di espansione dello 0,5 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2006, dopo lo 0,7 per cento del terzo trimestre. Tale espansione è stata sostenuta dal fatto che i consumatori tedeschi hanno anticipato i loro acquisti in vista dell'au-

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

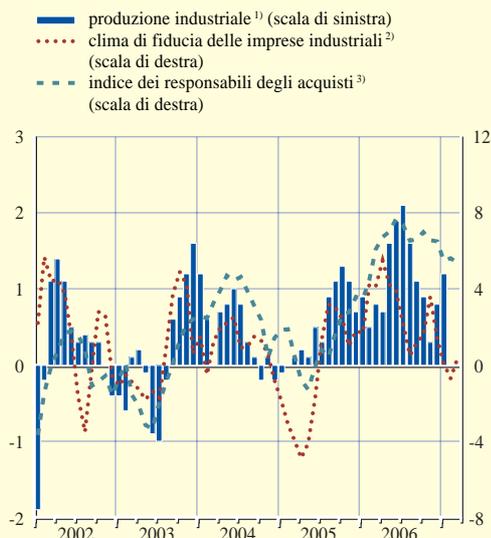
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate a tre mesi rispetto all'analoga media tre mesi prima.

**Figura 25 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti**

(dati mensili destagionalizzati)

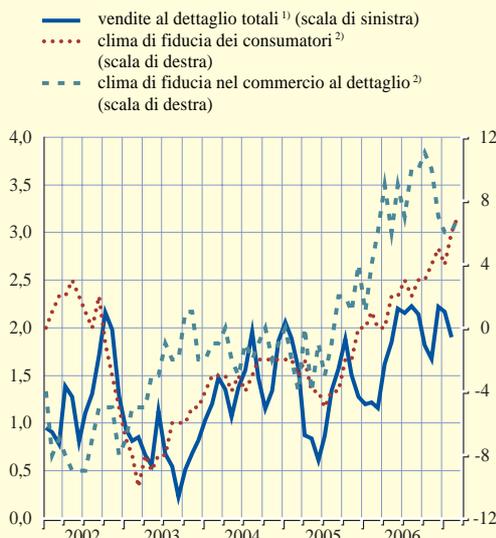


Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, NTC Economics ed elaborazioni della BCE.

- 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 26 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie**

(dati mensili)



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

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

mento dell'IVA in gennaio 2007. Questo effetto risulta particolarmente evidente nelle immatricolazioni di nuove autovetture e nella disponibilità da parte dei consumatori a effettuare acquisti rilevanti, come evidenziato dalle indagini della Commissione europea. Tuttavia, esso è anche visibile in una certa misura nelle vendite al dettaglio in Germania in dicembre 2006, a scapito degli acquisti nel primo trimestre del 2007. Le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro sono diminuite circa dell'8,5 per cento sul mese precedente in gennaio 2007 e di un ulteriore 0,5 per cento in febbraio, suggerendo un contributo negativo delle vendite di autovetture alla crescita dei consumi privati nel primo trimestre. Inoltre, le vendite al dettaglio dell'area dell'euro hanno registrato una flessione dello 0,8 per cento sul mese precedente in gennaio per poi segnare solo un lieve recupero, pari allo 0,3 per cento, in febbraio.

Nondimeno, la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro ha continuato a seguire un graduale andamento al rialzo in marzo, sostenuto dai miglioramenti delle aspettative sulla situazione finanziaria ed economica generale. Nel primo trimestre di quest'anno ha nettamente superato il livello del trimestre precedente (cfr. figura 26). Ciò conferma la prospettiva di una relativa tenuta della crescita dei consumi privati.

#### 4.2 MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro sembrano essere ulteriormente migliorate nel primo trimestre del 2007. Il tasso di disoccupazione dell'area ha continuato a diminuire nei

primi due mesi di quest'anno. Inoltre, la stima rapida dell'Eurostat ha confermato il protrarsi della creazione di posti di lavoro nel quarto trimestre del 2006 e le indagini sull'occupazione indicano nuovi miglioramenti nel primo trimestre del 2007. I recenti cali del tasso di disoccupazione e gli incrementi dell'occupazione rispecchiano altresì le riforme strutturali attuate nei mercati del lavoro dell'area dell'euro. Tuttavia, vi è un margine significativo per ulteriori riforme come rilevato anche nel secondo aggiornamento degli Orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione recentemente approvato dal Consiglio europeo. Le principali questioni di politica economica rilevanti per i paesi dell'area dell'euro affrontate negli Orientamenti vengono discusse nel riquadro 5.

#### Riquadro 5

### AGGIORNAMENTO DEGLI ORIENTAMENTI INTEGRATI PER L'IMPLEMENTAZIONE DELLA STRATEGIA DI LISBONA DA PARTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Nel 2005, in occasione della valutazione intermedia della strategia di Lisbona, il Consiglio dell'Unione europea ha adottato per il periodo 2005-08 un pacchetto di Orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione, rivolto agli Stati membri e alla Comunità europea, che riuniva gli Indirizzi di massima per le politiche economiche e gli Orientamenti in materia di occupazione<sup>1)</sup>. Nel 2006 gli Orientamenti integrati sono stati lievemente rivisti dopo la presentazione, per la prima volta nell'autunno 2005, dei Programmi nazionali di riforma (PNR) da parte degli Stati membri dell'UE e del Programma comunitario di Lisbona da parte della Commissione europea<sup>2)</sup>. Nell'ottobre 2006 gli Stati membri dell'UE hanno presentato un aggiornamento dei PNR, che sono stati valutati dalla Commissione nel 2007, nella relazione annuale sullo stato di avanzamento dei lavori, e dal Consiglio, che ha vagliato anche il Programma comunitario di Lisbona aggiornato dalla Commissione. In base a tale valutazione, il Consiglio europeo ha approvato nel marzo 2007 un secondo aggiornamento degli Orientamenti integrati, che deve ancora essere formalmente adottato dal Consiglio.

Quest'ultimo aggiornamento introduce, per la prima volta dal 2005, orientamenti indirizzati ai singoli paesi e orientamenti rivolti all'insieme degli Stati membri dell'UE, sollecitati a cogliere lo slancio dell'attuale ripresa economica per attuare con decisione le rispettive strategie per il risanamento dei conti pubblici e le riforme strutturali. Più specificamente, le raccomandazioni vertono in prevalenza sui seguenti principali aspetti macroeconomici:

#### 1) Mirare a un risanamento ambizioso dei conti pubblici

Nel 2006 i conti pubblici in gran parte dei paesi membri dell'area sono sensibilmente migliorati, principalmente a causa dell'incremento delle entrate fiscali in un contesto caratterizzato da una favorevole congiuntura macroeconomica. In alcuni paesi, tuttavia, queste entrate fiscali superiori alle attese sono state utilizzate, almeno in parte, per compensare livelli di spesa più elevati di quanto inizialmente programmato, ritardando quindi la riduzione dei disavanzi. In prospettiva, è essenziale che i paesi dell'area con squilibri di bilancio sfruttino appieno le attuali condizioni economiche favorevoli per accelerare il risanamento dei conti pubblici e raggiungere i rispettivi

- 1) Cfr. il riquadro *Gli Orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione per il 2005-2008* nel numero di agosto 2005 di questo Bollettino.
- 2) Cfr. il riquadro *I Programmi nazionali di riforma per il periodo 2005-2008 presentati dai paesi dell'area dell'euro nel quadro della strategia di Lisbona* nel numero di gennaio 2006 di questo Bollettino.

obiettivi di bilancio di medio periodo quanto prima possibile, e al più tardi entro il 2010. In questi paesi, quindi, gli introiti straordinari dovrebbero essere utilizzati interamente per ridurre il disavanzo e il debito. Il conseguimento di posizioni di bilancio solide è necessario per creare margini atti a garantire il pieno funzionamento degli stabilizzatori automatici, senza incorrere in disavanzi eccessivi, e contribuire ad assicurare la sostenibilità sul lungo periodo dei conti pubblici in considerazione dell'invecchiamento demografico<sup>3)</sup>.

## 2) Migliorare la qualità delle finanze pubbliche

Oltre a mantenere un orientamento di politica fiscale adeguato e assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche, le politiche di bilancio possono contribuire in maniera determinante all'espansione economica e alla creazione di posti di lavoro, migliorando la qualità della spesa pubblica e della fiscalità. In tale contesto, diversi paesi dell'area hanno ampie possibilità per reindirizzare la spesa pubblica verso usi più produttivi e accrescere l'efficienza con cui vengono proposti i servizi pubblici. In tal modo sarebbe possibile ridurre l'elevato carico fiscale e le relative distorsioni nell'economia, che dovrebbero essere affrontate anche mediante le opportune riforme dei sistemi fiscali. Tali politiche dovrebbero contribuire a stimolare gli investimenti e l'innovazione, aumentando quindi i livelli di produttività e la crescita potenziale.

## 3) Stimolare la concorrenza e l'integrazione di mercato nei servizi

Le riforme dovrebbero mirare ad accrescere la concorrenza per migliorare il funzionamento del mercato interno, specialmente nel caso dei servizi. La scarsa concorrenza nel settore dei servizi viene spesso indicata come un fattore che ostacola l'incremento della produttività del lavoro e favorisce un'accelerazione dei prezzi superiore a quella del settore manifatturiero. Inoltre, una maggiore concorrenza nei servizi potrebbe contribuire a renderne più flessibili i prezzi<sup>4)</sup> e quindi facilitare i processi di aggiustamento nell'area dell'euro, compreso il trasferimento delle risorse tra settori secondo le necessità, e accrescere la capacità di resistenza dell'area agli shock economici, consentendo quindi un funzionamento più regolare dell'Unione economica e monetaria. A tal fine, si rende necessario procedere tempestivamente al recepimento nelle rispettive legislazioni nazionali della Direttiva sui Servizi. Quanto ai servizi finanziari, è essenziale compiere ulteriori sforzi per rimuovere gli ostacoli che tuttora impediscono la piena integrazione dei mercati finanziari nell'area, tenuto conto della loro rilevanza nella trasmissione delle politiche monetarie nonché per l'attività economica complessiva e gli aggiustamenti economici. In particolare, i mercati dei servizi bancari al dettaglio continuano a mostrare un livello di integrazione insufficiente, che si rispecchia anche nella frammentazione dell'infrastruttura finanziaria sottostante<sup>5)</sup>.

## 4) Aumentare la flessibilità del mercato del lavoro

Il pieno funzionamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro è essenziale per garantire la tempestività dei meccanismi di aggiustamento interni all'area. Una maggiore flessibilità salariale e un sufficiente grado di differenziazione delle retribuzioni, che rifletta l'andamento della produttività, potrebbero consentire ai paesi dell'area di adattarsi più agevolmente alle pressioni

3) Per una trattazione a riguardo, cfr. l'articolo *Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2007 di questo Bollettino.

4) Cfr. Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB, *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, Occasional Paper della BCE n. 44, aprile 2006.

5) Cfr. il rapporto BCE *Financial Integration in Europe* del marzo 2007.

concorrenziali e migliorare le opportunità di impiego, in particolare per i lavoratori meno qualificati e nelle regioni ad alta disoccupazione. Per quanto riguarda le riforme delle istituzioni del mercato del lavoro, è stato fatto ben poco per ridurre i tassi netti di sostituzione per i disoccupati e rendere meno rigida la legislazione in materia di tutela dell'occupazione. Inoltre, rafforzando la mobilità del lavoro nell'area dell'euro si potrebbero associare più efficientemente le qualifiche dei lavoratori agli impieghi disponibili, promuovendo la capacità dei singoli mercati del lavoro nazionali di adattarsi alle fluttuazioni dell'economia e agli shock asimmetrici <sup>6)</sup>. Ora che la Slovenia è entrata a far parte dell'area dell'euro, le sue forze di lavoro devono avere pieno accesso ai mercati del lavoro di tutti gli altri paesi dell'area.

È opportuno che il Consiglio abbia deciso di adottare nel 2007 degli indirizzi specifici per i singoli paesi al fine di concentrare l'attuazione e la valutazione delle politiche sugli aspetti più urgenti che interessano ogni Stato membro. In genere, le raccomandazioni sono rivolte nella giusta direzione, anche nel contesto dell'area dell'euro. L'attuazione di tali raccomandazioni da parte dei paesi dell'area rafforza ulteriormente la loro capacità di reagire e adeguarsi rapidamente agli shock avversi, consente un funzionamento più regolare dell'Unione economica e monetaria e contribuisce a trarre pieno beneficio dal mercato unico.

6) Cfr. F. F. Heinz e M. Ward-Warmedinger, *Cross-border labour mobility within an enlarged EU*, Occasional Paper della BCE n. 52, ottobre 2006.

## DISOCCUPAZIONE

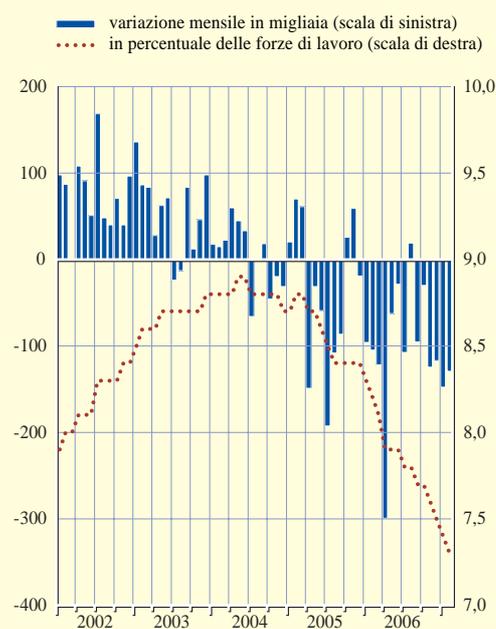
In febbraio il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è sceso al 7,3 per cento, diminuendo di 0,1 punti percentuali rispetto a gennaio (cfr. figura 27) e raggiungendo il livello più basso dall'inizio della serie per l'area nel 1993. Il numero di disoccupati si è ridotto in febbraio di circa 130.000 unità in confronto a gennaio e di più di 100.000 unità al mese in media da gennaio 2006.

## OCCUPAZIONE

La seconda stima dei dati di contabilità nazionale diffusa dall'Eurostat ha confermato che l'occupazione nell'area dell'euro è salita dello 0,3 per cento nel quarto trimestre del 2006 (cfr. tavola 7). La scomposizione settoriale mostra che l'occupazione è aumentata nei settori dei servizi e delle costruzioni ma è lievemente diminuita nell'industria al netto delle costruzioni. In termini annuali, la crescita dell'occupazione si è rafforzata nel 2006, portandosi all'1,4 per cento dallo 0,8 del 2005. In una prospettiva di più lungo termine, l'occupazione nell'area dell'euro ha mostrato un notevole dinamismo dall'avvio dell'UEM nel 1999. Il numero di occupati è aumentato di circa 12,9 milioni di unità

Figura 27 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

**Tavola 7 Crescita dell'occupazione**

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

dal 1999 al 2006, a fronte di 2,1 milioni tra il 1991 e il 1998. L'aumento del ritmo della crescita complessiva dell'occupazione può essere attribuito all'incremento delle assunzioni nei settori dei servizi e delle costruzioni nonché a una più contenuta contrazione delle assunzioni nell'industria al netto delle costruzioni e nei settori dell'agricoltura, della caccia, della silvicoltura e della pesca (cfr. riquadro 6).

**Riquadro 6**
**ANDAMENTI DELL'OCCUPAZIONE PER SETTORE NELL'AREA DELL'EURO**

L'occupazione nell'area dell'euro ha fatto registrare un dinamismo nettamente maggiore dall'avvio della terza fase dell'UEM nel 1999 rispetto al periodo immediatamente precedente. Le stime più recenti della crescita totale dell'occupazione dall'introduzione dell'euro indicano un aumento netto di 12,9 milioni di occupati fino al quarto trimestre 2006 a fronte di soli 2,1 milioni nel periodo 1991-1998<sup>1)</sup>. Questo riquadro analizza gli andamenti dell'occupazione per settore nell'area dell'euro in questi due periodi e, in particolare, dà conto del significativo miglioramento delle dinamiche occupazionali, prendendo in considerazione le informazioni più disaggregate contenute nei dati annuali di contabilità nazionale anziché guardare ai dati dei conti nazionali trimestrali, i quali presentano solo una limitata scomposizione settoriale. Attualmente i dati annuali dettagliati di contabilità nazionale sull'occupazione per l'area dell'euro sono disponibili fino al 2005. Sulla base delle loro indicazioni, il numero totale degli occupati nell'area dell'euro è aumentato di 11,2 milioni nel periodo 1999-2005, a fronte di soli 1,5 milioni in quello tra il 1991 e il 1998 (cfr. tavola)<sup>2)</sup>. Ciò corrisponde a un incremento medio annuo dell'1,2 per cento dal 1999, nettamente superiore alla crescita annua di appena 0,2 per cento in quello precedente. Il ritmo più rapido di espansione dell'occupazione complessiva dopo l'avvio della terza fase dell'UEM è attribuibile sia alle maggiori assunzioni nei settori dei servizi e delle costruzioni, sia a una

1) La fase precedente l'avvio dell'UEM corrisponde qui al periodo tra il primo trimestre del 1991 e il quarto trimestre del 1998, laddove quella successiva è compresa tra il quarto trimestre del 1998 e il quarto trimestre del 2006. In termini annuali i periodi sono rispettivamente 1991-1998 e 1998-2005.

2) I dati per il periodo 1991-1998 non comprendono la Slovenia. Vista la dimensione relativamente esigua dell'economia slovena, la sua esclusione dal primo periodo non dovrebbe incidere in modo sostanziale sulle tendenze commentate.

## Andamento dell'occupazione nell'area dell'euro per settore, 1991-2005

(tassi di crescita medi annui salvo diversa indicazione)

	1991-1998			1999-2005		
	peso (in perc.)	variazioni percentuali	persone impiegate (variazioni, in milioni)	peso (in perc.)	variazioni percentuali	persone impiegate (variazioni, in milioni)
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>100,0</b>	<b>1,2</b>	<b>11,2</b>
<b>Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca</b>	<b>5,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>4,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,7</b>
<b>Industria</b>	<b>29,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>26,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Industria (escluse le costruzioni)	21,6	-2,2	-4,2	18,9	-0,7	-1,2
Settore minerario ed estrattivo	0,3	-7,2	-0,2	0,2	-3,5	-0,1
Settore manifatturiero	20,4	-2,1	-3,8	18,1	-0,6	-1,0
Fornitura di elettricità, gas e acqua	0,8	-2,3	-0,2	0,6	-1,6	-0,1
Costruzioni	7,4	0,0	0,0	7,4	1,7	1,1
<b>Servizi</b>	<b>65,1</b>	<b>1,3</b>	<b>7,5</b>	<b>69,0</b>	<b>1,9</b>	<b>12,0</b>
Commercio e trasporti	24,7	0,3	0,6	24,8	1,4	3,1
Commercio e servizi di riparazione	15,0	0,3	0,4	14,9	1,0	1,4
Servizi alberghieri e di ristorazione	4,0	1,5	0,5	4,4	2,9	1,2
Trasporto, magazzinaggio e comunicazioni	5,7	-0,6	-0,3	5,5	1,0	0,5
Servizi finanziari e alle imprese	11,8	3,3	3,4	14,3	3,2	4,1
Servizi finanziari	3,0	0,3	0,1	2,9	0,3	0,1
Servizi immobiliari, di locazione e alle imprese	8,7	4,4	3,3	11,5	4,0	4,0
Altri servizi	28,6	1,4	3,5	29,8	1,7	4,7
Amministrazioni pubbliche	8,0	0,0	0,0	7,5	0,2	0,1
Istruzione	6,2	1,0	0,5	6,3	1,6	0,9
Sanità e servizi sociali	8,0	2,5	1,7	8,9	2,4	2,0
Altri servizi personali, sociali e per le collettività	3,9	2,2	0,7	4,4	2,4	1,0
Famiglie private con persone	2,5	2,5	0,5	2,7	2,8	0,7

Fonte: Eurostat.

Nota: i valori riportati nelle colonne dei pesi e delle variazioni percentuali sono calcolati come medie dei valori annui per ciascun periodo. La variazione nel numero di persone occupate è calcolata come variazione del dato sull'occupazione nei periodi 1991-1998 e 1998-2005 rispettivamente.

minore contrazione delle assunzioni sia nel settore dell'industria al netto delle costruzioni, sia in quello di agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca. Va notato che non esistono dati di contabilità nazionale sull'occupazione a tempo parziale nell'area dell'euro che, in base all'Indagine europea sulle forze di lavoro, è aumentata più di quella a tempo pieno dagli anni novanta<sup>3)</sup>.

Nel settore dei servizi l'aumento dell'occupazione nel periodo 1999-2005 è stato pari a 12,0 milioni di addetti rispetto a 7,5 milioni nel 1991-1998 (cfr. tavola<sup>4)</sup>. L'incremento dal 1999 è riconducibile a maggiori assunzioni in tutti e tre i principali gruppi settoriali dei servizi, ossia commercio e trasporti, servizi finanziari e alle imprese, e altri servizi<sup>5)</sup>. La crescita dell'occupazione è stata più elevata in quattro comparti (corrispondenti alle sezioni NACE): attività immobiliari, di noleggio e servizi alle imprese (4,0 milioni), sanità e assistenza sociale (2,0 milioni), commercio e riparazione (1,4 milioni) e alberghi e ristoranti (1,2 milioni). Anche il settore delle costruzioni ha registrato un'accelerazione dell'occupazione dal 1999, con 1,1 milioni di nuovi occupati fino al 2005 rispetto a soli 26.000 nel periodo tra il 1991 e il 1998.

Negli altri due settori si sono avuti dei cali in entrambi i periodi. In entrambi i casi la flessione delle assunzioni nette è stata inferiore nel periodo successivo al 1999. Il numero degli occupati

3) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 4.2 del numero di gennaio 2007 di questo Bollettino.

4) Utilizzando dati trimestrali, l'aumento dell'occupazione nel settore dei servizi dall'avvio della terza fase dell'UEM è pari a 13,0 milioni di lavoratori (i dati sono disponibili unicamente per il periodo compreso tra il quarto trimestre del 1998 e il terzo trimestre del 2006).

5) Una possibile ragione della minore crescita dell'occupazione nei servizi osservata negli anni novanta è il grado relativamente basso di flessibilità dei mercati del lavoro, che limitava la riallocazione settoriale dell'occupazione. Cfr. A. D'Agostino, R. Serafini e M. Ward-Warmedinger, *Sectoral explanations of employment in Europe: the role of services*, Working Paper della BCE n. 625, maggio 2006.

nell'industria al netto delle costruzioni è sceso di 1,2 milioni nel periodo 1999-2005, una diminuzione molto minore rispetto a quella di 4,2 milioni nel 1991-1998. Ciò è ascrivibile principalmente agli andamenti nel comparto manifatturiero. Nell'altro settore in cui l'occupazione è andata contraendosi – agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca – il numero degli occupati ha subito un calo di 0,7 milioni nel 1999-2005 in raffronto a quello di 1,8 milioni nel periodo 1991-1998.

In seguito a tali evoluzioni, l'incidenza dei settori sul totale dell'occupazione è cambiata leggermente tra i due periodi (cfr. tavola). La quota dell'occupazione nei servizi rispetto a quella totale è aumentata in media dal 65,1 al 69,0 per cento, principalmente per effetto degli incrementi dell'incidenza delle categorie servizi finanziari e alle imprese (dall'11,8 al 14,3 per cento) e altri servizi (dal 28,6 al 29,8 per cento). Il comparto commercio e trasporti ha mantenuto nei due periodi una quota invariata dell'occupazione, pari a circa un quarto del totale. La crescente importanza dei servizi sul totale dell'occupazione deriva in parte da una concomitanza di fattori che hanno determinato un maggiore prodotto nel settore dei servizi (tra cui la ricomposizione della domanda dei consumatori a discapito delle necessità materiali di base, l'aumento del reddito reale pro capite, la liberalizzazione del settore dei servizi e l'incremento del tasso di partecipazione femminile), parallelamente a un livello di produttività del lavoro inferiore alla media<sup>6)</sup>. Per ciò che attiene agli altri settori, la quota media dell'occupazione nelle costruzioni è rimasta stabile al 7,4 per cento, mentre tra i due periodi si sono osservati cali nell'incidenza media di industria al netto delle costruzioni (dal 21,6 al 18,9 per cento) e di agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca (dal 5,9 al 4,7 per cento).

Un'ulteriore scomposizione dell'occupazione nel settore dei servizi è disponibile fino al 2004 (fornita dalla banca dati EU KLEMS)<sup>7)</sup>. Seppur meno aggiornati, tali dati consentono un esame più approfondito di due importanti raggruppamenti, ossia attività immobiliari, di noleggio e di servizi alle imprese, e commercio e riparazione. Nel secondo, oltre la metà dell'aumento del numero di occupati nel periodo 1998-2004 corrisponde a nuove assunzioni nelle attività di commercio al dettaglio, mentre la parte rimanente è suddivisa generalmente tra attività di commercio all'ingrosso e servizi automobilistici. Nel settore attività immobiliari, di noleggio e di servizi alle imprese i tre segmenti che hanno contribuito maggiormente alla crescita dell'occupazione nel periodo 1998-2004 rientrano nella categoria dei servizi alle imprese: altre attività imprenditoriali non considerate altrove (1,7 milioni), servizi legali, tecnici e pubblicitari (1,0 milioni) e attività informatiche e correlate (0,6 milioni). I servizi alle imprese hanno beneficiato della tendenza manifestata dalle aziende all'esternalizzazione (*outsourcing*) di attività non centrali, con l'utilizzo di fornitori esterni per una serie di attività professionali e operative. Tale tendenza è responsabile della crescente domanda di altri servizi – che sono forniti anche alle famiglie – quali le attività immobiliari e di noleggio (rientranti anch'esse nel comparto attività immobiliari, di noleggio e di servizi alle imprese) e i servizi di trasporto, magazzinaggio e comunicazioni (nei quali si sono registrati 0,5 milioni di nuovi occupati nel 1998-2004)<sup>8)</sup>.

6) Cfr. i riquadri *La composizione settoriale della crescita dell'area dell'euro*, Rapporto annuale 2005 della BCE e *Le determinanti della quota di occupazione nei servizi nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2006 di questo Bollettino.

7) La banca dati EU KLEMS è il risultato di un progetto di ricerca, statistico e di analisi, realizzato congiuntamente da 16 istituti di ricerca in collaborazione con gli istituti statistici nazionali, l'Eurostat e la Commissione europea. Esso comprende conti di crescita e di produttività per settore industriale per tutti gli Stati membri dell'UE. I dati utilizzati sono basati sulle serie per l'area dell'euro, esclusa la Slovenia.

8) Una recente valutazione delle tendenze dei servizi alle imprese in Europa si può trovare in Eurostat: *European Business - Facts and Figures*, Lussemburgo, 2006 ed Eurostat: *Key Figures on European Business*, Lussemburgo, 2006.

Nel complesso, l'aumento dell'occupazione nell'area dell'euro dall'avvio dell'UEM ha superato significativamente l'espansione osservata nel periodo precedente. Ciò è riconducibile a un maggiore incremento dell'occupazione in settori in cui il numero degli occupati era in crescita (quali servizi e costruzioni) e minori cali in quelli in cui l'occupazione si stava contraendo (quali industria comprese le costruzioni e agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca). L'aumento dell'occupazione, sia totale sia nei servizi, registrato negli ultimi anni nell'area dell'euro è stato favorito dalle politiche dell'istruzione e del mercato del lavoro, che hanno facilitato il ricollocamento intersettoriale dei lavoratori. In prospettiva, il proseguimento della crescita dell'occupazione richiede ulteriori riforme strutturali che migliorino la capacità dei mercati del lavoro dell'area dell'euro di rispondere in modo più flessibile alle mutevoli necessità delle imprese, facilitando così lo spostamento settoriale in atto delle forze di lavoro verso comparti dinamici.

La crescita della produttività del lavoro sul periodo corrispondente è aumentata ulteriormente nel quarto trimestre del 2006, portandosi all'1,8 per cento dall'1,2 del terzo trimestre e raggiungendo il valore più elevato dal secondo trimestre del 2000. Tale accelerazione è riconducibile principalmente al contributo fornito dal settore dei servizi.

I risultati delle indagini indicano ulteriori miglioramenti delle condizioni dei mercati del lavoro dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2007. Secondo l'indagine della Commissione europea, le attese di occupazione nel settore industriale hanno continuato ad aumentare gradualmente in marzo, mentre l'indice di occupazione dell'indagine PMI ha mostrato un profilo piatto. Tuttavia, entrambe le indagini evidenziano un miglioramento delle condizioni di occupazione nell'industria nell'insieme del primo trimestre rispetto al trimestre precedente. Nelle costruzioni, le aspettative di occupazione si sono accresciute ulteriormente anche in marzo e nel primo trimestre del 2007. Nel settore dei servizi, le attese di occupazione rilevate dalla Commissione europea hanno segnato una lieve flessione in marzo, mentre l'indice di occupazione dell'indagine PMI ha registrato un incremento. Considerate congiuntamente, sia le aspettative di occupazione segnalate dalla Commissione europea sia l'indice di occupazione dell'indagine PMI sono in linea con il protrarsi di leggeri miglioramenti nelle prospettive di occupazione nel settore dei servizi nel primo trimestre. Infine, dopo i netti cali di gennaio e febbraio, le attese di occupazione nel commercio al dettaglio si sono mantenute invariate in marzo.

#### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel quarto trimestre del 2006 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,9 per cento. Sulla base degli ultimi dati disponibili, dei risultati delle indagini e di varie stime basate su indicatori, sembra che la crescita rimanga robusta nella prima parte del 2007. In un'ottica di più lungo periodo, le prospettive per la crescita nell'area rimangono favorevoli. Nel medio termine ci si attende che il PIL dell'area evidenzii tassi di espansione prossimi al potenziale. I consumi privati si rafforzerebbero coerentemente col reddito reale disponibile, beneficiando dei miglioramenti delle condizioni dei mercati del lavoro dell'area. L'espansione degli investimenti dovrebbe rimanere robusta grazie al sostegno di prospettive incoraggianti per la domanda, utili elevati e condizioni di finanziamento favorevoli. Ci si attende che il dinamismo della domanda estera continui a esercitare effetti positivi sulla crescita delle esportazioni dell'area dell'euro. Si ritiene che i rischi per questo scenario favorevole siano bilanciati nel breve periodo ma al ribasso nel più lungo termine. I principali rischi verso il basso sono associati alla possibilità di un incremento delle pressioni protezionistiche, a quella di un nuovo rialzo dei corsi petroliferi e a un'eventuale evoluzione disordinata degli squilibri a livello mondiale.

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

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

*Negli ultimi tre mesi l'euro si è lievemente rafforzato in termini effettivi, di riflesso a un apprezzamento relativamente generalizzato nei confronti di gran parte delle principali divise.*

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

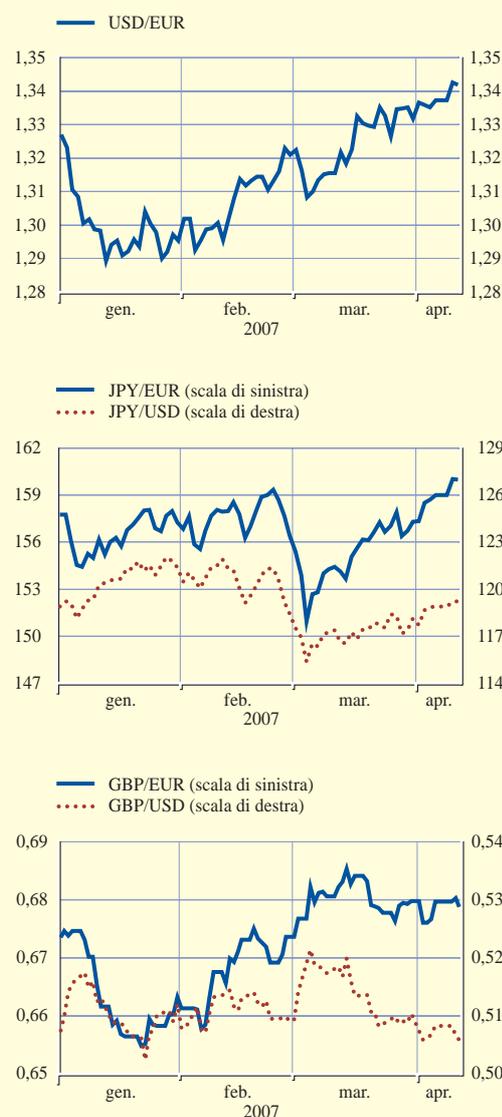
Negli ultimi tre mesi l'euro si è rafforzato sul dollaro statunitense, raggiungendo livelli non più osservati dal marzo 2005. Dopo un lieve deprezzamento agli inizi di gennaio, da febbraio la moneta unica europea si è apprezzata più o meno costantemente (cfr. figura 28). L'hanno sorretta, almeno in qualche misura, i timori circa la solidità dell'economia negli Stati Uniti, acuiti di recente dagli andamenti nel mercato statunitense dei mutui di qualità non primaria. Gli andamenti dei prezzi dei derivati valutari, che a gennaio e febbraio avevano segnalato attese di una stabilità dell'euro rispetto al dollaro, da metà marzo sono coerenti con aspettative sempre più consistenti di un ulteriore apprezzamento della moneta unica europea nel breve periodo. L'11 aprile l'euro era scambiato a 1,34 dollari, un livello superiore dell'1,9 per cento a quello di fine dicembre e del 6,9 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 28).

#### YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo aver oscillato entro un intervallo di 154-159 yen per euro nei primi due mesi dell'anno, agli inizi di marzo la valuta giapponese si è sensibilmente rafforzata in una fase di turbolenze dei mercati finanziari internazionali (cfr. figura 28). L'apprezzamento sarebbe da ricondurre a un generale calo della propensione al rischio degli investitori internazionali e alla connessa significativa attività di liquidazione di *carry trade*, che ha inizialmente innescato un rafforzamento delle monete di finanziamento a basso rendimento quali lo yen. Questo rafforzamento iniziale si è tuttavia più che riassorbito nel periodo successivo, in concomitanza con la generale normalizzazione dei mercati finanziari mondiali. Gli andamenti delle opzioni valutarie segnalano il consolidamento delle attese di un lieve rafforzamento della divisa nipponica rispetto a quella unica europea nel breve periodo. Nonostante le suddette significative oscillazioni a breve, l'11 aprile l'euro era quotato a 160 yen, un valore superiore del 2 per cento a quello di fine dicembre e del 9,5 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 28).

Figura 28 Tassi di cambio

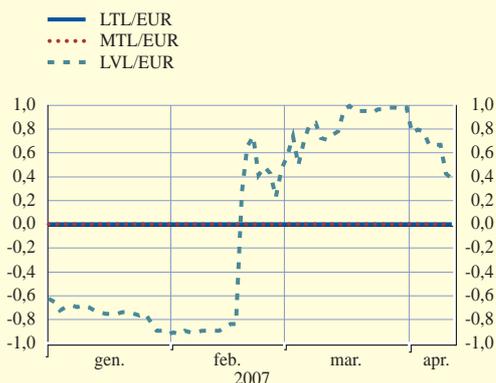
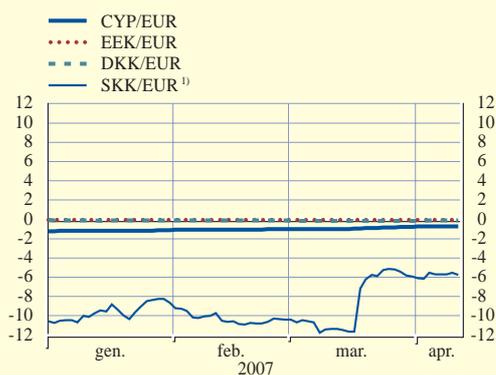
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

**Figura 29 Tassi di cambio negli AEC II**

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



Fonte: BCE.

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

1) La parità centrale della corona slovacca è stata rivalutata il 19 marzo 2007 da 38,4550 a 35,4424 SKK/EUR.

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

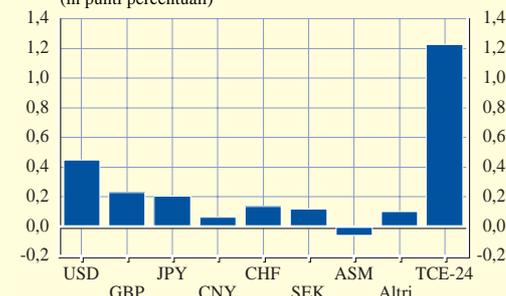
(dati giornalieri)

Indice: 1° trim. 1999 = 100



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

Dal 29 dicembre 2006 all'11 aprile 2007 (in punti percentuali)



Fonte: BCE.

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

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

## VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Dalla fine di dicembre gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile sui livelli corrispondenti o prossimi alle rispettive parità centrali (cfr. figura 29). La corona slovacca ha continuato ad apprezzarsi, grazie alla solidità delle variabili economiche di fondo. Su richiesta delle autorità slovacche, il 16 marzo la parità centrale della corona è stata rivalutata dell'8,5 per cento (per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *La rivalutazione della corona slovacca all'interno degli AEC II*). Il forte apprezzamento che ne è subito conseguito ha indotto la Národná banka Slovenska a intervenire sui mercati valutari. L'11 aprile l'euro era scambiato a 33,40 corone slovacche, un livello superiore del 5,8 per cento alla nuova parità centrale. Allo stesso tempo il lat lettone si è deprezzato in marzo fino ad approssimarsi all'estremità inferiore della banda di intervento dell'1 per cento fissata unilateralmente dalla Latvijas Banka, inducendo quest'ultima a intervenire sul mercato. L'11 aprile il lat era inferiore dello 0,4 per cento alla parità centrale prevista dagli AEC II.

Con riferimento alle monete degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di dicembre e l'11 aprile l'euro ha guadagnato il 2,4 per cento sulla corona svedese e l'1,1 per cento sulla sterlina britannica. Si è inoltre rafforzato sulla corona ceca (dell'1,9 per cento), mentre ha registrato un indebolimento rispetto al fiorino ungherese (2,6 per cento) e al leu romeno (1,3 per cento).

Riquadro 7

LA RIVALUTAZIONE DELLA CORONA SLOVACCA ALL'INTERNO DEGLI AEC II

La corona slovacca ha iniziato a partecipare agli AEC II il 28 novembre 2005 con una parità centrale iniziale di 38,4550 corone per euro e, dalla sua adesione, la sua quotazione all'interno della banda di oscillazione attorno alla sua parità si è mantenuta per lo più nell'intervallo di apprezzamento (cfr. figura). Nel secondo trimestre del 2006, tuttavia, ha subito alcune pressioni temporanee al ribasso. Successivamente, sullo sfondo di andamenti macroeconomici e prospettive economiche favorevoli, ha attraversato una fase prolungata di apprezzamento che, fatta eccezione per una breve battuta di arresto al volgere dell'anno, ha acquisito ulteriore slancio nel mese di febbraio e nella prima metà di marzo. Per contenere la volatilità del cambio e le eccessive pressioni dei mercati, dopo l'adesione agli AEC II la Národná banka Slovenska è intervenuta a più riprese sui mercati valutari.

Andamento del tasso di cambio della corona slovacca dall'adesione agli AEC II

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce all'11 aprile 2007.

Dando seguito alla richiesta avanzata dalle autorità slovacche, il 16 marzo 2007 i ministri finanziari dei paesi appartenenti all'area dell'euro, il Presidente della Banca centrale europea e i ministri finanziari e i governatori delle banche centrali di Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Malta e Slovacchia hanno deciso di comune accordo di adeguare la parità centrale della corona slovacca all'interno dei nuovi AEC, secondo una procedura comune che coinvolge la Commissione europea e previa consultazione del Comitato economico e finanziario. Il tasso centrale di cambio della corona con l'euro è stato rivalutato dell'8,5 per cento (cfr. la figura) ed è adesso pari a 35,4424 corone. Viene mantenuta la banda di oscillazione standard di  $\pm 15$  per cento attorno alla parità centrale <sup>1)</sup>.

Di conseguenza, come indicato nella tavola A, dal 19 marzo sono in vigore dei nuovi tassi di intervento obbligatorio per la corona slovacca. Restano invariati le parità centrali nei confronti dell'euro e i tassi di intervento obbligatorio per la corona danese, la corona estone, la sterlina cipriota, il lat lettone, il litas lituano e la lira maltese. Per la sola corona danese si applica una banda di oscillazione più ristretta ( $\pm 2,25$  per cento).

1) Cfr. il comunicato comune sulla corona slovacca del 16 marzo 2007.

**Tavola A Parità centrali bilaterali nei confronti dell'euro e tassi di intervento obbligatorio per le valute partecipanti agli AEC II, in vigore dal 19 marzo 2007**

	Tasso di intervento superiore	Parità centrale	Tasso di intervento inferiore
Corona danese	7,62824	7,46038	7,29252
Corona estone	17,9936	15,6466	13,2996
Sterlina cipriota	0,673065	0,585274	0,497483
Lats lettone	0,808225	0,702804	0,597383
Litas lituano	3,97072	3,4528	2,93488
Lira maltese	0,493695	0,4293	0,364905
Corona slovacca	40,7588	35,4424	30,126

Come afferma il comunicato comune, la rivalutazione della parità centrale della corona slovacca è giustificata dai fondamentali sottostanti e aiuterà le autorità a mantenere la stabilità macroeconomica. La rivalutazione si basa sull'impegno risoluto da parte delle autorità a perseguire adeguate politiche di sostegno, intese in particolare a raggiungere una stabilità sostenibile dei prezzi e rafforzare la competitività esterna e la tenuta dell'economia.

Tali politiche ricomprendono: il consolidamento del percorso di risanamento delle finanze pubbliche in termini strutturali, in linea con il parere del Consiglio UE del 27 febbraio 2007 sul programma di convergenza aggiornato della Slovacchia, al fine di concorrere a una combinazione equilibrata delle politiche che persegua il contenimento dei rischi inflazionistici e contribuisca alla sostenibilità del processo di convergenza; la promozione di una dinamica salariale che rifletta la crescita della produttività del lavoro, le condizioni e la concorrenza sul mercato del lavoro; il perseguimento costante di riforme strutturali che consentano di sospingere la crescita della produttività e migliorare il funzionamento dei mercati dei beni e dei servizi, del lavoro e dei capitali. Inoltre, le autorità slovacche vigileranno sui rischi di una forte espansione del credito e, di concerto con gli organismi responsabili dell'UE, terranno sotto stretta osservazione gli andamenti macroeconomici e valutari. Esse si impegnano qualora necessario a rafforzare gli orientamenti delle politiche. La tavola B fornisce una panoramica su alcuni specifici indicatori economici per la Slovacchia a partire dal 2001.

**Tavola B Alcuni indicatori economici per la Slovacchia**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2001-2005	2006
Crescita economica in termini reali	4,6	8,3
Inflazione misurata sullo IAPC	5,9	4,3
Saldo di conto corrente <sup>1)</sup>	-5,4	-7,8
Disavanzo di bilancio <sup>1)</sup>	-4,8	-3,4
Debito pubblico <sup>1)</sup>	42,2	33,0
Tasso di interesse a lungo termine	5,7	4,4
Tasso di interesse a breve termine	5,9	4,3
Tasso di cambio (corone per euro)	41,2	37,2

Fonti: BCE ed Eurostat.  
Nota: i dati si riferiscono a medie di dati annuali.  
1) In percentuale del PIL.

## ALTRE VALUTE

Negli ultimi tre mesi la moneta unica europea si è apprezzata nei confronti delle valute dei principali partner commerciali asiatici dell'area dell'euro, e in particolare sul dollaro di Hong Kong (2,4 per cento) e il won coreano (2,2 per cento). Ha inoltre registrato un rafforzamento dell'1,9 per cento sul franco svizzero, mentre si è indebolito rispetto alla corona norvegese (1,8 per cento) e al dollaro australiano (2,6 per cento).

## TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Alla luce dei suddetti andamenti dei cambi bilaterali, l'11 aprile il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 24 importanti partner commerciali dell'area – era superiore dell'1,2 per cento al livello di fine dicembre e del 3 per cento alla propria media del 2006 (cfr. figura 30).

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In gennaio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo corrispondente a circa lo 0,2 per cento del PIL, lievemente superiore rispetto a un anno prima. Tale risultato è principalmente riconducibile al minore avanzo dei beni, a sua volta derivante dal maggiore costo delle importazioni di petrolio. Le medie mobili a tre mesi indicano tuttavia che il calo dell'avanzo commerciale è stato parzialmente riassorbito dalla metà del 2006, in presenza di una dinamica robusta delle esportazioni a fronte di un indebolimento delle importazioni. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a gennaio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti cumulati per 178,5 miliardi di euro, contro deflussi netti per 57,3 miliardi un anno prima. Questo mutamento di direzione ha rispecchiato principalmente i maggiori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio.

### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Secondo i dati più recenti di bilancia dei pagamenti, in gennaio la media a tre mesi del valore (destagionalizzato) delle esportazioni di beni e servizi verso l'esterno dell'area ha registrato un aumento del 3,1 per cento, lievemente inferiore rispetto ai tre mesi fino a ottobre (cfr. tavola 8). Ciò è ascrivibile soprattutto alla crescita più debole, benché ancora robusta, delle esportazioni di beni. Anche l'incremento in valore delle importazioni di beni e servizi si è moderato (all'1,6 per cento, in termini destagionalizzati), di riflesso alla minore crescita delle importazioni di beni.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di 3 mesi dati a fine				Dati cumulati sui 12 mesi a fine	
	2006 dic.	2007 gen.	2006 apr.	2006 lug.	2006 ott.	2007 gen.	2006 gen.	2007 gen.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>-7,8</b>	<b>-12,8</b>
Beni (saldo)	3,4	4,2	1,5	0,7	2,6	5,3	40,8	30,4
Esportazioni	124,0	121,2	112,1	112,9	118,3	122,4	1.229,0	1.397,1
Importazioni	120,6	117,0	110,6	112,1	115,7	117,1	1.188,2	1.366,7
Servizi (saldo)	3,2	2,0	3,5	2,9	3,0	2,7	36,4	36,2
Esportazioni	36,8	36,3	35,4	35,8	35,7	36,4	402,5	429,6
Importazioni	33,6	34,3	31,9	32,8	32,7	33,7	366,1	393,5
Redditi (saldo)	1,4	-0,6	-2,3	-1,1	0,1	0,0	-19,6	-9,7
Trasferimenti correnti (saldo)	-6,0	-2,9	-5,6	-5,2	-6,7	-5,8	-65,4	-69,7
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	<b>-37,3</b>	<b>53,2</b>	<b>28,8</b>	<b>12,6</b>	<b>14,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>23,0</b>	<b>163,2</b>
Investimenti diretti e di portafoglio	7,6	34,0	8,3	25,4	1,2	24,6	-57,3	178,5
Investimenti diretti	-28,3	-5,0	-9,0	-9,2	-15,7	-15,5	-190,0	-148,0
Investimenti di portafoglio	35,8	39,0	17,3	34,6	17,0	40,0	132,7	326,5
Azioni	28,9	34,4	6,7	33,4	4,5	28,1	142,2	218,0
Strumenti di debito	7,0	4,6	10,6	1,2	12,4	11,9	-9,5	108,5
Obbligazioni e notes	46,6	-4,1	11,2	14,9	9,3	19,5	-28,9	164,8
Strumenti del mercato monetario	-39,6	8,7	-0,6	-13,7	3,1	-7,5	19,4	-56,2
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	1,8	-2,1	3,6	0,8	3,6	3,1	9,1	12,0
Importazioni	5,1	-1,9	3,6	1,7	2,4	1,6	14,0	13,2
<b>Beni</b>								
Esportazioni	1,7	-2,3	4,2	0,7	4,8	3,4	9,0	13,7
Importazioni	6,1	-3,0	4,0	1,4	3,2	1,2	15,4	15,0
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	2,2	-1,3	1,7	1,0	-0,3	1,9	9,6	6,7
Importazioni	1,4	2,1	2,3	2,8	-0,4	3,0	9,6	7,5

Fonte: BCE.

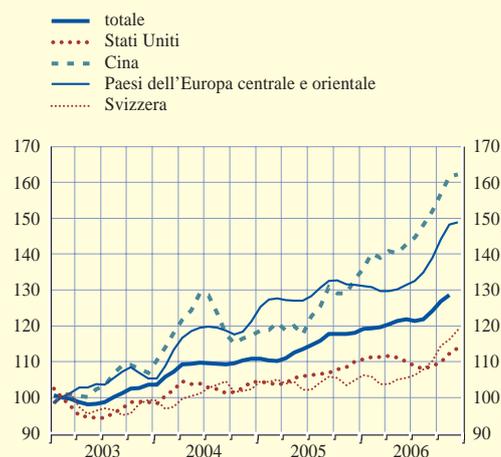
Nota: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

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

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi mostra che nell'ultimo trimestre del 2006 gran parte della forte crescita in valore delle esportazioni è stata riconducibile all'espansione delle stesse in termini di volume, mentre i prezzi all'esportazione hanno registrato un aumento solo marginale. Dalla figura 31 si evince che la sensibile accelerazione delle esportazioni in tale periodo può essere ricondotta principalmente all'ulteriore intensificazione dei flussi commerciali verso l'Asia (in particolare Cina) e l'Europa orientale, nonché all'aumento di quelli diretti negli Stati Uniti e in Svizzera. Nell'insieme, la crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area sembra corrispondere alle condizioni favorevoli della domanda mondiale. Un'ulteriore determinante sul più lungo periodo è rappresentata dall'aumento del potere di acquisto dei paesi esportatori di petrolio (cfr. riquadro 8). Nel quarto trimestre del 2006 le importazioni di beni dall'esterno dell'area hanno registrato incrementi in volume sostanzialmente inferiori rispetto alle esportazioni. Ciò potrebbe essere connesso al minore accumulo delle scorte nell'area dell'euro in quel trimestre, ed indicare che la domanda dell'area potrebbe essere stata soddisfatta sostituendo in parte le scorte alle importazioni.

**Figura 31 Esportazioni dell'area dell'euro in volume verso alcuni partner commerciali**

(indice: 1° trim. 2003=100; media mobile a 3 mesi; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono a dicembre 2006 tranne che per il "totale" la cui ultima osservazione si riferisce a novembre 2006.

#### Riquadro 8

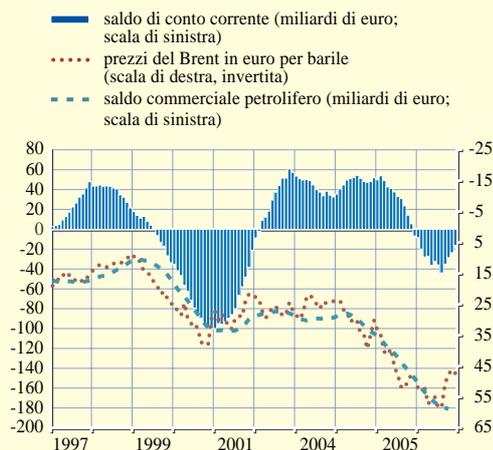
### IL REIMPIEGO DEI PROVENTI PETROLIFERI E LE ESPORTAZIONI VERSO L'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro, in avanzo dal 2003, ha registrato un disavanzo sia nel 2005 sia nel 2006. Questo mutamento di segno è ascrivibile soprattutto all'aumento significativo dei costi delle importazioni di petrolio e al connesso ampliarsi del disavanzo petrolifero (cfr. figura A). Ciò nonostante, l'effetto negativo del rincaro del greggio potrebbe essere stato parzialmente attenuato dal reimpiego dei proventi petroliferi e dall'impatto positivo di quest'ultimo sulle esportazioni verso l'esterno dell'area. In altri termini, l'aumento delle quotazioni ha fatto crescere in misura significativa i proventi petroliferi dei paesi esportatori di greggio, parte dei quali potrebbe essere stata spesa in maggiori importazioni dall'area dell'euro.

Questo riquadro analizza gli andamenti recenti del canale commerciale del reimpiego dei proventi petroliferi, esaminandone il possibile impatto sulle esportazioni dell'area. L'analisi si concentra su due gruppi di paesi esportatori di petrolio – l'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) e la Comunità di Stati indipendenti (CSI) – che nell'insieme producono quasi due terzi del greggio scambiato a livello internazionale. In linea con il rincaro del petrolio, tra il 2002 e il 2005 i proventi petroliferi totali dell'OPEC e della CSI sono saliti da circa 240 a oltre 630 miliardi di dollari statunitensi (cfr. figura B).

**Figura A Saldo commerciale petrolifero dell'area dell'euro e prezzi del Brent**

(dati giornalieri)



Fonti: Eurostat e Bloomberg.  
Nota: il saldo di conto corrente e il saldo commerciale petrolifero sono cumulati sui 12 mesi.

**Figura B Proventi da esportazioni petrolifere per i paesi OPEC e CSI**



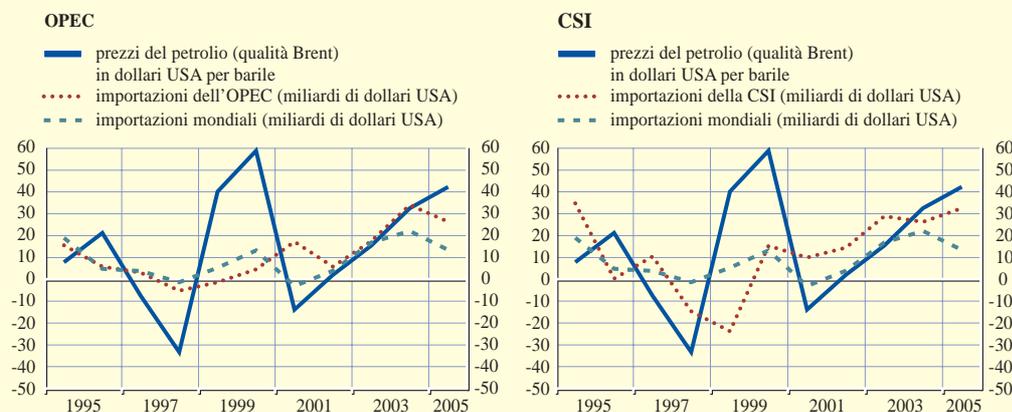
Fonti: FMI e Bloomberg.

A seguito dei maggiori proventi petroliferi dovuti all'aumento dei prezzi del greggio dopo il 1998, le importazioni dei paesi esportatori di petrolio hanno accelerato notevolmente. Ciò emerge con particolare evidenza nel periodo 2000-05, durante il quale l'aumento medio annuo delle importazioni dei paesi dell'OPEC e della CSI è stato di circa il 20 per cento in dollari e a valori correnti, quasi il doppio rispetto alle importazioni mondiali nello stesso periodo (cfr. figura C).

Della crescita delle importazioni derivante dai maggiori proventi petroliferi dei paesi esportatori di petrolio avrebbero beneficiato in misura maggiore la Cina e altri paesi asiatici diversi dal Giap-

**Figura C Importazioni dei paesi OPEC e CSI**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: FMI e Bloomberg.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2005.

## Quote di mercato delle importazioni dei paesi dell'OPEC e della CSI detenute da alcuni paesi

(valori percentuali)

	OPEC					CSI				
	1998	2000	2002	2004	2005	1998	2000	2002	2004	2005
Area dell'euro	27,0	25,5	27,6	27,4	25,3	39,8	39,9	41,7	40,0	36,8
Stati Uniti	16,1	14,1	10,3	9,1	10,6	11,2	10,7	8,2	6,0	5,3
Regno Unito	6,2	5,3	5,0	4,5	5,3	4,0	4,1	3,4	3,7	3,3
Asia, esclusi il Giappone e la Cina	17,0	19,5	20,3	20,1	20,3	7,4	6,4	6,8	7,6	8,9
Giappone	9,5	9,7	8,6	7,1	6,7	2,3	2,7	2,6	5,5	5,4
Cina	3,8	4,3	5,7	7,8	8,5	3,0	3,8	6,1	7,9	12,1

Fonti: FMI ed elaborazioni della BCE.

Nota: le quote di mercato delle importazioni sono calcolate sulle importazioni provenienti dall'esterno dell'OPEC e della CSI.

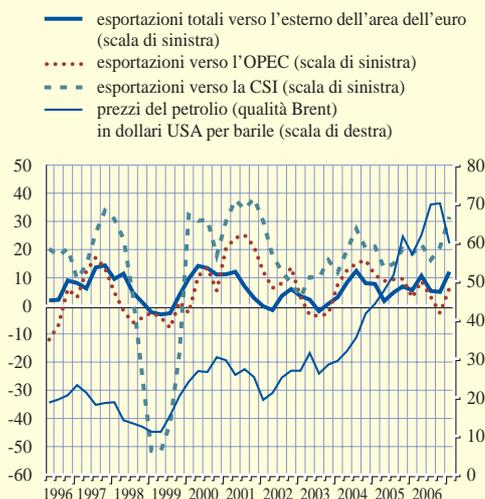
pone, che tra il 1998 e il 2005 hanno visto aumentare la loro quota sul totale delle importazioni dell'OPEC e della CSI (cfr. tavola A). Nello stesso periodo la percentuale delle importazioni dell'OPEC e della CSI dagli Stati Uniti e quella delle importazioni dell'OPEC dal Giappone e dal Regno Unito hanno subito un calo significativo, in alcuni casi di oltre un terzo. Gli esportatori dell'area dell'euro avrebbero ottenuto risultati relativamente positivi: la quota dell'area sul totale delle importazioni di entrambe le regioni è rimasta piuttosto stabile fino al 2004, per poi scendere nel 2005. Di conseguenza, tra il 2000 e il 2005 la crescita media annua delle importazioni dell'OPEC e della CSI dall'area dell'euro è stata rispettivamente pari al 16 e 22 per cento.

La scomposizione settoriale della quota di esportazioni dell'area dell'euro verso l'OPEC e la CSI evidenzia una chiara tendenza al rialzo in un numero di settori, come ad esempio nel settore chimico, a indicare che le esportazioni dell'area in questi settori stanno traendo beneficio dal reimpiego dei proventi petroliferi. Il settore dei macchinari e dei mezzi di trasporto – che costituisce una percentuale significativa delle esportazioni dell'area verso i paesi dell'OPEC e della CSI – è rimasto relativamente stabile.

La crescente domanda dei paesi esportatori di petrolio e i risultati relativamente positivi conseguiti dall'area dell'euro su questi mercati hanno fatto aumentare notevolmente le esportazioni dell'area verso le economie appartenenti all'OPEC e alla CSI in termini di volume (cfr. figura D). Tra il 2000 e il 2006 la crescita media annua delle esportazioni in volume verso tali regioni è stata rispettivamente pari al 9 e 21 per cento, significativamente superiore a quella del totale del volume di esportazioni di beni verso l'esterno dell'area (6 per cento). Appare inoltre chiaro come periodi di sensibile aumento dei corsi petroliferi siano stati seguiti da un'intensificazione della crescita in volume delle esportazioni dell'area verso questi paesi produttori di petrolio.

**Figura D** Esportazioni di beni dell'area dell'euro in volume

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nell'insieme non bisogna sopravvalutare l'effetto del reimpiego dei proventi petroliferi sulle esportazioni dell'area dell'euro, soprattutto in considerazione del fatto che i paesi dell'OPEC e della CSI rappresentano complessivamente una quota relativamente ridotta delle esportazioni totali dell'area (circa il 10 per cento nel 2006). Inoltre, le esportazioni in volume verso le regioni produttrici di petrolio sono state influenzate anche da fattori diversi dal rincaro del greggio, ad esempio l'integrazione dei paesi appartenenti alla CSI nell'economia mondiale.

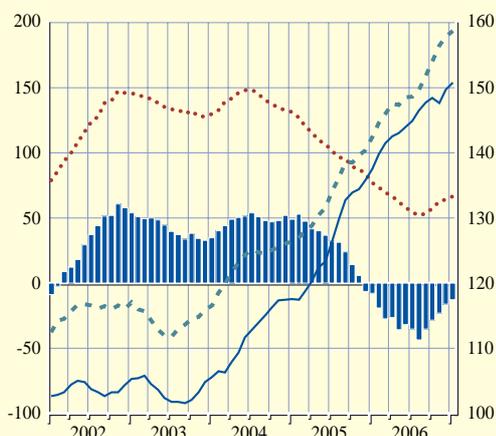
In sintesi, benché il prezzo elevato del petrolio abbia determinato un disavanzo nel conto corrente dell'area dell'euro, tale impatto sarebbe stato mitigato dagli effetti positivi sulle esportazioni dell'area connessi al reimpiego dei proventi petroliferi. Tali effetti potrebbero inoltre essere stati lievemente più favorevoli per l'area che per alcuni dei suoi concorrenti principali.

In un'ottica di più lungo periodo, a gennaio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un disavanzo di 12,8 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,2 per cento del PIL) poiché il disavanzo dei redditi e dei trasferimenti correnti ha più che compensato l'avanzo dei beni e dei servizi. Il lieve aumento del disavanzo corrente, da 7,8 miliardi di euro (un livello prossimo allo 0,1 per cento del PIL) un anno prima, è principalmente riconducibile al calo dell'avanzo dei beni risultante dai maggiori prezzi medi del petrolio e di altre materie prime nel periodo. In termini di media mobile a tre mesi, tuttavia, dalla metà del 2006 il movimento verso il basso del saldo commerciale e di quello corrente si è parzialmente invertito. Nel periodo più recente l'inversione ha tratto sostegno dalla robusta crescita delle esportazioni di beni e dalla moderazione delle importazioni. Quest'ultimo andamento va ricondotto in parte alla flessione dei corsi petroliferi nell'ultimo trimestre dello scorso anno (cfr. figura 32).

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

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)

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

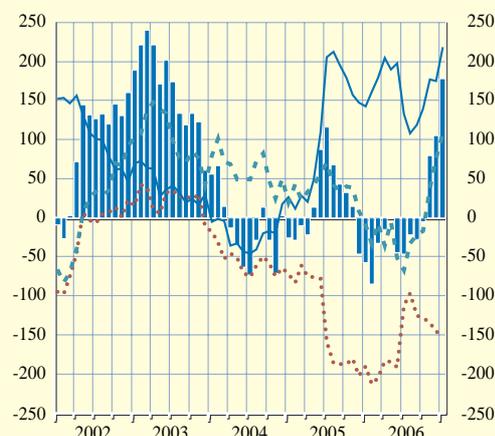


Fonte: BCE.

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

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

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



Fonte: BCE.

## CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a gennaio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti medi mensili per 24,6 miliardi di euro. Tale risultato va ricondotto ai flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (media mensile di 40,0 miliardi di euro), i quali hanno più che compensato i flussi netti in uscita per investimenti diretti (15,5 miliardi). Il conto degli investimenti di portafoglio ha registrato cospicui afflussi netti per titoli azionari, obbligazioni e notes e deflussi netti per strumenti del mercato monetario (cfr. tavola 8).

Nei dodici mesi fino a gennaio gli afflussi netti cumulati per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono stati pari a 178,5 miliardi di euro, contro deflussi netti per 57,3 miliardi un anno prima. Tale mutamento di direzione va ricondotto principalmente ai maggiori acquisti netti di titoli di portafoglio dell'area dell'euro da parte di non residenti e ai minori flussi netti in uscita per investimenti diretti (cfr. figura 33), nel contesto di prospettive favorevoli per l'economia dell'area.

# LA COMUNICAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA AI MERCATI FINANZIARI



*La comunicazione con il pubblico e i mercati finanziari è fondamentale per qualsiasi banca centrale perché può contribuire ad accrescere l'efficacia e la credibilità della politica monetaria. Il presente articolo passa in rassegna i principali effetti della comunicazione esterna della BCE sulla politica monetaria, con particolare riferimento al pubblico di esperti dei mercati finanziari e ai mezzi di informazione. Nell'ottobre del 1998 la BCE ha reso pubblica la propria strategia di politica monetaria (ovvero una definizione quantitativa di stabilità dei prezzi e un approccio a due pilastri per l'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi). Nel far questo, ha posto le fondamenta per il conseguimento di un elevato grado di credibilità e ha messo in rilievo il proprio impegno ad essere aperta e trasparente. Di conseguenza, la strategia ha contribuito ad ancorare l'inflazione attesa su livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE. La dichiarazione introduttiva alla conferenza stampa mensile è il veicolo principale della comunicazione della BCE. Essa spiega in dettaglio le decisioni di politica monetaria adottate, riporta il parere collettivo del Consiglio direttivo sull'orientamento di politica monetaria in tempo reale e attrae un interesse considerevole da parte degli operatori dei mercati finanziari, pur essendo nel contempo estesa a un pubblico più vasto attraverso i mezzi di informazione. Il Bollettino mensile fornisce, una settimana dopo la prima riunione mensile del Consiglio direttivo, un'analisi economica, finanziaria e monetaria più dettagliata e completa. Inoltre, i membri del Consiglio direttivo rilasciano interviste e discorsi a svariate tipologie di pubblico durante il periodo che intercorre fra una riunione e l'altra, spiegando le decisioni adottate e commentando tematiche inerenti alla sfera di competenza della BCE. Nel complesso, l'evidenza empirica conferma che la comunicazione aperta e tempestiva della BCE in merito a obiettivi, strategia e valutazione delle prospettive economiche si è riflessa in un elevato livello di prevedibilità delle proprie decisioni di politica monetaria. Inoltre, la ridotta volatilità del mercato negli anni recenti suffraga la tesi secondo cui la comprensione dell'assetto di politica monetaria della BCE e la sua comunicazione sono migliorate nel tempo.*

## I INTRODUZIONE

La comunicazione è fondamentale ai fini della trasparenza di una banca centrale. Contestualmente, e in parte in conseguenza, alla recente tendenza a livello mondiale all'indipendenza delle banche centrali, oggi giorno la trasparenza in materia di politica monetaria è considerata la migliore prassi nello svolgimento dell'attività di banca centrale<sup>1)</sup>. Ciò deriva dalla corrispondente necessità di una maggiore responsabilità per il proprio operato da parte delle banche centrali indipendenti nonché dalla crescente consapevolezza che la trasparenza e apertura possono aumentare l'efficacia della politica monetaria. Le banche centrali, pertanto, attribuiscono adesso maggior importanza alla comunicazione diretta al pubblico di quanto non avvenisse in passato. A sua volta, questo fenomeno ha interessato tutti gli aspetti della comunicazione, come l'annuncio e il chiarimento (e spesso la quantificazione) degli obiettivi di una banca cen-

trale, l'annuncio e la spiegazione delle decisioni di politica monetaria e la comunicazione dell'attuale valutazione da parte della banca centrale in merito alla situazione economica e alle relative prospettive.

Sebbene la BCE comunichi con un vasto numero di gruppi di destinatari, come il grande pubblico, le organizzazioni e gli enti politici, i mercati finanziari e i mezzi di informazione, il presente articolo si concentrerà sull'impatto dei canali tradizionali di comunicazione della politica monetaria a un pubblico di esperti dei mercati finanziari e ai mezzi di informazione. Lo scopo principale di questo articolo è di fornire un resoconto sul ruolo di tale comunicazione come strumento per accrescere l'efficacia complessiva della politica monetaria. La sezione 2 analizza la questione dal

1) Cfr. l'articolo *La trasparenza della politica monetaria della BCE* nel numero di novembre 2002 di questo Bollettino.

punto di vista concettuale. Da un lato, poiché l'incertezza da parte degli operatori privati riguardo ai meccanismi dell'economia e alla conduzione della politica monetaria potrebbe comportare rilevanti conseguenze negative, sussistono forti argomentazioni a favore di una comunicazione estesa. Dall'altro, c'è un bisogno di coerenza fra "parole e fatti"; questo articolo richiama l'attenzione sui limiti della comunicazione da parte della banca centrale quando sussiste un rischio che i pareri della stessa potrebbero mettere in secondo piano le informazioni private, incorporate nei prezzi dei mercati finanziari. Esso delinea, inoltre, i pro e i contro di un ampliamento del grado di trasparenza della banca centrale per quanto riguarda la comunicazione dell'orientamento di politica monetaria e delle relative tendenze future. La sezione 3 sintetizza l'evidenza empirica disponibile, in primo luogo analizzando l'impatto dell'annuncio di un obiettivo della banca centrale sull'inflazione attesa e sui risultati economici e, in secondo luogo, presentando in dettaglio l'impatto sui mercati finanziari di specifici strumenti di comunicazione. La sezione 4 riassume l'articolo e trae le conclusioni.

## 2 GLI EFFETTI DELLA COMUNICAZIONE: CONTESTO TEORICO

La trasparenza della banca centrale e il suo principale strumento, la comunicazione, sono importanti per l'efficacia, la credibilità e anche per la prevedibilità della politica monetaria. Le banche centrali moderne utilizzano una gamma di canali di comunicazione, come conferenze stampa, bollettini, interventi o minute, intesi ad accrescere la trasparenza, e quindi anche l'efficacia, della politica monetaria nell'ambito di una strategia della comunicazione ben definita. Ciò impone a una banca centrale di fornire in maniera aperta, chiara e tempestiva al grande pubblico e ai mercati finanziari tutte le informazioni rilevanti sul proprio mandato, sulla strategia adottata e sulla logica sottostante alle decisioni di politica monetaria.

La trasparenza rende la politica monetaria più efficace per almeno due motivi. In primo luogo, la chiarezza sul mandato e sui mezzi per perseguirlo aiuta una banca centrale ad alimentare la credibilità. Quando il pubblico e gli operatori percepiscono che una banca centrale è capace e determinata ad adempiere al proprio mandato, è probabile che le attese sui prezzi siano ancorate solidamente. In secondo luogo, la trasparenza aiuta gli operatori di mercato a comprendere la risposta sistematica della politica monetaria all'andamento dell'economia e agli shock economici, rendendo quindi più prevedibili le sue decisioni. La prevedibilità è auspicabile per le banche centrali in quanto riduce l'incertezza sui tassi di interesse e quindi agevola la determinazione dei prezzi delle attività. È possibile distinguere fra le nozioni di prevedibilità a breve e a lungo termine<sup>2)</sup>. La prevedibilità a breve termine è conseguita quando i mercati finanziari possono anticipare correttamente le decisioni di politica monetaria imminenti, mentre quella a lungo termine è legata alla capacità degli operatori dei mercati finanziari e del pubblico di comprendere l'assetto della politica monetaria, ovvero i suoi obiettivi e il relativo perseguimento coerente nel tempo. La prevedibilità a più lungo termine, quindi, comporta una strategia di politica monetaria trasparente e credibile. Ciò, a sua volta, aumenta l'efficacia della politica monetaria stessa fornendo un indirizzo agli operatori di mercato, che sono quindi in grado di formulare aspettative circa il futuro andamento dei prezzi in maniera più accurata.

Il solido ancoraggio delle aspettative inflazionistiche su livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi formulata da una banca centrale è di importanza cruciale per la conduzione della politica monetaria. Le banche centrali, attraverso le azioni di politica monetaria, possono influenzare direttamente solo i tassi di interesse a brevissimo termine. Tutta-

2) Cfr. l'articolo *La prevedibilità della politica monetaria della BCE* nel numero di gennaio 2006 di questo Bollettino.

via, le decisioni relative a consumi e investimenti nonché, in ultima istanza, l'andamento dei prezzi nel medio periodo sono stabiliti in base a considerazioni intertemporali su cui incidono, in larga misura, i tassi di interesse a più lungo termine. Questi, a loro volta, dipendono ampiamente dalle attese private relative alle decisioni future della banca centrale e dalla valutazione da parte del pubblico della capacità e determinazione di una banca centrale a conseguire il proprio obiettivo nel medio e lungo termine. In tal senso, sono auspicabili per le banche centrali livelli elevati di prevedibilità a lungo termine, e quindi di credibilità, in quanto questa condizione può comportare una trasmissione più immediata degli intenti di politica monetaria alle decisioni di investimento e consumo, accelerando quindi gli adeguamenti economici necessari.

Pertanto, un elevato livello di prevedibilità a più lungo termine in un contesto macroeconomico in evoluzione non comporta la comunicazione della tempistica e della portata esatte delle decisioni di politica monetaria, in quanto queste sono condizionate alle informazioni disponibili e non possono essere stabilite *a priori*. La prevedibilità su questi orizzonti dipende piuttosto dalla capacità del settore privato di tradurre l'evoluzione della congiuntura economica in un'anticipazione della direzione generale che sarà assunta da una banca centrale in materia di politica monetaria nell'ambito di una strategia ben definita e credibile.

#### LA COMUNICAZIONE DELLA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA

Per conseguire una prevedibilità a più lungo termine è fondamentale che la banca centrale sia trasparente e credibile riguardo al proprio obiettivo e che la sua comunicazione fornisca un aiuto alla comprensione, da parte dei mercati, della risposta sistematica della politica monetaria al variare del contesto economico.

Senza un fermo indirizzo sulla strategia e sull'obiettivo di politica monetaria, una banca centrale rischia che gli operatori di mercato correggano le proprie attese a più lungo ter-

mine puramente di riflesso alle circostanze correnti. Ad esempio, in assenza di informazioni circa l'obiettivo della banca centrale, gli shock a breve termine sull'inflazione influenzerebbero probabilmente le attese e determinerebbero una rivalutazione del tasso di inflazione che, secondo le previsioni del pubblico, prevarrà in futuro. Ciò potrebbe obbligare la banca centrale a reagire in maniera eccessivamente aggressiva a rischi inflazionistici al fine di segnalare la propria determinazione a salvaguardare la stabilità dei prezzi<sup>3)</sup>. Al contrario, una comunicazione precisa e coerente dell'obiettivo finale della banca centrale che ne regola le scelte a fronte di rischi che possono minacciare il conseguimento di tale obiettivo riduce al minimo la sensibilità delle aspettative agli shock a breve termine. Le attese di inflazione a lungo termine resteranno in linea con l'obiettivo della banca centrale e questo, a sua volta, agevolerà la conduzione della politica monetaria.

In questo contesto, un altro importante compito della banca centrale è spiegare al pubblico i limiti del proprio mandato e delle proprie possibilità in modo da non dare adito a false aspettative che risultino in una perdita di credibilità<sup>4)</sup>. In altre parole, una banca centrale dovrebbe comunicare i risultati che la politica monetaria può, e non può, conseguire. Ad esempio, considerati i tempi lunghi e variabili che caratterizzano il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, la banca centrale può controllare l'inflazione solo nel medio e più lungo termine e non può contrastare le variazioni a breve termine del tasso di inflazione che sono causate dalle componenti più variabili dell'indice dei prezzi (come i prezzi dei beni energetici e dei prodotti alimentari). Nel contempo la politica monetaria non può

3) Cfr. Orphanides, A., Williams, J. (2002), "Imperfect knowledge, inflation expectations, and monetary policy", in Bernanke, B., Woodford, M. (a cura di), *The inflation targeting debate*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 201-234.

4) Cfr. Issing, O. (2005), "Communication, transparency, accountability: Monetary policy in the twenty-first century", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, marzo/aprile 2005, pp. 65-83.

influire direttamente sul tasso di crescita della produttività e del prodotto potenziale. Essa può, tuttavia, contribuire a creare un contesto macroeconomico favorevole per le decisioni di consumo e investimento garantendo un'inflazione contenuta e stabile, riducendo così l'incertezza complessiva nell'economia. Pertanto, attraverso una comunicazione efficace e coerente sulla strategia, gli obiettivi e i vincoli di politica monetaria, la banca centrale può ridurre i costi associati a tale incertezza per consumatori e investitori, nonché promuovere il benessere e la crescita economici.

A tale proposito, la pubblicazione della strategia di politica monetaria della BCE nell'ottobre 1998, ovvero la definizione quantitativa della stabilità dei prezzi da mantenersi nel medio termine e un approccio a due pilastri all'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi, ha costituito la base per una comunicazione aperta e coerente negli anni successivi<sup>5)</sup>. L'approfondita valutazione della strategia della BCE nel maggio 2003 ha portato a un ulteriore chiarimento di questi elementi fondamentali e ha agevolato la comunicazione e la comprensione future della strategia di politica monetaria della BCE. In particolare, il Consiglio direttivo ha chiarito l'aspetto della comunicazione relativo al ruolo della verifica incrociata delle informazioni provenienti dall'analisi economica e monetaria nella formulazione del giudizio complessivo sui rischi per la stabilità dei prezzi.

In tal senso, la strategia è servita sia da quadro di riferimento per le discussioni di politica monetaria negli organi decisionali sia, nel contempo, da veicolo per spiegare la conduzione della politica monetaria al pubblico. Sin dal principio, essa ha contribuito a garantire coerenza fra l'analisi interna e la comunicazione esterna, che è l'essenza della trasparenza. Inoltre, la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi è funzionale anche allo scopo della responsabilità per il proprio operato stabilendo un punto di riferimento a fronte del quale può essere misurato il successo della BCE nel mantenere la stabilità dei prezzi<sup>6)</sup>.

Una considerazione importante è che, dichiarando l'obiettivo primario di politica monetaria in termini quantitativi e annunciando una strategia di politica monetaria esplicita, la BCE ha posto le basi per consentire agli operatori di mercato di formulare le proprie aspettative in maniera più efficace. Di conseguenza, le aspettative inflazionistiche a medio e lungo termine basate sia sulle indagini sia sul mercato nell'area dell'euro sono rimaste relativamente ben ancorate su livelli in linea con l'obiettivo quantitativo della BCE, anche in occasioni in cui l'inflazione era soggetta a una momentanea volatilità generata da shock avversi sul lato della domanda e dell'offerta.

#### **LA COMUNICAZIONE DELL'ORIENTAMENTO DI POLITICA MONETARIA**

In un contesto di informazioni incomplete sullo stato dell'economia e del suo funzionamento, l'effettiva comprensione della strategia e dell'obiettivo della banca centrale è una condizione necessaria, ma non sufficiente, perché gli operatori di mercato formulino aspettative corrette in merito al corso futuro della politica monetaria. In qualsiasi momento possono emergere discordanze fra le aspettative del settore privato e quelle della banca centrale a causa delle differenze di interpretazione e valutazione dello stato dell'economia e delle relative risposte della politica monetaria. Le banche centrali, pertanto, compiono sforzi considerevoli per spiegare la logica economica alla base delle decisioni di politica monetaria fornendo analisi dettagliate ed esaustive sulle condizioni economiche e monetarie correnti nonché esprimendo le proprie attese condizionate in merito all'evoluzione futura più probabile dell'economia. Nel far questo, la banca centrale combina l'interpretazione dell'evidenza più recente con la valutazione delle implicazioni dello stato prevalente dell'economia per stabilire l'orientamento della politica monetaria. Sulla base

5) Cfr. l'articolo *La comunicazione esterna della Banca centrale europea* nel numero di febbraio 2001 di questo Bollettino.

6) Cfr. l'articolo *La responsabilità della BCE per il proprio operato* nel numero di novembre 2002 di questo Bollettino.

di tali spiegazioni, gli osservatori possono approfondire continuamente la comprensione dei comportamenti sistematici della politica monetaria, determinando un elevato livello di prevedibilità a breve e lungo termine.

Nonostante questo grado elevato di trasparenza e prevedibilità, viene rivolta alle banche centrali una crescente domanda di ulteriori indicazioni circa le tendenze future di politica monetaria. Si sostiene che ciò possa ridurre il rischio e la volatilità nei mercati finanziari e consentire un adeguamento più graduale dell'economia e, in particolare, del mercato monetario alle variazioni dei tassi di riferimento. Inoltre, ciò semplificherebbe la spiegazione del processo decisionale in materia di politica monetaria<sup>7)</sup>. In pratica, le banche centrali ricorrono a diverse forme di comunicazione dell'indirizzo futuro che possono variare nel tempo e che dipendono in larga misura dalla strategia di politica monetaria nonché dallo stato dell'economia. Si possono distinguere sostanzialmente tre approcci diversi. Innanzitutto, una banca centrale può fornire indicazioni qualitative ai mercati finanziari sulla direzione futura della politica monetaria attraverso l'impiego nella comunicazione esterna di un linguaggio implicitamente rivolto verso il futuro. Queste indicazioni condizionate sono fornite soprattutto attraverso la spiegazione esaustiva degli andamenti economici e monetari e la valutazione delle loro probabili implicazioni ai fini dell'obiettivo di stabilità dei prezzi nel futuro a medio termine. In secondo luogo, una banca può rilasciare dichiarazioni sull'inclinazione della politica monetaria ("*policy bias*") o valutazioni dei rischi complessivi che forniscono un indirizzo indiretto circa la probabile direzione futura di politica monetaria subordinata alle informazioni disponibili. Infine, le banche centrali possono fornire previsioni di inflazione condizionate, elaborate sulla base di ipotesi specifiche per i tassi di interesse a breve termine, oppure pubblicare un percorso quantificato per l'evoluzione dei tassi di interesse a breve termine in linea con l'esercizio di proiezione interno.

A questi diversi tipi di indirizzo sono associati diversi rischi. Ad esempio, gli operatori dei mercati finanziari e il pubblico possono percepire queste indicazioni quasi come una promessa oppure come un grado elevato di impegno, senza comprendere il carattere condizionale della sequenza di tassi di interesse a breve termine annunciata<sup>8)</sup>. Se una banca centrale è costretta ad agire in maniera contraria a quanto aveva indicato in precedenza, in risposta al sopraggiungere di nuove informazioni e a una rivalutazione dello stato dell'economia, ciò potrebbe essere interpretato come una incapacità della banca centrale e potrebbe ledere la sua reputazione e credibilità, anche qualora essa avesse argomentazioni convincenti per giustificare la rivalutazione delle condizioni economiche di fondo. Inoltre, una banca centrale può trovarsi di fronte a un *trade-off* fra influenzare le attese del mercato o utilizzarle per estrarne informazioni utili<sup>9)</sup>. Le misure delle attese di crescita e dell'inflazione basate sul mercato fungono da importanti controlli incrociati della politica monetaria nella valutazione della banca centrale circa lo stato dell'economia e la sua probabile evoluzione futura. Fornendo un indirizzo diretto sul corso futuro dei tassi di politica monetaria, le banche centrali rischiano di ridurre il valore di questi indicatori come fonte di informazione indipendente.

La banca centrale pertanto deve scegliere una strategia di comunicazione appropriata e, soprattutto, il grado di indirizzo esplicito alla luce della propria valutazione dell'impatto della comunicazione sull'efficacia della politica monetaria. La comunicazione è insufficiente da sola per assicurare un impatto durevole sulla formu-

7) Cfr. Woodford, M. (2005), *Central bank communication and policy effectiveness*, Working Paper del NBER, n. 11898.

8) Cfr. Goodhart, C.A.E. (2001), "Monetary transmission lags and the formulation of the policy decision on interest rates", *Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Review*, luglio/agosto 2001, pp. 165-182.

9) Cfr. Morris, S., Shin, H. (2002), "Social value of public information", *American Economic Review* 92(5), pp.1521-1534.

lazione delle aspettative da parte degli operatori dei mercati finanziari. In ultima istanza, per guidare le attese circa i tassi di interesse occorre non solo una comunicazione lungimirante, bensì anche una coerenza fra “parole e fatti” e una tradizione di decisioni di politica monetaria a sostegno della credibilità della banca centrale. Inoltre, le comunicazioni dell’indirizzo futuro dovrebbero essere studiate in modo da non scoraggiare un’attività fondamentale intrapresa nei mercati finanziari, quale il costante approfondimento della comprensione da parte di tali mercati del profilo sistematico con cui la politica monetaria reagisce a diverse condizioni economiche e monetarie. Infine, in talune circostanze, la comunicazione di una banca centrale può scalzare le informazioni private. Ciò potrebbe ostacolare, almeno temporaneamente, l’estrazione di segnali significativi dagli indicatori del mercato finanziario che generalmente vanno ad alimentare il processo decisionale in materia di politica monetaria <sup>10</sup>).

### **3 EVIDENZA EMPIRICA SUGLI EFFETTI DELLA COMUNICAZIONE**

Le considerazioni a livello teorico delineate nella precedente sezione hanno messo in risalto una serie di potenziali vantaggi che possono derivare da una comunicazione chiara e trasparente. Se tali vantaggi si concretizzano nella realtà, però, resta una questione empirica. Questa sezione riassume l’evidenza empirica disponibile analizzando, in primo luogo, l’impatto dell’annuncio dell’obiettivo e della strategia di banca centrale sull’inflazione attesa e sulla *performance* economica e, in secondo, presentando un approfondimento sull’impatto che alcuni strumenti di comunicazione della BCE esercitano sui mercati finanziari.

#### **3.1 LA COMUNICAZIONE DELL’OBIETTIVO E DELLA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA**

Come riportato nella sezione 2, l’adozione e l’annuncio della strategia di politica monetaria nonché dei relativi obiettivi costituiscono da soli un importante passo verso la

trasparenza in materia di politica monetaria. In particolare, l’annuncio di una definizione quantitativa di stabilità dei prezzi fornisce un metro chiaro e misurabile sulla base del quale la banca centrale può essere valutata per il proprio operato, indirizzando nel contempo il pubblico in modo che le attese sul futuro andamento dei prezzi possano essere formulate con maggiore efficacia e accuratezza. In pratica, la maggioranza dei paesi industrializzati ha adottato una qualche forma di obiettivo di inflazione oppure (come nel caso della BCE) ha fornito una definizione quantitativa precisa di stabilità dei prezzi come elemento fondamentale del quadro di riferimento per la conduzione della politica monetaria.

Esiste una chiara evidenza empirica secondo cui le attese di inflazione sono effettivamente influenzate dall’annuncio di una definizione quantitativa di stabilità dei prezzi, a sostegno della tesi secondo cui un obiettivo chiaro e trasparente può fungere da punto focale per l’inflazione attesa dagli operatori. Le banche centrali hanno istituito una solida tradizione al riguardo. Di fatto, i risultati empirici confermano che la definizione precisa di stabilità dei prezzi, o l’annuncio di un obiettivo di inflazione, riduce l’inflazione attesa. Inoltre, le attese di inflazione non sono più connesse con l’inflazione passata e, nel contempo, tendono a non reagire alle notizie macroeconomiche <sup>11</sup>). L’evidenza empirica, pertanto, suggerisce che un obiettivo trasparente e chiaro favorisce l’ancoraggio delle attese di inflazione su livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi formulata dalla banca centrale.

10) Amato, J., Morris, S., Shin, H. (2002), “Communication and monetary policy”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 18, n. 4, pp. 495-503.

11) Cfr. Johnson, D. (2002), “The effect of inflation targeting on the behavior of expected inflation: evidence from an 11 country panel”, *Journal of Monetary Economics* 49, pp. 1521-1538; Levin, A. T., Natalucci, F. M., Piger, J. M. (2004), *Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes*, Working Paper della BCE n. 383 e Gürkaynak, R., Levin, A., Swanson, E. (2006), *Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from long-term bond yields in the US, UK and Sweden*, Working Paper della Federal Reserve Bank of San Francisco n. 2006-09.

Tuttavia, ciò non comporta automaticamente che si abbia un effetto anche sull'inflazione corrente e sulla relativa dinamica. Anche qui si deve dirimere la questione empiricamente. Nelle analisi su un insieme di paesi, si è riscontrato che l'esistenza di un obiettivo quantitativo ha un impatto significativo sul livello dell'inflazione. A tale riguardo, è in primo luogo la quantificazione dell'obiettivo ad avere importanza, più che la sua forma esatta. Sebbene anche gli obiettivi in termini quantitativi di tasso di cambio e monetari tendano a ridurre l'inflazione effettiva, gli effetti più rilevanti sono stati riscontrati per le banche centrali che hanno annunciato una definizione precisa di stabilità dei prezzi. Si è rilevato inoltre che, in presenza di una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, non solo l'inflazione è più bassa, ma anche risente dei valori passati in misura significativamente inferiore <sup>12)</sup>.

In sintesi, l'evidenza empirica suggerisce chiaramente che l'annuncio e, in particolare, la definizione in termini quantitativi dell'obiettivo di una banca centrale sono vantaggiosi, dal momento che agevolano la conduzione della politica monetaria attraverso gli effetti sulle attese degli operatori privati e facilitano il conseguimento di buoni risultati macroeconomici. Il riuscito ancoraggio delle attese inflazionistiche da parte della BCE ne è un chiaro esempio: la pubblicazione della strategia di politica monetaria della BCE, comprendente una definizione quantitativa di stabilità dei prezzi e un approccio a due pilastri per l'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi, ha svolto in tutta evidenza la funzione di punto focale per le attese di inflazione <sup>13)</sup>.

### 3.2 LA COMUNICAZIONE DELL'ORIENTAMENTO DI POLITICA MONETARIA

È impossibile per una banca centrale comunicare *a priori* tutti i fattori contingenti in modo tale che il pubblico possa sempre dedurre perfettamente la valutazione della banca centrale semplicemente interpretando i dati macroeconomici in arrivo. Pertanto, anche se l'obiettivo

di politica monetaria di una banca centrale e la relativa strategia sono in genere ben compresi, essa deve tuttavia comunicare la propria valutazione della situazione economica contestuale e l'orientamento di politica monetaria.

Gli effetti di tale comunicazione possono essere analizzati al meglio attraverso le reazioni dei mercati finanziari per tre ragioni. Innanzitutto, è probabile che gli operatori dei mercati finanziari attribuiscono importanza a questo tipo di comunicazione, in quanto le informazioni fornite possono consentire loro di regolare le posizioni di mercato adottate in attesa delle imminenti decisioni di politica monetaria. In secondo luogo, i mercati finanziari reagiscono in maniera rapida e tempestiva, il che consente di individuare un profilo di risposta nelle analisi empiriche. Infine, i dati ad elevata frequenza infragiornaliera consentono di isolare l'impatto della comunicazione sui mercati finanziari. Di conseguenza, lo studio degli effetti della comunicazione da parte delle banche centrali in merito all'orientamento di politica monetaria è strettamente connesso alla misurazione della prevedibilità delle decisioni di politica monetaria. Nel contempo, però, è difficile giudicare l'efficacia della comunicazione utilizzando questo metodo: le reazioni dei mercati finanziari possono essere indotte da una comunicazione efficace quanto inefficace. Nel primo caso, le informazioni saranno trasmesse in modo adeguato e in linea con le intenzioni, mentre nel secondo la comunicazione causerà prevalentemente un aumento della volatilità sui mercati finanziari. È pertanto importante tenere presente che gli effetti della comunicazione di una banca centrale sui mercati finanziari possono essere interpretati in maniera diversa quando si tratta di misurarne l'efficacia.

12) Cfr. Fatas, A., Mihov, I., Rose, A. (2007), "Quantitative goals for monetary policy", di prossima pubblicazione, *Journal of Money, Credit and Banking*; Levin, A. T., Natalucci, F. M., Piger, J. M. (2004), *Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes*, Working Paper della BCE n. 383.

13) Per una rassegna completa delle varie misure dell'inflazione attesa disponibili per l'area dell'euro e i relativi risultati, cfr. l'articolo *Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.

Da un punto di vista concettuale, è possibile e utile distinguere vari tipi di comunicazione che contengono la valutazione delle condizioni economiche effettuata periodicamente dalla banca centrale, come gli annunci e le spiegazioni di una determinata decisione di politica monetaria nei giorni delle riunioni del Consiglio direttivo, le informazioni fornite nel periodo che intercorre fra una riunione e l'altra nonché la comunicazione delle propensioni del Consiglio direttivo in materia di politica monetaria.

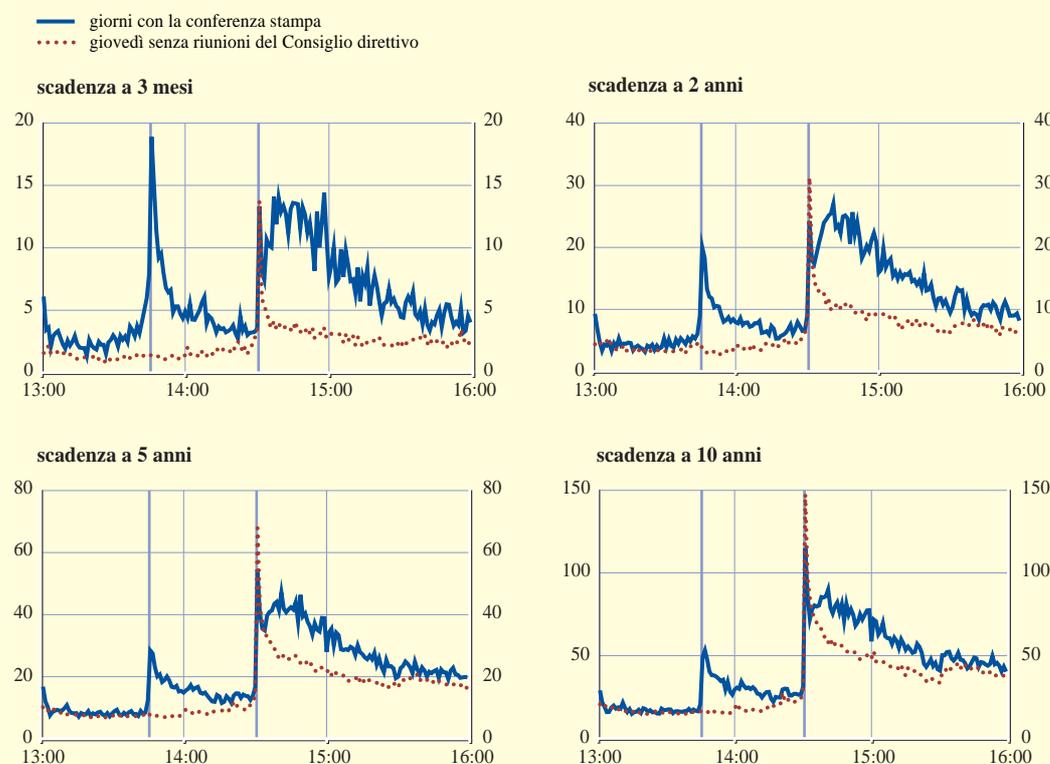
#### ANNUNCIO E SPIEGAZIONE DELLE DECISIONI DI POLITICA MONETARIA

È prassi comune fra le banche centrali informare il pubblico sulle decisioni di politica monetaria non appena sono adottate. Sebbene

la maggior parte delle banche centrali forniscano nella stessa occasione anche spiegazioni di una data decisione, esse lo fanno in misura diversa, con la conferenza stampa della BCE che rappresenta uno degli approcci più tempestivi e approfonditi. La dichiarazione introduttiva costituisce il principale strumento di comunicazione a tale riguardo in quanto riporta il parere collettivo del Consiglio direttivo della BCE sull'orientamento di politica monetaria in tempo reale. Essa è seguita da una sessione di domande e risposte con i rappresentanti dei mezzi di informazione.

La figura 1 mostra l'attività di negoziazione in numerosi mercati di contratti *future* in una finestra temporale compresa fra le 13:00

Figura 1 Confronto tra la media degli scambi per minuto nei giorni della conferenza stampa e nei giovedì in cui non si sono tenute le riunioni del Consiglio direttivo, 1999-2006



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: le linee verticali spesse indicano l'ora in cui viene annunciata la decisione di politica monetaria, 13:45, e l'inizio della conferenza stampa della BCE, 14:30. Scadenza a 3 mesi: *future* sull'Euribor a 3 mesi scambiato sul LIFFE; scadenza a 2 anni: *future* sullo Schatz tedesco a 2 anni scambiato sull'EUREX; scadenza a 5 anni: *future* sul Bobl, tedesco scambiato sull'EUREX; scadenza a 10 anni: *future* sul Bund tedesco scambiato sull'EUREX. L'aumento significativo degli scambi alle 14:30 nei giorni di conferenza stampa e negli altri giovedì è legato anche all'apertura dei mercati americani e alla diffusione dei dati settimanali sulle richieste di sussidi di disoccupazione negli Stati Uniti.

e le 16:00 nei giorni della conferenza stampa mensile (linea blu) e nei giovedì (ovvero lo stesso giorno della settimana) in cui non si tengono riunioni del Consiglio direttivo (linea rossa tratteggiata), espressa in media per minuto relativamente al periodo 1999-2006<sup>14</sup>. È evidente che le negoziazioni aumentano significativamente in risposta all'annuncio della decisione di politica monetaria alle 13:45, ma anche nella finestra temporale della conferenza stampa, ovvero nel periodo successivo alle 14:30. Questo dato fornisce una prima indicazione che sia l'annuncio della decisione sia la comunicazione connessa costituiscono una fonte di informazione per i mercati finanziari.

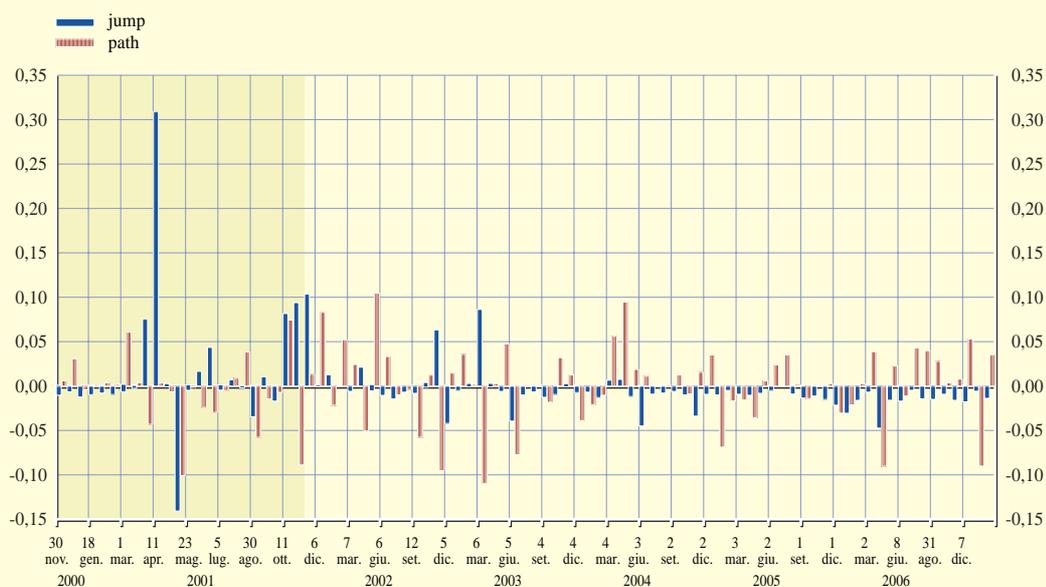
Tale indicazione trova conferma se si separano le notizie "jump" da quelle "path" contenute nella comunicazione della BCE nei giorni di riunione del Consiglio direttivo, come si evince dalla figura 2. Le notizie "jump" indicano il grado in cui una data decisione di politica

monetaria ha determinato reazioni dei mercati finanziari, sulla base delle variazioni della curva dei rendimenti del mercato monetario nel segmento a breve (a circa un mese). Un valore positivo (negativo) nella figura 2 significa che i tassi di mercato monetario a breve termine sono aumentati (diminuiti) nei giorni di riunione del Consiglio direttivo; le dimensioni dell'indicatore corrispondono all'ordine di grandezza della reazione del mercato. Le notizie "path", invece, si basano su variazioni nel segmento a medio termine della curva dei rendimenti del mercato monetario (su un orizzonte temporale di circa metà anno o più), che non si spiegano con cambiamenti di attese negli orizzonti brevi. Tali variazioni riflettono le revisioni dell'andamento futuro atteso sulla politica monetaria nel medio termine. È

14) Per evidenze connesse, cfr. Andersson, M. (2007), *Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions*, Working Paper della BCE n. 726.

**Figura 2** Scomposizione delle variazioni della struttura a termine dei tassi di interesse del mercato monetario nei giorni di riunione del Consiglio direttivo

(percentuali per anno)



Fonte: Brand, C., D. Buncic and J. Turunen (2006), "The impact of ECB monetary policy decisions and communication on the yield curve", Working Paper della BCE n. 657.

Note: l'area scura indica il periodo in cui le riunioni avvenivano con frequenza quindicinale, eccetto per la riunione del 30 agosto 2001 quando sono trascorse quattro settimane tra le due riunioni consecutive. Gli indicatori sono misure statistiche costruite sulla base delle variazioni della struttura a termine dei tassi di interesse del mercato monetario nei giorni di riunione del Consiglio direttivo.

interessante notare che le notizie “*path*” sono strettamente connesse alle variazioni dei mercati nel corso della conferenza stampa della BCE, suggerendo che la comunicazione che accompagna l’annuncio della decisione del Consiglio può comportare variazioni significative nelle attese del mercato circa il corso della politica monetaria. La figura 2 indica chiaramente che l’effetto sorpresa delle decisioni di politica monetaria, approssimato dalle notizie “*jump*”, sono considerevolmente diminuite nel tempo, lasciando un ruolo più importante alla parte della comunicazione relativa al futuro.

Questa evidenza suggerisce che i mercati finanziari reagiscono alla conferenza stampa della BCE. Dal momento che essa è indirizzata ai mezzi di informazione generici oltre ai mercati finanziari e ai servizi di informazione finanziaria, è interessante sapere come essa si rifletta nei mezzi di informazione, soprattutto perché ciò consente alla comunicazione della BCE di raggiungere un pubblico più vasto. L’analisi quantitativa delle informazioni riferite dagli organi di stampa in risposta alla conferenza stampa della BCE, basata su un campione di 57 giornali nazionali e internazionali, mostra che, in media, le informazioni riportate sono ampie, seppure soggette a variazioni notevoli. La maggior parte di tali variazioni si riscontrano nel tempo e sono imputabili alle caratteristiche della decisione di politica monetaria, delle attese e delle reazioni del mercato nonché del contesto macroeconomico <sup>15)</sup>.

#### LA COMUNICAZIONE NELL’INTERVALLO FRA LE RIUNIONI

Benché la conferenza stampa della BCE sia il canale di comunicazione più importante per la spiegazione delle decisioni di politica monetaria e la comunicazione della valutazione contestuale della BCE sulla situazione economica e l’orientamento di politica monetaria, nel periodo che intercorre fra una riunione e l’altra sono fornite ulteriori informazioni mediante discorsi, interviste e dichiarazioni pubbliche. La tavola mostra che i discorsi e le

#### Variazione dei tassi di interesse dell’area dell’euro in risposta a dichiarazioni e interviste dei membri del Consiglio direttivo (1999-2004)

(punti base)

	Reazione dei mercati alle dichiarazioni e interviste
Tassi di interesse a 3 mesi	2,05 <sup>1)</sup>
Tassi di interesse a 6 mesi	1,57 <sup>1)</sup>
Tassi di interesse a 1 anno	2,47 <sup>1)</sup>
Tassi di interesse a 2 anni	2,48 <sup>1)</sup>
Tassi di interesse a 5 anni	1,96 <sup>1)</sup>
Tassi di interesse a 10 anni	0,61
Tassi di interesse a 30 anni	0,44

Fonte: Ehrmann, M. and M. Fratzscher (2005), *Communication and decision-making by central bank committees: different strategies, same effectiveness?*, Working Paper della BCE n. 557, di prossima pubblicazione nel Journal of Money, Credit and Banking.

Note: la tavola mostra le variazioni dei tassi di interesse (in punti base) in risposta alle dichiarazioni e interviste dei membri del Consiglio direttivo. Elaborazioni basate su dati giornalieri.

1) Indica un livello di significatività statistica del 99 %.

interviste rilasciati dai membri del Consiglio direttivo influiscono potenzialmente sui tassi di interesse per quasi l’intera gamma delle scadenze, da quelle molto brevi fino a cinque anni. Se sono percepiti dai mercati come indicativi di una propensione all’inasprimento della politica monetaria, essi determinano un aumento dei tassi e, se sono percepiti come indicativi di una propensione all’allentamento, comportano tassi più bassi. Dato che l’evidenza si basa su una serie selezionata di discorsi e interviste che hanno maggiori probabilità di determinare variazioni nei mercati finanziari <sup>16)</sup>, gli effetti riportati nella tavola risultano significativi, con uno spostamento medio dei tassi di interesse dai tre mesi ai cinque anni riconducibile alle dichiarazioni pari a 1,5-2,5 punti base.

Un principio guida in questo tipo di comunicazione da parte dei membri del Consiglio

15) Per maggiori dettagli cfr. Berger, H., Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2006), *Monetary policy in the media*, Working Paper della BCE n. 679.

16) Le dichiarazioni selezionate sono state riportate da servizi di informazione finanziaria e contengono i termini “tassi di interesse”, “inflazione” o “politica monetaria”. Inoltre sono comprese solo se imperniate sulle prospettive future.

direttivo è la politica “della singola voce”, per cui i pareri espressi sono quelli del Consiglio direttivo nel suo complesso. L’adozione di questo principio si è basata in origine su considerazioni di carattere teorico, secondo cui una comunicazione collegiale può fornire maggiore chiarezza e comprensione generale fra il pubblico. L’importanza di questa politica è stata sostenuta di recente dall’evidenza empirica comparativa internazionale, che ha stabilito che la prevedibilità delle decisioni di politica monetaria, nonché la volatilità dei mercati, risentono di una comunicazione più discordante fra membri del comitato di banca centrale. Tenendo conto del grado di incertezza del mercato e di quella macroeconomica (entrambe potrebbero avere un effetto indipendente sul grado di prevedibilità di una particolare decisione di politica monetaria), si rileva che una comunicazione meno uniforme dei membri del comitato della banca centrale peggiora la capacità dei mercati finanziari di anticipare le decisioni future di politica monetaria e determina un aumento del grado di incertezza nel mercato<sup>17)</sup>.

#### LA COMUNICAZIONE DELLE INTENZIONI IN MATERIA DI POLITICA MONETARIA

Come menzionato nella sezione 2, le banche centrali possono talvolta trovare conveniente fornire ai mercati finanziari una indicazione circa le proprie intenzioni future in materia di politica monetaria. Un esempio è costituito dai punti di svolta nella politica monetaria, come la recente fase di correzione iniziata nel dicembre 2005, dopo il prolungato periodo di tassi di riferimento stabili, in quanto esse costituiscono una sfida particolare per la politica monetaria e i mercati finanziari. A tale riguardo, la BCE ha seguito un approccio pragmatico e flessibile. Nel tener conto del contesto specifico in cui la politica monetaria operava, la BCE ha impartito un indirizzo implicito ai mercati nel più breve termine, senza impegnarsi *a priori* né compromettere la propria flessibilità per quanto riguarda le future decisioni di politica monetaria. Inoltre, la BCE ha dichiarato che le future decisioni di politica monetaria sono sempre condizionate all’esito delle analisi economiche e monetarie periodiche che essa stessa conduce.

Come si evince dalla portata minore delle notizie “*jump*” e “*path*” negli ultimi tempi (cfr. figura 2), un esame dell’esperienza recente indica che, nel complesso, l’approccio della comunicazione della BCE ha continuato a favorire un livello elevato di prevedibilità a breve termine, portando l’incertezza di mercato complessiva circa l’evoluzione futura dei tassi di riferimento su un livello storicamente basso. Ciò suffraga altresì la tesi secondo cui la comprensione dell’assetto di politica monetaria della BCE e della relativa comunicazione è migliorata nel tempo.

#### 4 CONCLUSIONI

La comunicazione è parte integrante della politica monetaria. Una valida comunicazione concorre in misura notevole all’efficacia, alla credibilità e alla prevedibilità della politica monetaria. Ciò contribuisce a ridurre l’incertezza sull’inflazione e, quindi, a garantire un solido ancoraggio delle aspettative di inflazione. Sin dal principio, la BCE è stata aperta e trasparente in merito a strategia e obiettivo di politica monetaria, chiara circa la definizione di stabilità dei prezzi e prevedibile nelle sue decisioni. La conferenza stampa mensile, in particolare con la dichiarazione introduttiva, fornisce una spiegazione dettagliata e tempestiva delle decisioni di politica monetaria ed è articolata secondo le linee della strategia di politica monetaria della BCE. Essa riferisce il parere collettivo del Consiglio direttivo della BCE sull’orientamento di politica monetaria in tempo reale, evitando così il rischio che un ritardo nell’annuncio delle valutazioni sottostanti alle decisioni di politica monetaria possa influire sugli operatori di mercato e aumentare la volatilità.

L’evidenza empirica conferma che la pubblicazione della strategia di politica monetaria della BCE, ivi compresa una definizione di stabilità dei prezzi e un approccio a due pilastri per

17) Cfr. Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2005), *How should central banks communicate?*, Working Paper della BCE n. 557.

l'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi, ha contribuito alla riuscita dell'ancoraggio delle attese di inflazione nell'area dell'euro. Le banche centrali con obiettivi quantitativi e solide strategie riescono ad ancorare più saldamente le aspettative di inflazione. È stato riscontrato che la prassi di annunciare e spiegare le decisioni di politica monetaria non appena adottate migliora la comprensione da parte del mercato della politica monetaria e ne rende più efficace l'attuazione. Nel caso di banche centrali molto prevedibili, nei giorni di annuncio i principali effetti sul mercato, soprattutto nei segmenti a più lungo termine della curva dei rendimenti, scaturiscono meno dall'annuncio della decisione e più dalla comunicazione connessa.

Quanto ai discorsi e alle interviste, essi hanno una potenziale influenza sui tassi di interesse quasi nell'intera gamma delle scadenze. L'evi-

denza empirica ha altresì confermato i vantaggi che derivano dal principio "della voce singola" adottato dal Consiglio direttivo. Si è riscontrato che una comunicazione più discordante da parte dei responsabili cui competono le decisioni riduce la capacità dei mercati finanziari di anticipare le decisioni di politica monetaria e innalza il grado di incertezza dei mercati.

Infine, attraverso l'uso flessibile di un linguaggio implicito imperniato sulle prospettive future nella valutazione economica e monetaria periodica, la BCE è riuscita a imprimere un indirizzo implicito circa le proprie intenzioni negli orizzonti a brevissimo termine, seppur evitando qualsiasi tipo di impegno *a priori* per quanto riguarda le future decisioni di politica monetaria e accrescendo la comprensione da parte degli operatori di mercato della direzione generale di politica monetaria della BCE.

# ORIGINI E IMPLICAZIONI DEI DIFFERENZIALI DI CRESCITA DEL PRODOTTO NELL'AREA DELL'EURO

*Differenze temporanee di crescita del prodotto all'interno di una regione costituiscono una caratteristica normalmente presente in qualunque unione monetaria e di conseguenza anche nell'area dell'euro. Esse possono riflettere l'esistenza di economie in fase di recupero del divario (catching up) oppure rappresentare la conseguenza naturale di shock asimmetrici. Il loro persistere può tuttavia rispecchiare anche politiche economiche nazionali inadeguate oppure, in generale, inefficienze strutturali nei singoli paesi e un malfunzionamento dei meccanismi di aggiustamento.*

*Su tale sfondo, questo articolo prende in esame i principali fatti stilizzati relativi ai differenziali di crescita del prodotto tra i paesi dell'area dell'euro, i possibili fattori sottostanti e le connesse implicazioni sul piano delle politiche economiche. L'articolo è strutturato nella maniera seguente: la prima sezione riporta l'evidenza empirica disponibile sui suddetti differenziali in una prospettiva storica; la seconda illustra le possibili determinanti; la terza esamina alcune implicazioni sul piano delle politiche nel contesto dell'UEM e la quarta trae alcune conclusioni.*

*L'analisi presentata risente di una serie di limiti. In particolare, l'articolo utilizza vari approcci complementari ma non unificati poiché non esiste ancora uno schema unico e completo che consenta una valutazione pienamente integrata dei numerosi fattori alla base dei differenziali di crescita del prodotto.*

## I FATTI STILIZZATI RELATIVI AI DIFFERENZIALI DI CRESCITA DEL PRODOTTO FRA I PAESI DELL'AREA DELL'EURO

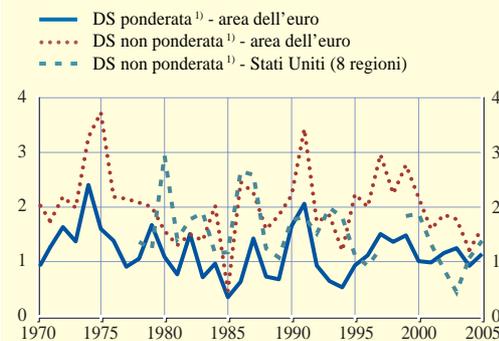
Le attuali differenze di crescita del prodotto nell'area dell'euro non sono ampie rispetto né ai parametri storici né ad altre aree geografiche di riferimento.

La figura 1 mostra come la dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali fra i paesi dell'area dell'euro<sup>1)</sup> misurata dalla deviazione standard non ponderata oscilli da 35 anni attorno a un livello di due punti percentuali, senza evidenziare alcuna apparente tendenza al rialzo o al ribasso. Lo stesso vale per la dispersione misurata dalla deviazione standard ponderata, che nello stesso periodo ha oscillato attorno a un punto percentuale<sup>2)</sup>. Dal 1999, anno di avvio della terza fase dell'UEM, il grado di dispersione medio annuo è lievemente diminuito nei 12 paesi dell'area in esame.

In termini di confronto con altre aree monetarie, l'attuale grado di dispersione della crescita nell'area dell'euro misurato dalla deviazione standard non ponderata non sembra significativamente diverso da quello osservato tra le regioni o gli Stati che compongono gli Stati Uniti (cfr. figura 1)<sup>3)</sup>.

**Figura 1** Dispersione del tasso di crescita del PIL, in termini reali, tra i paesi dell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonte: stime della BCE basate sui dati della Commissione europea e US Bureau of Economic Analysis (BEA).

Note: i dati tedeschi si riferiscono alla Germania occidentale fino al 1991. L'area dell'euro non include la Slovenia.

I dati regionali per gli Stati Uniti presentano un *break* nel 1998. Per gli stati e le regioni degli Stati Uniti i dati si riferiscono al prodotto regionale lordo. Le otto regioni, in cui è suddiviso l'intero territorio degli Stati Uniti sono definite dal BEA.

1) DS = deviazione standard.

- 1) Per la disponibilità limitata di dati e per il fatto che è entrata a far parte dell'area dell'euro solo nel 2007, la Slovenia non è stata inclusa nell'analisi.
- 2) La deviazione standard ponderata tiene conto delle dimensioni dei paesi in termini di PIL, mentre quella non ponderata attribuisce uguale importanza a tutti i paesi.
- 3) Per una disamina approfondita dell'evidenza sui differenziali di crescita del prodotto, cfr. Benalal, N., Diaz del Hoyo, J. L., Pierluigi, B. e Vidalis, N., *Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts*, Occasional Paper della BCE n.45, 2006.

**Tavola I Tassi di crescita del PIL, in termini reali, nell'area dell'euro**

(valori percentuali)

	1970-1979	1980-1989	1990-1998	1990-1998		1999-2006	Dati recenti		
				1990-1994	1995-1998		2004	2005	2006
Area dell'euro	3,6	2,3	2,1	1,9	2,3	2,0	1,7	1,5	2,8
Belgio	3,6	2,2	1,9	1,8	2,2	2,1	2,7	1,5	3,0
Germania	3,2	1,9	2,4	3,0	1,7	1,4	0,8	1,1	2,9
Irlanda <sup>1)</sup>	4,7	3,1	6,8	4,3	10,0	6,6	4,3	5,5	6,2
Grecia	5,5	0,8	1,7	0,8	2,9	4,2	4,7	3,7	3,4
Spagna	3,9	2,7	2,5	1,7	3,4	3,7	3,2	3,5	3,9
Francia	3,8	2,5	1,7	1,3	2,2	2,1	2,0	1,2	2,0
Italia	4,0	2,6	1,4	1,1	1,7	1,3	0,9	0,1	1,9
Lussemburgo <sup>1)</sup>	2,7	4,6	4,4	4,8	3,8	4,7	3,6	4,0	6,2
Paesi Bassi	3,3	2,0	2,9	2,3	3,7	2,2	2,0	1,5	2,9
Austria	4,2	2,0	2,6	2,7	2,5	2,1	2,3	2,6	3,4
Portogallo	5,1	3,4	2,8	1,7	4,2	1,5	1,2	0,4	1,3
Finlandia	4,1	3,5	1,3	-1,4	4,7	3,3	3,3	3,0	5,5
<i>DS non ponderata</i> <sup>2)</sup>	2,3	1,6	2,2	2,1	2,4	1,8	1,3	1,6	1,6
<i>DS ponderata</i> <sup>2)</sup>	1,4	0,9	1,2	1,2	1,2	1,1	0,9	1,2	0,9

Fonti: Commissione europea e Eurostat.

Note: i dati tedeschi si riferiscono alla Germania occidentale fino al 1991.

Medie calcolate sui dati della Commissione europea. Medie annue dei "dati recenti" calcolate sui dati trimestrali dell'Eurostat. I dati preliminari per il quarto trimestre del 2006 sono disponibili per la maggioranza dei paesi.

1) Per l'Irlanda e il Lussemburgo, il dato del 2006 è ottenuto come media dei primi tre trimestri rispetto al periodo corrispondente del 2005.

2) DS = deviazione standard.

Un esame degli andamenti nei singoli paesi evidenzia che – a partire dalla metà degli anni novanta – Irlanda, Grecia, Spagna, Lussemburgo e Finlandia hanno registrato persistentemente tassi di crescita significativamente superiori alla media dell'area dell'euro. Nel caso di Grecia, Spagna e, inizialmente, Irlanda questo ha in parte riflesso un processo di *catching up* (cfr. tavola 1)<sup>4)</sup>. Nello stesso periodo Germania e Italia si sono invece collocate costantemente al di sotto della media. Solo di recente, nel 2006, la crescita del prodotto tedesco ha ugagliato la media dell'area.

In linea con il persistere di tali differenziali dagli inizi degli anni novanta, la dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali tra i paesi dell'area dell'euro ha rispecchiato in larga misura differenze durevoli della componente di *trend* e, in grado inferiore, di quella ciclica. Ciò viene illustrato nella figura 2, che mostra il contributo di entrambe le componenti alla varianza della crescita complessiva del prodotto in termini reali<sup>5)</sup>. Occorre tenere presente che qualunque distinzione fra *trend* e ciclo dipende dal modello scelto ed è particolarmente incerta per il periodo più recente. Alcuni risultati sembrano tuttavia trovare

conferma in gran parte degli studi. Dagli inizi degli anni novanta il contributo della componente ciclica è fortemente diminuito mentre quello della componente di *trend* ha registrato un incremento sensibile. In altri termini, gran parte della dispersione può essere ricondotta alle differenze di crescita tendenziale del prodotto.

Coerentemente con i suddetti riscontri, la sincronizzazione dei cicli economici tra i paesi dell'area dell'euro sembra essere aumentata dagli inizi degli anni novanta e – stando alla figura 3 – si trova oggi su livelli storicamente elevati. Lo stesso risultato si ottiene utilizzando misure diverse del grado di sincronia<sup>6)</sup>.

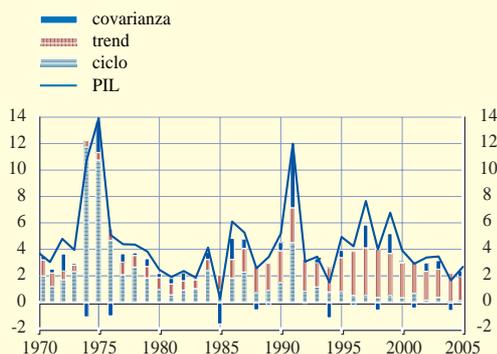
4) Anche la Slovenia è stata contraddistinta da un processo di convergenza (*catching-up*) a partire dal 1993, registrando tassi di crescita del prodotto superiori alla media dell'area dell'euro. Nonostante ciò, l'ingresso della Slovenia nell'area ha esercitato effetti sostanzialmente nulli sulle misure non ponderate della dispersione. Per un esame generale dell'impatto conseguente all'ingresso della Slovenia nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'ampliamento dell'economia dell'UE e dell'area dell'euro* nel numero di gennaio 2007 di questo Bollettino mensile.

5) La misura da utilizzare per scomporre la dispersione della crescita del PIL in termini reali è la varianza e non la deviazione standard.

6) Cfr. anche Giannone, D. e Reichlin, L., *Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?*, Working Paper della BCE n. 595, 2006.

**Figura 2 Contributi alla varianza del tasso di crescita reale del PIL, tra i paesi dell'area dell'euro**

(valori non ponderati)



Fonte: stime della BCE basate sui dati della Commissione europea. Nota: i dati tedeschi si riferiscono alla Germania occidentale fino al 1991.

1) La scomposizione nella componente di trend e in quella ciclica è ottenuta utilizzando il filtro Baxter-King per il periodo 1960-2008. Per il periodo 2006-08, sono state utilizzate le previsioni del tasso di crescita reale del PIL prodotte dalla Commissione europea.

**Figura 3 Correlazione media tra gli output gap dei paesi dell'area dell'euro (medie mobili di 8 anni)<sup>1), 2)</sup>**

(valori non ponderati)



Fonte: stime della BCE basate sui dati della Commissione europea. Nota: i dati tedeschi si riferiscono alla Germania occidentale fino al 1991.

1) La scomposizione nella componente di trend e in quella ciclica è ottenuta utilizzando il filtro Baxter-King per il periodo 1960-2008. Per il periodo 2006-08, sono state utilizzate le previsioni del tasso di crescita reale del PIL della Commissione europea.

2) La media non ponderata è calcolata sulle correlazioni (medie mobili su 8 anni) per ogni possibile coppia di paesi dell'area dell'euro.

## 2 FATTORI ALLA BASE DEI DIFFERENZIALI DI CRESCITA DEL PRODOTTO TRA I PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Questa sezione presenta alcuni fattori che potrebbero essere alla base dei differenziali di crescita nell'area dell'euro. In primo luogo essa analizza le cause delle disparità di crescita tendenziale del PIL, utilizzando principalmente gli studi in materia di contabilità della crescita, e collega le differenze dal lato dell'offerta alle caratteristiche strutturali e istituzionali dei singoli paesi. In secondo luogo, prende in esame il ruolo degli shock e dei meccanismi di aggiustamento all'interno di un'area valutaria. È importante ricordare che non esiste ancora uno schema unico e completo e che di conseguenza le conclusioni sono di natura prevalentemente qualitativa.

### 2.1 CAUSE DELLE DIFFERENZE DI CRESCITA TENDENZIALE

Un esame dei fatti stilizzati relativi ai differenziali di crescita tra i paesi dell'area dell'euro evidenzia l'importanza fondamentale della

componente di *trend*. Questa sezione analizza pertanto gli elementi strutturali alla base delle differenze di crescita tendenziale valutando la rilevanza delle condizioni iniziali (vale a dire gli effetti potenziali del processo di *catching up*) e il ruolo dei fattori dal lato dell'offerta.

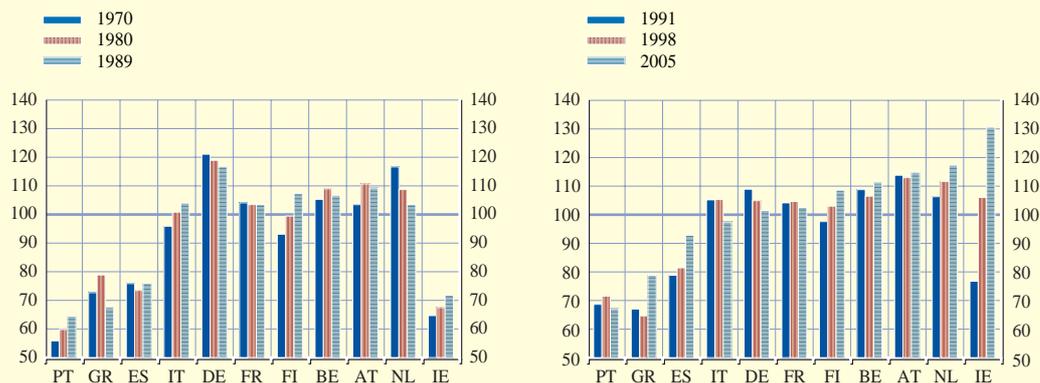
#### LA RILEVANZA DELLE CONDIZIONI INIZIALI

I differenziali di crescita del prodotto possono in parte riflettere processi di convergenza nelle economie a più basso reddito. La figura 4 mostra il livello relativo del PIL pro capite dei paesi dell'area dell'euro misurato in termini di parità di potere di acquisto in vari anni.

Il riquadro di sinistra evidenzia come, tra i quattro paesi che negli anni settanta appartenevano al gruppo delle economie a basso reddito (Irlanda, Grecia, Spagna e Portogallo), Irlanda e Portogallo abbiano registrato un limitato recupero del divario durante tale decennio e quello successivo. Ciò nonostante, nel 1989 tutti e quattro i paesi erano ancora ben al di sotto della media dell'area dell'euro. Irlanda, Grecia e Spagna hanno successivamente compiuto notevoli progressi e negli ultimi anni l'Irlanda è persino

**Figura 4 PIL pro capite in termini di parità di potere d'acquisto <sup>1)</sup>**

(valore per l'area dell'euro pari a 100 in ogni anno considerato)



Fonte: stime della BCE basate sui dati della Commissione europea.

Note: i dati tedeschi si riferiscono alla Germania occidentale fino al 1991.

1) In entrambi i grafici i paesi sono ordinati per valori crescenti del 2005. Il Lussemburgo è escluso poiché i dati sono distorti a causa dell'elevato numero di lavoratori *cross-border*. La stima per il Lussemburgo sarebbe pari a 230 rispetto alla media dell'area dell'euro pari a 100.

riuscita a raggiungere un livello prima pari e poi notevolmente superiore alla media (cfr. figura 4, riquadro di destra). In Portogallo, invece, il PIL pro capite è lievemente diminuito rispetto alla media dell'area a partire dal 2000.

#### IL RUOLO DEI FATTORI DAL LATO DELL'OFFERTA

Dal lato dell'offerta, nel contesto di uno schema standard di contabilità della crescita, l'incremento del prodotto in termini reali può essere scomposto in termini di variazioni di: produttività per ora lavorata (PIL in termini reali/ore lavorate totali), grado di utilizzo del lavoro (ore lavorate totali/popolazione) e popolazione (cfr. riquadro 1). La crescita della produttività per

ora lavorata costituisce a sua volta la risultante degli andamenti della produttività totale dei fattori (PTF) – in genere riconducibili all'innovazione e ai miglioramenti tecnologici e organizzativi – e dell'intensità di capitale. È importante sottolineare come la raffrontabilità di tale disaggregazione tra paesi diversi risenta di varie carenze di misurazione. Inoltre, l'esercizio di contabilità della crescita non mette in luce le relazioni di causalità ma fornisce soltanto una scomposizione contabile dei differenziali. Di fatto, le componenti non sono necessariamente indipendenti le une dalle altre (ad esempio, nella teoria standard della crescita il ritmo di aumento dell'intensità di capitale dipende da quello della PTF).

#### Riquadro 1

##### CONTABILITÀ DELLA CRESCITA

Questo riquadro spiega la scomposizione della crescita del prodotto in uno schema standard di contabilità della crescita e approfondisce alcuni aspetti di misurazione.

In termini formali, la crescita del PIL in termini reali può essere scomposta nel modo seguente:

$$(1) \Delta(PIL \text{ reale}) = \Delta\left(\frac{PIL \text{ reale}}{\text{ore lavorate totali}}\right) + \Delta\left(\frac{\text{ore lavorate totali}}{\text{popolazione}}\right) + \Delta(\text{popolazione})$$

dove il primo termine a destra dell'uguale rappresenta la variazione della produttività per ora lavorata e il secondo quella del grado di utilizzo del lavoro. Il primo può a sua volta essere scomposto come indicato qui sotto, seguendo la letteratura concernente il modello standard di contabilità della crescita:

$$(2) \quad \Delta \left( \frac{PIL \text{ reale}}{\text{ore lavorate totali}} \right) = \Delta(PTF) + (1-\alpha) \Delta \left( \frac{\text{stock di capitale}}{\text{ore lavorate totali}} \right)$$

dove il primo termine a destra dell'uguale costituisce la variazione della produttività totale dei fattori e il secondo quella dell'intensità di capitale (definita come il rapporto tra lo stock di capitale e l'occupazione totale in termini di ore lavorate) moltiplicata per la quota di redditi da capitale  $(1-\alpha)$ <sup>1)</sup>.

Nonostante i notevoli sforzi di armonizzazione dispiegati dalle organizzazioni internazionali, permangono problemi di misurazione che limitano la raffrontabilità dei suddetti dati tra paesi e nel tempo.

In primo luogo, l'interpretazione delle differenze tra paesi in termini di ore lavorate richiede cautela poiché i dati non sono armonizzati e potrebbero pertanto non essere raffrontabili.

In secondo luogo, la misurazione della crescita della produttività totale dei fattori (PTF) è circondata da un notevole grado di incertezza in quanto è difficile misurare in modo adeguato i miglioramenti dei fattori capitale e lavoro. La crescita della PTF, calcolata a residuo, non comprende soltanto i cambiamenti tecnologici svincolati dai beni fisici (*disembodied*) ma anche alcuni di quelli incorporati nei beni fisici (*embodied*). I primi derivano da novità in termini di conoscenze, schemi ed effetti di rete (compresi i miglioramenti a livello di gestione e l'introduzione di modifiche sul piano organizzativo) che determinano un aumento reale della produttività di tutti i fattori. I secondi sono rappresentati dagli incrementi qualitativi delle nuove generazioni (*vintage*) di capitale. Il residuo che misura la crescita della PTF potrebbe inoltre riflettere anche alcuni fattori non tecnologici, quali un miglioramento nella composizione delle competenze delle forze di lavoro ed errori di misurazione<sup>2)</sup>.

1) L'equazione (2) è ottenuta da una funzione di produzione di tipo Cobb-Douglas standard, dove  $\alpha$  rappresenta la quota di reddito da lavoro. Inoltre, le variazioni del grado di utilizzo del lavoro possono essere scomposte in termini di variazioni di: struttura per età della popolazione, andamento del mercato del lavoro, grado di utilizzo dei lavoratori dipendenti. Per semplificare, questa ulteriore scomposizione non viene qui riportata.

2) Il ricorso al concetto di servizi del capitale (come nelle banche dati del Groningen Growth and Development Centre, GGDC, e dell'OCSE) invece che a quello di stock di capitale netto (come nella tavola 3, che si fonda sulla banca dati della Commissione europea) nel calcolo della PTF può risolvere alcuni dei problemi di misurazione evidenziati sopra (in particolare, la distinzione tra cambiamenti tecnologici *embodied* e *disembodied*). Ciò nonostante, la banca dati del GGDC non è stata utilizzata per l'assenza di serie aggiornate e quella dell'OCSE perché non copre l'intero orizzonte temporale necessario ai fini di questa analisi.

Le tavole 2 e 3 riportano rispettivamente le scomposizioni di cui alle equazioni (1) e (2) del riquadro 1 per i paesi dell'area dell'euro nel periodo 1970-2005.

Stando alla tavola 2, i fattori alla base della crescita del PIL in termini reali hanno svolto ruoli diversi nelle varie economie. In particolare, gli andamenti demografici<sup>7)</sup> hanno sostenuto

l'espansione del prodotto di Irlanda, Spagna e Lussemburgo dalla metà degli anni novanta (in

7) Nel contesto dello schema di contabilità della crescita i cambiamenti demografici influiscono sul prodotto in primo luogo attraverso il tasso di incremento della popolazione totale e in secondo luogo per il tramite di quello della popolazione attiva (misurato come il rapporto tra le persone in età lavorativa e il totale della popolazione), che riflette i cambiamenti nella struttura per età della popolazione.

**Tavola 2 Contabilità della crescita – componenti della crescita reale del PIL – equazione (1)**

(variazioni percentuali)

	PIL reale = (1) + (2) + (3)					Produttività oraria del lavoro (1)					Grado di utilizzo del lavoro (2)					Popolazione (3)				
	1970-1979	1980-1989	1990-1994	1995-1998	1999-2005	1970-1979	1980-1989	1990-1994	1995-1998	1999-2005	1970-1979	1980-1989	1990-1994	1995-1998	1999-2005	1970-1979	1980-1989	1990-1994	1995-1998	1999-2005
Area dell'euro	3,7	2,3	1,9	2,3	1,9	4,3	2,5	2,1	1,5	1,2	-1,2	-0,4	-0,7	0,5	0,2	0,6	0,3	0,5	0,3	0,5
Belgio	3,6	2,2	1,8	2,2	2,1	4,3	2,5	2,6	0,9	1,4	-0,9	-0,4	-1,2	1,1	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,4
Germania	3,2	1,9	3,0	1,7	1,2	4,1	2,0	2,4	2,1	1,5	-1,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,4	0,2	0,1	1,0	0,2	0,1
Irlanda	4,7	3,1	4,3	10,0	6,8	4,8	4,0	3,5	6,0	3,8	-1,5	-1,2	0,4	2,8	1,3	1,4	0,4	0,3	1,0	1,6
Grecia	5,5	0,8	0,8	2,9	4,3	5,6	0,3	0,0	1,9	3,7	-0,9	0,0	0,2	0,0	0,3	0,9	0,5	0,7	1,0	0,3
Spagna	3,9	2,7	1,7	3,4	3,7	4,6	3,4	1,8	0,2	0,5	-1,8	-1,0	-0,2	2,9	1,9	1,1	0,4	0,2	0,2	1,2
Francia	3,8	2,5	1,3	2,2	2,1	4,5	3,2	1,9	1,3	2,1	-1,3	-1,1	-1,0	0,6	-0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,6
Italia	4,0	2,6	1,1	1,7	1,2	4,5	2,1	1,9	1,2	0,4	-1,0	0,3	-0,8	0,5	0,4	0,5	0,1	0,1	0,0	0,4
Lussemburgo	2,7	4,6	4,8	3,8	4,6	2,5	3,8	2,3	0,9	1,7	-0,4	-0,4	1,1	1,5	1,8	0,7	0,4	1,4	1,4	1,0
Paesi Bassi	3,3	2,0	2,3	3,7	2,1	4,1	2,1	1,6	1,3	1,5	-1,5	-0,6	0,0	1,8	0,0	0,9	0,6	0,7	0,5	0,5
Austria	4,2	2,0	2,7	2,5	2,0	4,5	2,3	2,8	3,6	1,6	-0,4	-0,4	-0,9	-1,1	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,5
Portogallo	5,1	3,4	1,7	4,2	1,6	5,4	3,7	2,9	3,6	1,0	-1,2	-0,7	-1,2	0,3	-0,1	1,0	0,4	0,0	0,3	0,6
Finlandia	4,1	3,5	-1,4	4,7	3,1	4,5	3,0	3,1	2,8	2,1	-0,7	0,1	-4,9	1,6	0,6	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3
DS <sup>1)</sup>	2,3	1,6	2,1	2,4	1,9	2,3	2,1	1,7	2,1	1,5	1,3	1,7	2,0	1,8	1,3	0,6	0,3	0,4	0,4	0,5

Fonte: stime della BCE basate sui dati della Commissione europea e della banca dati GGDC.

Note: i dati tedeschi si riferiscono alla Germania occidentale fino al 1991. Si veda il riquadro 1 per una spiegazione di questo esercizio di contabilità della crescita e per considerazioni di carattere metodologico.

1) DS = deviazione standard non ponderata.

parte di riflesso all'evoluzione dei flussi migratori), mentre hanno apportato un contributo solo marginale alla crescita in Germania e Italia.

Vale la pena di rilevare che in alcuni paesi dell'area la produttività del lavoro ha evidenziato una significativa tendenza al ribasso, per lo più ascrivibile a un rallentamento della PTF (cfr. tavola 3).

Infine, il calo del grado di utilizzo del lavoro osservato in gran parte dei paesi negli anni ottanta e nella prima metà degli anni novanta si è invertito in alcune economie a partire dalla metà degli anni novanta. Quest'ultimo andamento va ricondotto con ogni probabilità al successo delle riforme strutturali e alla moderazione salariale alla fine degli anni ottanta e negli anni novanta.

Le rigidità strutturali sembrano costituire un importante fattore alla base degli andamenti della produttività del lavoro e del grado di utilizzo del lavoro nei paesi dell'area. È stato ad esempio dimostrato come le norme che limitano la concorrenza sul mercato dei beni, dei servizi, del lavoro e dei capitali influiscano negativamente sul progresso tecnologico e di conseguenza sull'aumento della produttività. Esistono inoltre crescenti riscontri empirici del fatto che un consistente cuneo fiscale costituisce una determinante importante delle differenze di andamento

dell'occupazione tra i vari paesi. Influenzando sul grado di flessibilità del mercato del lavoro, sulla concorrenza nel mercato dei beni e dei servizi e sul sistema fiscale e assistenziale, le politiche strutturali incidono sulla domanda e sull'offerta di lavoro e di capitale, sull'efficienza nell'adozione di innovazioni tecniche e sugli investimenti in ricerca e sviluppo (R&S). In aggiunta, evidenze sempre più numerose segnalano che gradi diversi di efficienza del sistema finanziario possono spiegare le differenze di crescita della PTF osservate tra i vari paesi<sup>8)</sup>.

## 2.2 LA RILEVANZA DEGLI SHOCK E DEI MECCANISMI DI AGGIUSTAMENTO

Persistenti differenze di crescita del prodotto potrebbero riflettere in qualche misura l'impatto durevole degli shock economici. Ciò implicherebbe a sua volta una capacità relativamente bassa di assorbimento di questi ultimi da parte

8) Per un'analisi generale del collegamento tra l'efficienza dell'intermediazione finanziaria e la crescita del prodotto, cfr. Levine, R., "Finance and growth: theory, evidence, and mechanisms", in Aghion, P. e Durlauf, S. (a cura di), *The Handbook of Economic Growth*, Elsevier, Amsterdam, North Holland, 2005. Più in particolare, esistono riscontri del fatto che l'efficienza del sistema finanziario promuove la produttività riallocando rapidamente le risorse ai settori con prospettive di investimento mondiali positive; cfr. Ciccone, A. e Papaioannou, E., *Adjustment to target capital, finance, and growth*, Discussion Paper del CEPR n. 5969, 2006.

**Tavola 3 Contabilità della crescita – scomposizione della produttività del lavoro – equazione (2)**

(variazioni percentuali)

	Produttività oraria del lavoro = (1) + (2)					PTF (1)					Intensità del capitale (2)				
	1970-1979	1980-1989	1990-1994	1995-1998	1999-2005	1970-1979	1980-1989	1990-1994	1995-1998	1999-2005	1970-1979	1980-1989	1990-1994	1995-1998	1999-2005
Area dell'euro	4,3	2,5	2,1	1,5	1,2	2,9	1,6	1,2	1,1	0,7	1,5	0,8	0,9	0,5	0,5
Belgio	4,3	2,5	2,6	0,9	1,4	2,7	1,7	1,3	0,6	1,0	1,6	0,7	1,3	0,3	0,5
Germania	4,1	2,0	2,4	2,1	1,5	2,8	1,4	1,8	1,4	1,0	1,3	0,6	0,6	0,8	0,5
Irlanda	4,8	4,0	3,5	6,0	3,8	2,8	2,4	2,8	6,0	2,7	2,0	1,6	0,7	0,0	1,2
Grecia	5,6	0,3	0,0	1,9	3,7	3,1	-0,6	-0,6	1,4	2,5	2,5	0,8	0,6	0,5	1,2
Spagna	4,6	3,4	1,8	0,2	0,5	2,7	2,2	0,4	0,2	0,0	1,9	1,2	1,4	0,0	0,5
Francia	4,5	3,2	1,9	1,3	2,1	2,7	2,0	0,7	0,9	1,2	1,7	1,1	1,2	0,4	0,9
Italia	4,5	2,1	1,9	1,2	0,4	3,0	1,3	0,7	0,7	-0,1	1,5	0,9	1,2	0,6	0,5
Lussemburgo	2,5	3,8	2,3	0,9	1,7	1,8	3,2	1,5	0,5	0,6	0,7	0,6	0,8	0,5	1,2
Paesi Bassi	4,1	2,1	1,6	1,3	1,5	2,7	1,4	1,3	1,4	1,1	1,4	0,7	0,3	-0,1	0,4
Austria	4,5	2,3	2,8	3,6	1,6	3,3	1,6	1,9	2,4	1,0	1,1	0,8	0,8	1,2	0,6
Portogallo	5,4	3,7	2,9	3,6	1,0	4,0	2,2	1,0	2,4	-0,1	1,4	1,5	1,9	1,2	1,1
Finlandia	4,5	3,0	3,1	2,8	2,1	3,0	2,1	1,2	3,4	1,9	1,6	0,9	1,9	-0,7	0,3
DS <sup>1)</sup>	2,3	2,1	1,7	2,1	1,5	2,1	1,8	1,5	1,9	1,3	0,6	0,6	0,8	0,7	0,6

Fonte: stime della BCE basate sui dati della Commissione europea e della banca dati GGDC.

Note: i dati tedeschi si riferiscono alla Germania occidentale fino al 1991. Si veda il riquadro 1 per una spiegazione di questo esercizio di contabilità della crescita e per considerazioni di carattere metodologico.

1) DS = deviazione standard non ponderata.

dell'economia interessata, vale a dire un lento funzionamento dei relativi meccanismi di aggiustamento. Questa sezione esamina pertanto in primo luogo la natura e il ruolo degli shock che colpiscono le economie dell'area e in secondo luogo l'azione di vari meccanismi di aggiustamento all'interno dell'UEM.

### LA RILEVANZA DEGLI SHOCK

Gli shock comuni e quelli specifici ai singoli paesi costituiscono due categorie ampie di shock che possono determinare effetti diversi sulla crescita del prodotto nelle varie economie.

Per quanto concerne i primi, questo avviene quando esistono delle differenze nelle modalità di trasmissione oppure nel grado di esposizione dei singoli paesi a tali fattori comuni. Sono generalmente di natura esterna e connessi ad esempio ai prezzi del petrolio, alla domanda estera al di fuori dell'area e agli andamenti valutari. Inoltre, possono influire in modo diverso sul prodotto a seconda delle caratteristiche strutturali (per esempio in termini di struttura commerciale e grado di dipendenza energetica, apertura e flessibilità) delle varie economie. Esistono tuttavia scarsi riscontri del fatto che i principali shock comuni degli ultimi anni abbiano di per sé costituito un fattore rilevante alla base dei differenziali persistenti di crescita del PIL in termini reali.

Un'altra tipologia di shock comuni è rappresentata dagli shock di politica monetaria. Per quanto concerne l'area dell'euro, studi empirici hanno rivelato che nell'insieme la crescita del prodotto reagisce in modo generalmente molto omogeneo a variazioni temporanee dei tassi di interesse a breve<sup>9)</sup>.

Gli shock specifici ai singoli paesi (o asimmetrici), quali ad esempio le misure fiscali e le riforme strutturali, danno naturalmente origine a differenze di crescita del prodotto. La letteratura empirica disponibile mostra nel complesso che negli ultimi anni i loro effetti sui differenziali di crescita sono stati estremamente persistenti e superiori rispetto a quelli provocati dai fattori comuni<sup>10)</sup>. Esistono numerose tipologie di shock specifici. In particolare, è probabile che il processo di convergenza dei tassi di interesse no-

9) Una rassegna esaustiva dei risultati ottenuti dal network dell'Eurosistema sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria è contenuta in Angeloni, I., Kashyap, A. e Mojon, B., *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press, 2003. Occorre altresì sottolineare che le differenze nel meccanismo di trasmissione monetaria dipendono dalle caratteristiche strutturali delle economie in questione. Cfr. Berben, R. P., Locarno, A., Morgan, J. e Valles, J., *Cross-country differences in monetary policy transmission*, Working Paper della BCE n. 400, 2004.

10) Analisi recenti di questo aspetto sono contenute in Giannone, D. e Reichlin, L. (cfr. nota 6), e in Buisán, A. e Restoy, F., *Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU*, Occasional Paper del Banco de España n. 0504, 2005.

minali nel periodo precedente l'avvio dell'UEM abbia contribuito ai differenziali di crescita in quanto i tassi a breve e a lungo termine di alcuni paesi sono notevolmente calati. Ciò nonostante, rilevazioni empiriche hanno dimostrato che tale effetto è di natura temporanea e che è stato per lo più limitato ai primi anni dell'UEM<sup>11)</sup>.

Anche altri andamenti specifici per paese possono avere svolto un ruolo. Ne costituisce un esempio la riunificazione della Germania, cui può essere in qualche misura ricondotta la crescita fiacca dell'economia tedesca dalla metà degli anni novanta. L'onere fiscale della riunificazione (per lo più connesso al finanziamento della spesa previdenziale e agli investimenti in infrastrutture nella Germania orientale), il crescente cuneo fiscale e il lungo processo di adeguamento nel settore delle costruzioni hanno influito per molto tempo sul dinamismo dell'economia. Un ulteriore caso è rappresentato dalle misure fiscali adottate nei vari paesi: esistono alcuni riscontri del fatto che gli effetti prociclici delle politiche di bilancio discrezionali nei paesi dell'area hanno concorso ad ampliare le differenze relative alla componente ciclica della crescita del prodotto nella fase precedente l'avvio dell'UEM.

### I MECCANISMI DI AGGIUSTAMENTO NELL'UEM

Il persistere dei differenziali di crescita può essere riconducibile alla lenta azione dei meccanismi di aggiustamento agli shock. In un'unione monetaria come l'area dell'euro, contraddistinta da una valuta unica e da una politica monetaria comune, i meccanismi principali sono rappresentati dal canale della competitività e da quello della ripartizione del rischio (quest'ultimo di natura lievemente diversa) data l'assenza di un grado elevato di mobilità del lavoro tra i vari paesi.

Il canale della competitività viene generalmente considerato il meccanismo di riequilibrio più importante. A titolo di esempio, uno shock interno che sospinga il prodotto di un paese appartenente a un'unione monetaria al di sopra del potenziale determina pressioni inflazionistiche interne e in particolare un aumento dei salari e di altri costi interni. Ciò provoca un graduale

deterioramento della competitività esterna, che nel tempo ridurrà la domanda estera di esportazioni del paese. Il conseguente calo della domanda di prodotto tenderà a riportare quest'ultimo in corrispondenza del suo livello potenziale, attenuando le precedenti spinte inflazionistiche. Tale importante meccanismo di riequilibrio funzionerebbe in modo più efficace in presenza di mercati del lavoro, dei beni e dei servizi altamente integrati all'interno dell'area dell'euro. I riscontri disponibili mostrano tuttavia che, per le rigidità strutturali e l'incompleta realizzazione del mercato unico, esso agisce con tempi relativamente lunghi nell'area dell'euro<sup>12)</sup>.

Si sostiene che un rialzo dell'inflazione in un determinato paese, di per sé potenzialmente ascrivibile a una crescita relativamente vigorosa del prodotto, possa generare effetti destabilizzanti attraverso il canale del tasso di interesse reale. Tale paese registrerebbe infatti tassi di interesse reali inferiori, che stimolerebbero un'ulteriore espansione della domanda interna e del prodotto. Le decisioni di investimento e di consumo vengono tuttavia adottate sulla base dei tassi di interesse reali *ex ante*, i quali tengono conto dell'inflazione attesa più che di quella effettiva. Di fatto, le aspettative inflazionistiche non sono molto diverse nei vari paesi dell'area. Inoltre, sebbene in passato il canale del tasso di interesse reale possa avere prodotto occasionalmente effetti di breve periodo a livello di singole economie, l'esperienza empirica dimostra come tali effetti siano di norma più che compensati da quelli del canale della competitività sul medio e lungo periodo<sup>13)</sup>.

11) Cfr. Fagan, G. e Gaspar, V., *Adjusting to the euro*, Working Paper della BCE n. 716, 2007.

12) Per uno studio completo dei meccanismi di adeguamento nell'UEM, cfr. Commissione europea, *The EU economy 2006 review – Adjustment dynamics in the euro area: experiences and challenges*, European Economy 6, 2006, e Mongelli, F. P. e Vega, J. L., *What effects is EMU having on the euro area and its member countries? An overview*, Working Paper della BCE n. 599, 2006.

13) Cfr. l'articolo *La politica monetaria e i differenziali di inflazione in un'area valutaria eterogenea* nel numero di maggio 2005 di questo Bollettino mensile. Cfr. anche il riquadro *La misurazione dei tassi di interesse reali nei paesi dell'area dell'euro* nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino. Per un'analisi più recente, cfr. Commissione europea, *The EU economy 2006 review* (cfr. nota 12).

Per poter agire, il canale della competitività richiede un alto grado di flessibilità salariale. Ciò aiuta infatti i mercati nazionali del lavoro ad adeguarsi agli shock economici e agevola un'allocazione efficiente del lavoro e delle altre risorse<sup>14</sup>. Analoga importanza è rivestita da un'elevata flessibilità dei prezzi. Quest'ultimo aspetto è stato esaminato a fondo nel contesto del *network* dell'Eurosistema sulla persistenza dell'inflazione (Inflation Persistence Network, IPN)<sup>15</sup>, cui partecipano ricercatori della BCE e di tutte le banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro. Benché il diverso grado di flessibilità dei prezzi nei vari paesi non sembri costituire il principale fattore alla base dei differenziali di crescita, occorre rilevare che la frequenza di variazione dei prezzi è bassa e, ad esempio, molto inferiore nei paesi dell'area rispetto agli Stati Uniti. Questo potrebbe essere riconducibile all'esistenza di regole che limitano la concorrenza sui mercati dei beni e dei servizi.

Un ulteriore, seppur lievemente diverso, meccanismo di mercato in grado di contrastare l'impatto differenziale degli shock asimmetrici sulla crescita del prodotto tra i membri di un'unione valutaria è costituito dal "canale della ripartizione del

rischio", basato sul fatto che mercati finanziari integrati consentono a prestatori e mutuatari di meglio ripartire i rischi connessi agli shock specifici per paese. Ad esempio, in un contesto di attività finanziarie transfrontaliere estremamente integrate attraverso una diversificazione dei portafogli, l'effetto positivo/negativo sul prodotto esercitato da uno shock positivo/negativo dal lato della domanda in un determinato paese sarebbe avvertito anche in altri. Come viene spiegato in maggiore dettaglio nel riquadro 2, i riscontri disponibili segnalano che la ripartizione del rischio tra le economie dell'area dell'euro è in aumento ma che rimane nell'insieme inferiore rispetto a unioni monetarie consolidate quali gli Stati Uniti.

14) L'*International Wage Flexibility Project* (IWFP) è una rete internazionale di ricerca composta da accademici e responsabili delle politiche economiche cui partecipa anche la BCE. Basandosi sui dati microeconomici di diversi paesi appartenenti all'area, l'IWFP ha rilevato che molti di questi sono contraddistinti da un grado significativo di rigidità dei salari nominali e reali e che esistono notevoli differenze quanto all'estensione di tali rigidità nelle diverse economie. Cfr. Dickens, W., Goette, L., Groshen, E., Holden, S., Messina, J., Schweitzer, M., Turunen, J. e Ward, M., *How wages change: micro-evidence from the International Wage Flexibility Project*, Working Paper della BCE n. 697, 2006.

15) Cfr. Altissimo, F., Ehrmann, M. e Smets, F., *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area: a summary of the IPN evidence*, Occasional Paper della BCE n. 46, 2006.

## Riquadro 2

### LA RIPARTIZIONE DEL RISCHIO NELL'AREA DELL'EURO

Un grado elevato di integrazione dei mercati finanziari e la pronta disponibilità di opportunità di diversificazione dei portafogli offrono un importante meccanismo per contrastare l'impatto differenziale degli shock asimmetrici sui membri di un'unione valutaria, riducendo la dipendenza delle decisioni di risparmio e di spesa delle imprese e delle famiglie dagli andamenti economici e finanziari nazionali. Questo meccanismo implica in sostanza che i consumi non devono necessariamente seguire l'andamento del prodotto poiché i consumatori possono finanziarsi all'estero. Il suo ruolo fondamentale in caso di shock asimmetrici giustifica un'analisi intesa ad accertare se le opportunità di ripartizione del rischio nell'area dell'euro siano in generale simili a quelle disponibili in altre aree valutarie e se il grado di ripartizione del rischio sia aumentato dopo l'introduzione dell'euro.

Applicando agli Stati Uniti uno schema per la misurazione del grado effettivo di ripartizione del rischio, Asdrubali *et al.* hanno rilevato che nel periodo 1963-1990 il 75 per cento delle oscillazioni idiosincroniche del prodotto statale lordo era smussato (*smoothed*) e quindi non influiva sui consumi statali<sup>1</sup>. Inoltre, gran parte di questa copertura significativa contro gli shock del

1) Asdrubali, P., Sorensen, B. e Yosha, O., *Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 111, 1996.

prodotto tra gli Stati che compongono gli Stati Uniti costituiva la risultante di mercati finanziari integrati ed efficienti (compresa una diversificazione interstatale dei portafogli) piuttosto che di una politica fiscale accentrata.

Le prime applicazioni della stessa metodologia a varie economie dell'UE hanno rivelato che tra il 1966 e il 1990 il grado di ripartizione del rischio tra i paesi europei era sostanzialmente nullo. Riscontri più recenti segnalano tuttavia un notevole aumento di tale grado tra i paesi dell'area dell'euro, di riflesso alla crescente integrazione dei mercati finanziari. Per quanto concerne la disponibilità del credito, l'area dell'euro ha già compiuto notevoli progressi nel recupero del divario rispetto agli Stati Uniti. I mercati monetari sono pienamente integrati. Gli scambi di obbligazioni denominate in euro sono cresciuti rapidamente e, a partire dalla fase precedente l'avvio dell'Unione monetaria, anche il livello di diversificazione dei portafogli azionari sembra essere lievemente aumentato<sup>2)</sup>.

Studi recenti della BCE confermano che, dopo l'avvio dell'Unione monetaria, l'impatto delle oscillazioni del prodotto di un determinato paese sui consumi nazionali si è attenuato. Giannone e Reichlin hanno condotto un'analisi *panel* in cui lo scostamento della crescita dei consumi di ciascun paese rispetto alla media dell'area dell'euro viene regredito su quello della crescita del PIL in termini reali di ciascun paese rispetto alla media dell'area, su base annua, per il periodo 1970-2004<sup>3)</sup>. L'elasticità degli scostamenti della crescita dei consumi a quelli della crescita del PIL in termini reali è scesa da circa 0,8 nel periodo 1970-89 a circa 0,65 nel 1990-2003. Ciò può essere interpretato come un aumento della quantità di rischio idiosincratico connesso all'andamento del prodotto che si è smussata dagli inizi degli anni novanta. Questa maggiore ripartizione del rischio è avvenuta in un periodo in cui l'integrazione dei mercati dei capitali e dei beni ha registrato una significativa accelerazione in Europa.

Complessivamente, sebbene le oscillazioni del prodotto siano più smussate negli Stati Uniti che nell'area dell'euro, evidenze recenti mostrano che dagli anni novanta il grado di ripartizione del rischio tra i paesi dell'area è aumentato.

2) Cfr. Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B. e Yosha, O., *Asymmetric shocks and risk sharing in a monetary union: Updated evidence and policy implications for Europe*, Discussion Paper del CEPR n. 4463, 2004.

3) Cfr. nota 6 nel testo dell'articolo.

### 3 I DIFFERENZIALI DI CRESCITA DEL PRODOTTO TRA I PAESI DELL'AREA DELL'EURO: IMPLICAZIONI SUL PIANO DELLE POLITICHE

Lievi differenze di crescita del prodotto sono normali e, in qualche misura, anche auspicabili nell'area dell'euro come in qualunque altra unione monetaria. Ciò vale ad esempio quando sono riconducibili al processo di *catching-up* nei paesi a più basso reddito oppure ad andamenti demografici tendenziali diversi. Differenze temporanee possono inoltre determinarsi a seguito di shock specifici per paese o di shock comuni che richie-

dono processi di aggiustamento diversi nelle varie economie. I responsabili delle politiche dovrebbero pertanto preoccuparsi esclusivamente dei differenziali che riflettono politiche economiche inadeguate, rigidità strutturali oppure un malfunzionamento dei meccanismi di adeguamento nei singoli paesi. Questo può determinare squilibri interni crescenti e andamenti difformi della competitività nelle diverse economie. Sebbene nella pratica sia spesso difficile individuare con precisione tali aspetti indesiderabili della divergenza, esistono riscontri sufficienti di carenze strutturali nei vari paesi che devono essere affrontate per il tramite di politiche adeguate.

La politica monetaria unica della BCE è indirizzata al conseguimento dell'obiettivo primario della stabilità dei prezzi nell'insieme dell'area dell'euro. L'esistenza stessa di una politica comune, e quindi di un tasso di interesse ufficiale uniforme nei paesi dell'area, preclude il ricorso a questo strumento per influire sui differenziali di crescita del prodotto (o di inflazione) tra le diverse economie<sup>16)</sup>. Il migliore contributo di tale politica all'ordinato funzionamento dell'UEM è costituito dal mantenimento della stabilità dei prezzi nell'insieme dell'area.

Tassi di crescita del prodotto "insoddisfacenti" in determinati paesi richiedono politiche nazionali ben concepite in campo fiscale e strutturale. Nel contesto dell'UEM, contraddistinta da una politica monetaria unica, un ritardo nell'adozione dei necessari provvedimenti sul piano delle politiche nazionali accresce i costi potenziali in caso di shock avversi. Tali politiche devono essere in particolare intese ad accrescere la capacità delle economie di adeguarsi agli shock e – nei paesi a crescita più lenta – a promuovere la produttività e il grado di utilizzo del lavoro mantenendo nel contempo condizioni macroeconomiche stabili.

### 3.1 POLITICHE FISCALI

Per sostenere al meglio l'ordinato funzionamento dell'UEM, le politiche fiscali dei paesi dell'area devono essere sostenibili e orientate al medio periodo. Il ricorso a politiche "attiviste" come strumento di stabilizzazione comporta rischi significativi. In particolare, una manovra fiscale intempestiva intesa a stabilizzare la domanda può costituire una notevole fonte di variabilità nell'economia e – a seconda della posizione relativa iniziale dei paesi – potrebbe determinare differenziali di crescita del prodotto. L'esperienza insegna che le politiche di bilancio discrezionali, specialmente a causa dei notevoli ritardi con cui vengono attuate e influenzano l'economia, non consentono una regolazione puntuale della domanda aggregata e generano spesso effetti prociclici. Gli stabilizzatori automatici possono invece svolgere un ruolo utile ed è quindi opportuno che nei periodi di ripresa

economica si crei lo spazio necessario per il loro funzionamento.

Rendendo la spesa pubblica e i sistemi tributari più efficienti e favorevoli alla crescita, le politiche di bilancio possono inoltre contribuire a mitigare andamenti indesiderabili della crescita del prodotto. Una migliore qualità delle finanze pubbliche può altresì agevolare l'adeguamento delle economie dell'area dell'euro in caso di shock avversi.

### 3.2 POLITICHE STRUTTURALI

Il contributo più significativo delle politiche nazionali all'efficacia dei meccanismi di adeguamento e al miglioramento delle prospettive di occupazione e di espansione economica sul lungo periodo, nonché alla soluzione dei problemi causati da una crescita persistentemente inferiore alla media in alcuni paesi dell'area, è costituito dall'adozione di provvedimenti strutturali e dall'aumento del grado di integrazione transfrontaliera.

L'azione dei meccanismi di aggiustamento nell'UEM, vista come elemento cruciale per un efficace assorbimento degli shock, può essere migliorata eliminando le barriere istituzionali che ostacolano la flessibilità nel processo di formazione dei salari e dei prezzi, e in particolare allentando le norme che disciplinano i mercati dei beni e dei servizi e quelle a tutela dell'occupazione. La piena realizzazione del mercato unico, specialmente nel settore dei servizi e nei mercati finanziari, può accrescere la flessibilità dei prezzi stimolando la concorrenza. Anche gli ostacoli che si frappongono alla mobilità del lavoro nell'area dell'euro devono essere rimossi. Gli effetti dei meccanismi di aggiustamento che agiscono nei singoli paesi in caso di shock asimmetrici oppure di differenze tra gli andamenti

16) L'obiettivo di mantenere l'inflazione nell'insieme dell'area dell'euro su un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento tiene anche conto delle implicazioni di quei differenziali di inflazione di equilibrio all'interno dell'area che sono legati a processi di recupero del divario in termini reali. Cfr. BCE, *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, 18 novembre 2003.

del ciclo nelle diverse economie possono essere potenziati accrescendo la concorrenza transfrontaliera e l'integrazione dei mercati nazionali. In questo senso, le misure intese a proteggere le aziende o i lavoratori di un determinato paese dalla concorrenza internazionale sono deleterie.

Per quanto concerne la formazione dei salari, le retribuzioni nominali e reali devono essere corrette in modo tale da contribuire all'assorbimento degli shock. In un'unione monetaria, gran parte dell'adeguamento alle fluttuazioni economiche deve avvenire sui mercati nazionali del lavoro. I salari devono pertanto riflettere sia le diverse situazioni delle imprese sia le differenti condizioni del mercato del lavoro e non possono essere determinati in modo omogeneo per regioni o settori diversi a prescindere dalle condizioni locali. In particolare, una sufficiente differenziazione salariale migliorerebbe le opportunità di impiego dei lavoratori meno qualificati e nelle regioni con un elevato tasso di disoccupazione. Risulta dunque particolarmente importante per tutti i paesi conseguire un grado elevato di flessibilità salariale in modo da migliorare la capacità dei rispettivi mercati del lavoro di adeguarsi agli shock. Sia i meccanismi di indicizzazione dei salari agli aumenti passati dei prezzi sia le norme in materia di salario mi-

nimo andrebbero evitati poiché, soprattutto nelle regioni colpite da shock avversi, tendono a rallentare il processo di adeguamento dei salari e la creazione di posti di lavoro.

Le prospettive di crescita a lungo termine possono trarre beneficio dall'adozione di misure nazionali intese a promuovere la crescita della produttività del lavoro e dell'occupazione. La produttività andrebbe sostenuta mediante politiche che stimolino l'innovazione e il progresso tecnico, due elementi sui quali influiscono in senso negativo le norme che limitano la concorrenza nei mercati dei beni, dei servizi, del lavoro e dei capitali. L'occupazione può essere accresciuta attraverso politiche strutturali che migliorino gli incentivi all'offerta di lavoro. L'esistenza di un livello elevato di imposizione fiscale media e marginale e di sussidi di disoccupazione può esercitare un impatto avverso sugli incentivi al lavoro o sulla scelta del numero di ore lavorate. Anche le politiche che agevolano i pensionamenti anticipati possono produrre sostanziali effetti negativi sull'offerta di lavoro e, di conseguenza, sui tassi di partecipazione e di occupazione (per un esame della letteratura empirica riguardante il nesso tra le politiche strutturali e la crescita della produttività/occupazione, cfr. riquadro 3).

### Riquadro 3

#### POLITICHE STRUTTURALI, PRODUTTIVITÀ E OCCUPAZIONE

I fattori strutturali sembrano costituire una determinante di rilievo degli andamenti della produttività del lavoro e dell'occupazione nei paesi dell'area dell'euro. In alcune economie, recenti riforme intese a stimolare l'occupazione soprattutto tra la manodopera meno qualificata – integrando nel processo produttivo lavoratori con una produttività inferiore alla media – hanno fatto aumentare il prodotto mentre hanno rallentato la produttività, smorzando l'effetto positivo della crescita dell'occupazione su quella del PIL in termini reali. Ciò nonostante, tale fenomeno dovrebbe essere di natura solo temporanea. Sul più lungo periodo, una maggiore flessibilità del mercato del lavoro e la diffusione delle innovazioni e del progresso tecnico sembrano fondamentali per il conseguimento di livelli relativamente elevati di produttività e occupazione.

#### Politiche strutturali e produttività

Per quanto concerne in primo luogo la produttività, le differenze in termini di progresso tecnologico e diffusione delle innovazioni connesse alle disparità di crescita della produttività totale dei

fattori (PTF), avrebbero costituito un elemento rilevante alla base della diversa evoluzione della produttività oraria del lavoro tra i paesi dell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Sul piano delle politiche si pone l'importante questione di come intensificare la crescita del lavoro e della PTF. Le politiche intese a stimolare la diffusione dell'innovazione e dei progressi tecnologici possono essere divise in tre ampie categorie a seconda che si prefiggano di<sup>2)</sup>: (i) rendere meno rigido il quadro normativo, (ii) migliorare il capitale umano, (iii) promuovere l'utilizzo di capitali di rischio e l'adozione rapida ed efficiente delle innovazioni tecniche e degli investimenti in ricerca e sviluppo (R&S).

Con riferimento alla prima categoria, le norme che limitano la concorrenza sui mercati dei beni, dei servizi, del lavoro e dei capitali (ad esempio imponendo dei vincoli alle attività imprenditoriali, applicando delle restrizioni all'ingresso o riducendo l'adattabilità del mercato del lavoro come nel caso delle regole in materia di assunzioni e licenziamenti) esercitano un impatto negativo sulle innovazioni e sul progresso tecnico. Esistono evidenze empiriche coerenti del fatto che una deregolamentazione dei mercati dei beni e dei servizi consente di ottenere consistenti guadagni in termini di PTF e maggiori investimenti nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione<sup>3)</sup>. Sembra inoltre che gli effetti positivi di tale deregolamentazione sulla diffusione delle innovazioni e del progresso tecnico (e di conseguenza sui livelli di produttività del lavoro e sui tassi di crescita del PIL in termini reali) risultino amplificati nei periodi di rapidi cambiamenti tecnologici, dando origine a notevoli disparità tra i livelli tendenziali di produttività del lavoro e i tassi di crescita del prodotto di quei paesi dell'area che sono contraddistinti da un grado diverso di regolamentazione del mercato dei beni e dei servizi. Anche l'estensione e l'approfondimento del mercato unico costituiscono una priorità poiché l'attuale contesto normativo dell'area dell'euro resta eccessivamente complesso (soprattutto nel confronto con gli Stati Uniti) e ostacola quindi l'innovazione e la crescita della produttività del lavoro.

Riguardo alla seconda categoria, le misure che agevolano un miglioramento in termini di competenze e apprendimento lungo tutto l'arco della vita promuovono ulteriormente l'innovazione, semplificano il ricorso alle tecnologie avanzate e consentono al progresso tecnologico di tradursi in un maggior numero di posti di lavoro.

Infine, anche le politiche che promuovono gli investimenti in R&S e il ricorso ai capitali di rischio costituiscono importanti fattori alla base dell'innovazione e dei cambiamenti tecnologici. Se i mercati dei capitali di rischio privati possono consentire al meccanismo di mercato di svolgere un ruolo maggiore nel finanziamento delle innovazioni (in alternativa o in aggiunta al tradizionale sostegno finanziario alla R&S), rendendo quindi più efficiente l'allocazione dei finanziamenti, maggiori investimenti in R&S dovrebbero – a parità di altre condizioni – offrire migliori risultati in termini di innovazione e quindi di produttività e di prodotto.

### Politiche strutturali e occupazione

I fattori strutturali in grado di influire sugli andamenti dell'occupazione possono essere suddivisi in due ampie categorie: (i) politiche intese ad accrescere gli incentivi all'offerta di lavoro e alla

1) Cfr. Annenkov, A. e Madaschi, C., *Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004*, Occasional Paper della BCE n. 39, 2005.

2) Cfr. Scarpetta, S., Hemmings, P., Tressel, T. e Woo, J., *The role of policy and institutions for productivity and firm dynamics: evidence from micro and industry data*, Working Paper dell'OCSE n. 329, 2002.

3) Cfr. Nicoletti, G. e Scarpetta, S., *Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD*, Working Paper dell'OCSE n. 460, 2005.

creazione di posti di lavoro, ad esempio riducendo l'onere fiscale sul lavoro, (ii) politiche indirizzate ad aumentare la flessibilità dei mercati e la capacità di adeguarsi agli shock, ad esempio riducendo il grado di regolamentazione dei mercati del lavoro e di quelli dei beni e dei servizi.

Per quanto riguarda la prima categoria, l'esistenza di aliquote fiscali medie e marginali elevate e di sussidi di disoccupazione generosi può influire negativamente sugli incentivi a impegnarsi in un'occupazione retribuita e/o – dopo la decisione di iniziare a lavorare – sul numero di ore effettivamente lavorate. Esistono inoltre crescenti evidenze empiriche del fatto che un elevato cuneo fiscale<sup>4)</sup> costituisce una determinante significativa delle differenze di occupazione e utilizzo del lavoro tra i vari paesi<sup>5)</sup>. Studi empirici recenti hanno rivelato che alti livelli di sussidi di disoccupazione e cuneo fiscale sono connessi a tassi di occupazione (soprattutto femminile) generalmente più bassi. Tali studi hanno inoltre dimostrato come i sistemi pensionistici pubblici e altre forme di trasferimenti sociali che forniscono consistenti incentivi al pensionamento anticipato possano esercitare un notevole impatto negativo sul tasso di occupazione dei lavoratori più anziani<sup>6)</sup>.

Con riferimento alla flessibilità e alla regolamentazione, si pone il problema centrale di capire se un rigore eccessivo nella tutela dell'occupazione e nella regolamentazione dei mercati dei beni e dei servizi influisca negativamente sul mercato del lavoro. Alcuni studi suggeriscono che le categorie con maggiori difficoltà di ingresso nel mercato del lavoro (ad esempio i giovani, le donne e i disoccupati di lungo periodo) sono quelle che risentono di più dell'eccesso di rigore nella normativa a tutela del lavoro<sup>7)</sup>. Quanto alla regolamentazione, evidenze empiriche coerenti mostrano i notevoli guadagni di occupazione che possono essere ottenuti liberalizzando i mercati dei beni e dei servizi<sup>8)</sup>.

4) Il cuneo fiscale tiene conto dell'entità dei contributi sociali e delle imposte sui salari, i redditi personali e i consumi che generano uno scarto tra il costo reale del lavoro per i datori di lavoro e la remunerazione reale dei lavoratori.

5) Cfr. Prescott, E., *Why do Americans work so much more than Europeans?*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2004, e Spolander, M. e Tarkka, J., *Taxation and employment – international comparisons*, Bank of Finland Bulletin, Vol. 79, 2005.

6) Bassanini, A. e Duval, R., *Employment patterns in OECD countries: reassessing the role of policies and institutions*, Social, Employment and Migration Working Paper dell'OCSE n. 35, 2006.

7) Cfr. anche Bassanini, A. e Duval, R. (nota 6 di questo riquadro).

8) Cfr. Nicoletti, G. e Scarpetta, S., *Product market reforms and employment in OECD countries*, Working Paper dell'OCSE n. 472, 2005.

#### 4 CONCLUSIONI

L'evidenza analizzata ha messo generalmente in luce il ruolo importante dei fattori strutturali nella determinazione dei differenziali di crescita tra i paesi dell'area dell'euro. Tali differenziali sono per lo più ascrivibili alla diversità dei profili di crescita tendenziale e, in misura inferiore, a fattori ciclici. Inoltre, le rigidità esistenti nelle economie dell'area possono aver ridotto la capacità di queste ultime di adeguarsi agli shock. Il persistere di tassi di crescita disomogenei sarebbe in questo senso correlato anche agli effetti relativamente durevoli degli shock economici, a loro volta dovuti al fatto che – principalmente di riflesso alle rigidità strutturali e all'assenza di

mercati integrati – i meccanismi di adeguamento agiscono con lentezza.

Il migliore contributo che la politica monetaria unica della BCE può apportare all'ordinato funzionamento dell'UEM consiste nel mantenimento della stabilità dei prezzi all'interno dell'area dell'euro. Livelli inadeguati di crescita in un paese specifico devono essere affrontati attraverso opportune politiche nazionali in ambito fiscale e strutturale. Nel contesto dell'UEM, un ritardo nell'adozione dei necessari provvedimenti sul piano interno accresce i costi potenziali in caso di shock avversi. Le politiche di bilancio nell'area dell'euro possono meglio contribuire all'ordinato funzionamento dell'UEM se sono

## ARTICOLI

Origini  
e implicazioni  
dei differenziali  
di crescita  
del prodotto  
nell'area dell'euro

sostenibili e orientate al medio periodo. Quelle strutturali devono prefiggersi nello specifico di migliorare la capacità di adeguamento dell'economia agli shock e promuovere la crescita della produttività e dell'occupazione, mantenendo nel contempo condizioni macroeconomiche stabili. Economie aperte, integrate e flessibili creano le condizioni migliori per sfruttare i sostanziali vantaggi offerti dalla moneta unica, nell'interesse di tutti i paesi e i cittadini dell'area dell'euro.



# IL RACCORDO DISAVANZO-DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE



*Il disavanzo e il debito delle amministrazioni pubbliche costituiscono l'oggetto principale dell'attività di sorveglianza dei conti pubblici nell'area dell'euro; affinché il processo di sorveglianza risulti credibile, è quindi essenziale disporre di dati affidabili per questi importanti indicatori. Sussistono tuttavia differenze, talvolta significative, fra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e la variazione del debito pubblico, per le quali si è soliti parlare di "racordo disavanzo-debito". Questo articolo esamina in dettaglio tali differenze, affermando che, nella misura in cui riflettono in modo corretto l'attività finanziaria delle amministrazioni pubbliche, come nel caso dell'accumulazione di attività da parte dei fondi previdenziali in vista di esborsi pensionistici futuri, esse non devono destare preoccupazione. Dopo taluni episodi problematici, la sorveglianza statistica a livello di Unione europea (UE) ha compiuto progressi significativi negli ultimi anni. Sono state rafforzate l'applicazione delle norme contabili e l'affidabilità delle serie statistiche, due elementi che favoriscono a loro volta l'attuazione del nuovo Patto di stabilità e crescita.*

## I INTRODUZIONE

Il disavanzo e il debito delle amministrazioni pubbliche costituiscono l'oggetto principale della sorveglianza in materia di conti pubblici nell'area dell'euro. Tuttavia, l'evoluzione di queste due grandezze diverge sempre in qualche misura, talvolta anche in modo significativo. Dall'avvio dell'Unione economica e monetaria il 1° gennaio 1999 alla fine del 2005 l'aumento complessivo del debito pubblico (nell'area dell'euro altresì noto come "debito di Maastricht") è ammontato al 15 per cento del PIL, mentre i disavanzi cumulati delle amministrazioni pubbliche dell'area hanno rappresentato circa il 13 per cento del PIL<sup>1)</sup>. La differenza fra la variazione del debito e il disavanzo cumulata nel periodo è stata pertanto pari al 2 per cento del PIL, ossia allo 0,3 per cento del PIL in media d'anno per l'insieme dell'area dell'euro. Tuttavia, a livello di singoli paesi le discrepanze fra la variazione del debito e il disavanzo cumulate in quel periodo sono talvolta risultate ben più considerevoli, raggiungendo in alcuni casi addirittura il 28 per cento del PIL. Con riferimento alla differenza fra variazione del debito e disavanzo delle finanze pubbliche si è soliti parlare di "racordo disavanzo-debito" (RDD) o, più generalmente, di "aggiustamento stock-flussi".

Nella misura in cui l'RDD e le sue componenti risultano da una rilevazione statistica corretta, l'affidabilità dei dati su disavanzo e debito non è messa in discussione, e ne esce rafforzata anche la credibilità della sorveglianza UE in materia di conti pubblici. Al contrario, eventuali dubbi cir-

ca l'affidabilità dei dati potrebbero pregiudicare il processo di sorveglianza.

Nel prosieguo dell'articolo si descrivono anzitutto le fonti del racordo disavanzo-debito (sezione 2) e il nesso che sussiste tra tale racordo da un lato e la sorveglianza dei conti pubblici dell'UE e il Patto di stabilità e crescita dall'altro (sezione 3). Si passa successivamente all'analisi quantitativa delle varie componenti dell'RDD nell'area dell'euro e della loro evoluzione nel tempo (sezione 4), per poi formulare alcune considerazioni conclusive.

## 2 DEFINIZIONE E FONTI DEL RACCORDO DISAVANZO DEBITO

Intuitivamente si potrebbe pensare che il debito in essere delle amministrazioni pubbliche cresca in misura pari al disavanzo. Tuttavia, ciò non è necessariamente vero per vari motivi, che si possono illustrare più chiaramente analizzando i passaggi che legano un aggregato contabile all'altro (evidenziate nella figura 1). In primo luogo, il disavanzo non corrisponde all'ammontare che le amministrazioni pubbliche devono prendere a prestito (fabbisogno); questo a causa degli investimenti in attività finanziarie. In secondo luogo, i tempi di rilevazione delle spese e delle entrate delle amministrazioni pubbliche non coincidono necessariamente con quelli dei relativi flussi di cassa. Inoltre, la variazione del debito pubblico in essere

1) Entrambi i valori sono espressi in termini di PIL del 2005.

potrebbe differire dal fabbisogno a causa di altre variazioni di valore o di volume del debito<sup>2)</sup>.

Analizzando innanzitutto le potenziali disparità fra il disavanzo e il fabbisogno, è utile rilevare che fra gli investimenti in attività finanziarie figurano ad esempio i depositi detenuti dalle amministrazioni pubbliche presso le istituzioni finanziarie monetarie, l'acquisizione di titoli (non pubblici) da parte dei fondi di previdenza sociale (che accumulano attività per coprire erogazioni pensionistiche future) e l'acquisizione di azioni di società private. Dato un certo disavanzo, gli investimenti in attività finanziarie accrescono il fabbisogno delle amministrazioni pubbliche e, di conseguenza, anche il loro debito; per contro, una loro diminuzione (ad esempio per effetto di privatizzazioni) tende a ridurre il fabbisogno e il debito, lasciando invariato il disavanzo.

Quanto ai tempi di rilevazione, può non esservi corrispondenza fra il momento di registrazione della spesa e dei relativi pagamenti e quello delle entrate e del connesso flusso finanziario verso le amministrazioni pubbliche. Ad esempio, sebbene la spesa venga registrata alla consegna delle forniture, andando ad accrescere il disavanzo, l'amministrazione pubblica potrebbe posticipare l'esborso effettivo (in linea con le clausole di regolamento contrattuali), lasciando invariati fabbisogno e debito pubblici. Analogamente, tasse e imposte riducono il disavanzo nel momento del loro computo, benché possano essere riscosse in un secondo momento. Sussistono inoltre disparità nei tempi di rilevazione per quanto riguarda l'anticipo o il posticipo del rimborso da parte dell'UE dei fondi spesi per suo conto dalle amministrazioni pubbliche. La mancata corrispondenza fra i tempi di rilevazione relativi alle varie fonti di dati utilizzate per la compilazione dei conti pubblici comporta la presenza di discrepanze

Figura 1 Dal disavanzo al debito



statistiche che contribuiscono anch'esse a questa componente dell'RDD. Tale componente tende ad annullarsi nel tempo (ad esempio, gli importi contabilizzati nella spesa per un determinato anno ma non ancora versati saranno corrisposti, senza essere più contabilizzati, l'anno successivo).

Le differenze fra il fabbisogno e la variazione effettiva del debito sono dovute a cambiamenti nel valore o nel volume del debito di Maastricht che intervengono indipendentemente da eventuali transazioni. Ad esempio, il valore del debito pubblico in essere cala allorché l'apprezzamento dell'euro riduce il valore nominale delle passività denominate in moneta estera. Le variazioni di volume non associate a transazioni scaturiscono invece normalmente da riclassificazioni delle imprese pubbliche all'interno o all'esterno del settore delle amministrazioni pubbliche, ovvero dall'accollo da parte delle amministrazioni pubbliche dei debiti di altri soggetti.

2) Una spiegazione più dettagliata dell'RDD è contenuta nel documento *Government Finance Statistics Guide* della BCE: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/governmentfinancestatisticsguide200701en.pdf>.

#### Riquadro

#### DEFINIZIONE DEL DISAVANZO E DEL DEBITO DI MAASTRICHT

I dati sul disavanzo e sul debito delle amministrazioni pubbliche da utilizzare ai fini della procedura per i disavanzi eccessivi sono definiti nel Trattato di Maastricht, ratificato da tutti gli Stati

membri dell'Unione europea<sup>1)</sup>. Per questo motivo, al riguardo si parla spesso di disavanzo e di debito di Maastricht.

Il debito di Maastricht misura l'indebitamento del settore pubblico nel suo insieme. Esso non è tuttavia dato semplicemente dalla somma del debito emesso da tutte le amministrazioni pubbliche, ma risulta dal consolidamento di tale debito. Ciò significa che le passività emesse da un'amministrazione pubblica e detenute da un'altra amministrazione, come i titoli di debito emessi dalle amministrazioni centrali e detenuti dai fondi di previdenza sociale, sono escluse dal calcolo.

Il debito di Maastricht è definito in termini lordi: nel suo calcolo, non sono dedotte le attività di amministrazioni pubbliche corrispondenti a passività di soggetti non appartenenti alle amministrazioni pubbliche (come le obbligazioni o le azioni emesse da società private).

Esso è misurato al valore nominale o facciale, e indica l'ammontare che le amministrazioni pubbliche dovranno rimborsare per estinguere il proprio debito. Tuttavia, il debito di Maastricht tiene conto degli effetti di valutazione derivanti dalla conversione al prezzo di mercato delle passività denominate in valuta estera.

Per motivi pratici, esso non include una serie di passività di difficile misurazione, fra cui, in particolare, gli altri conti passivi, comprendenti crediti commerciali originati da dilazioni contrattuali di pagamento nei confronti di fornitori di beni e servizi<sup>2)</sup>.

Il disavanzo di Maastricht è dato dalla differenza fra le entrate e le uscite delle amministrazioni pubbliche. Esso equivale altresì al saldo tra le attività finanziarie acquisite dalle amministrazioni pubbliche e la variazione delle passività totali<sup>3)</sup>. La corretta rilevazione di tutte le transazioni è disciplinata dalle norme contabili europee, ossia dal Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95), il quale è in linea con altre norme statistiche internazionali ed è sancito da un Regolamento del Consiglio, adottato da tutti gli Stati membri dell'UE<sup>4)</sup>.

1) Cfr. l'articolo 2 del Protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi allegato al Trattato: <http://europa.eu/eur-lex/it/treaties/selected/livre335.html>.

2) Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio del 22 novembre 1993 relativo all'applicazione del protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi, e successivi emendamenti.

3) Rappresenta la variazione del capitale netto finanziario delle amministrazioni pubbliche dovuta a transazioni. Le variazioni dovute a plusvalenze e minusvalenze non sono contabilizzate nel disavanzo.

4) Regolamento (CE) n. 2223/96 del Consiglio del 25 giugno 1996 relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nella Comunità.

### 3 RACCORDO DISAVANZO-DEBITO E SORVEGLIANZA DEI CONTI PUBBLICI NEL QUADRO DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

L'RDD costituisce una variabile importante per la sorveglianza sui conti pubblici in ambito UE, poiché riflette le differenze riscontrabili fra gli andamenti delle due variabili fondamentali monitorate nel quadro del Patto di stabilità e crescita, ossia il disavanzo e il debito pubblici. Il valore di

riferimento del 3 per cento del PIL fissato per il disavanzo e quello del 60 per cento del PIL per il debito pubblico devono essere rispettati per preservare la fiducia nella stabilità e nella sostenibilità delle finanze pubbliche, che rappresentano elementi essenziali per la stabilità macroeconomica di ciascun paese ed il corretto funzionamento dell'UEM. Il superamento della soglia fissata per il disavanzo dà luogo all'avvio della procedura per i disavanzi eccessivi, che in ultima istanza può comportare sanzioni di natura finanziaria.

Nella misura in cui l’RDD e le sue componenti riflettono una corretta rilevazione statistica, l’affidabilità dei dati su disavanzo e debito ne risulta rafforzata, favorendo a sua volta la credibilità della sorveglianza sui conti pubblici in ambito UE e della procedura per i disavanzi eccessivi. A questo proposito, è importante notare che un RDD elevato non solleva di per sé preoccupazioni circa l’affidabilità delle statistiche di finanza pubblica e l’applicazione delle norme contabili SEC 95 (cfr. riquadro). Tuttavia, un RDD inaspettatamente ampio potrebbe essere indicativo, se non di veri e propri errori di segnalazione, quantomeno dello sfruttamento di margini di discrezionalità relativamente a transazioni complesse (per le quali l’applicazione delle regole può risultare più ardua), in modo da ridurre il disavanzo.

Da questo punto di vista, alcune transazioni meritano particolare attenzione allorché si vuole verificare la “solidità” dell’RDD. Andrebbe ad esempio valutato se gli aumenti di capitale effettuati dalle amministrazioni pubbliche a favore di società pubbliche vadano registrati come una acquisizione di partecipazioni azionarie (che non influisce sul disavanzo) ovvero come trasferimenti, che incrementano il disavanzo. Analogamente, la cartolarizzazione di attività non finanziarie di un’amministrazione pubblica che non comporti l’integrale trasferimento del rischio collegato non può essere registrata come cessione con effetti di riduzione del disavanzo, ma andrebbe anzi considerata alla stregua di un aumento del debito pubblico, incrementando l’RDD. Qualora l’amministrazione pubblica venda un edificio con l’intenzione di prenderlo successivamente in locazione, i proventi della vendita possono essere registrati come cessione con effetti di riduzione del disavanzo ovvero come prestito concesso dall’amministrazione stessa, con effetti di incremento del debito: la corretta rilevazione dell’operazione dipende dalle specifiche condizioni alle quali avviene la vendita. Inoltre, vanno esaminati attentamente i casi in cui la pubblica amministrazione si accolla debiti di altri enti, poiché potrebbero essere accompagnati da un trasferimento, con effetti di incremento del disavanzo.

La corretta rilevazione di queste transazioni complesse è trattata nel *Manuale del SEC 95 sul disavanzo e sul debito pubblico* pubblicato dall’Eurostat, che chiarisce le modalità di applicazione delle norme SEC 95 nella compilazione dei conti pubblici. Laddove il manuale non fornisce informazioni sufficienti, al fine di stabilire quale sia il trattamento da riservare alle transazioni complesse l’Eurostat si consulta con il Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (Committee on Monetary, Financial and Balance of Payments Statistics, CMFB), in seno al quale sono rappresentati gli uffici nazionali di statistica e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell’UE, nonché la Commissione europea e la BCE. Queste consultazioni contribuiscono ad assicurare che la compilazione dei dati sul disavanzo e sul debito pubblico sia effettuata in modo coerente e stabile sia nel tempo, sia fra i vari Stati membri, pur in presenza di eventuali differenze nelle prassi nazionali. Esse permettono inoltre di applicare le regole nel modo economicamente più ragionevole, in modo da accrescere la fiducia nelle fondamenta statistiche della sorveglianza sui conti pubblici.

Poiché la credibilità della sorveglianza sui conti pubblici in ambito UE dipende dall’affidabilità delle corrispondenti statistiche, verso la fine del 2005 è stato adottato un Regolamento del Consiglio<sup>3)</sup> che conferisce all’Eurostat maggiori poteri di scrutinio sui dati relativi al disavanzo e al debito di Maastricht segnalati dagli Stati membri. Ciò ha permesso all’Eurostat, l’organismo responsabile di produrre le statistiche necessarie alla procedura per i disavanzi eccessivi<sup>4)</sup>, di rafforzare le proprie iniziative, anche nel contesto delle missioni che conduce con il sostegno della BCE. Nel complesso, le regole e le procedure per la segnalazione statistica dei conti pubblici sono considerevolmente progredite negli ultimi anni, contribuendo a migliorare la sorveglianza in ambito UE e la credibilità del Patto di stabilità e crescita.

3) Regolamento (CE) n. 2103/2005 del Consiglio del 12 dicembre 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 3605/93 per quanto riguarda la qualità dei dati statistici nel contesto della procedura per i disavanzi eccessivi.

4) Cfr. l’articolo 4 del Protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi, allegato al Trattato.

#### 4 ANALISI DEL RACCORDO DISAVANZO-DEBITO NELL'AREA DELL'EURO

Come già discusso, certe discrepanze fra il disavanzo e la variazione del debito lordo delle amministrazioni pubbliche dovrebbero essere frequenti. Dal 1999 al 2005 i raccordi disavanzo-debito nell'area dell'euro hanno in media comportato un aumento annuo del rapporto debito/PIL pari allo 0,3 per cento in più di quanto giustificato unicamente in base ai dati sul disavanzo<sup>5)</sup>. Per contro, nello stesso periodo l'RDD degli Stati Uniti ha ridotto in media il debito dello 0,3 per cento del PIL (per cui i disavanzi cumulati hanno leggermente sovrastimato le dinamiche del debito). Quanto al Giappone, l'RDD ha accresciuto il debito dell'1,5 per cento del PIL l'anno, soprattutto per effetto degli ampi investimenti finanziari effettuati dalle amministrazioni pubbliche per il prefinanziamento delle obbligazioni pensionistiche.

L'RDD annuo per l'area dell'euro nel periodo 1999-2005, tuttavia, riflette ampie disparità fra i paesi dell'area (cfr. tavola). Si osservano RDD significativi con effetti di aumento del debito in Finlandia (pari al 4,5 per cento del PIL in media dall'avvio dell'UEM), Grecia e Lussemburgo

(in entrambi i casi pari a circa il 3 per cento del PIL in media). Fra i maggiori paesi dell'area dell'euro, la Francia e la Spagna hanno rispettivamente registrato un RDD dello 0,6 e 0,8 per cento l'anno, mentre in Germania l'RDD ha avuto lievi effetti di riduzione del debito. Nondimeno, i valori dell'RDD nei singoli anni differiscono talvolta sostanzialmente dalla loro media intertemporale (un aspetto potenzialmente rilevante ai fini della procedura per i disavanzi eccessivi, che considera gli andamenti sia del disavanzo sia del debito nei singoli paesi e nei singoli anni). Ad esempio, l'RDD dell'Italia è stato mediamente pari a zero dall'avvio dell'UEM, pur risultando significativamente positivo o negativo nei singoli anni.

Dall'esame delle varie fonti dell'RDD nell'area dell'euro emerge che gli investimenti finanziari delle amministrazioni pubbliche hanno avuto un considerevole effetto di accrescimento del debito in gran parte dei paesi con RDD elevati (cfr. figura 2), e in particolar modo in Finlandia, Lussemburgo, Austria e Spagna. In media, tali investimenti hanno superato in Finlandia il 4 per cento del PIL l'anno. In Finlandia, Lussembur-

5) Si noti che RDD = variazione del debito - disavanzo.

#### Raccordo disavanzo-debito (1999-2005)

(media annua in percentuale del PIL)

Paesi	RDD											Differenze nei tempi di registrazione <sup>1)</sup>
	Disavanzo	Acquisizione di attività finanziarie								Altre variazioni di valore e di volume		
		Moneta e depositi	Titoli	Azioni			Prestiti	Altre variazioni di volume del debito	Differenze nei tempi di registrazione <sup>1)</sup>			
Aumenti di capitale	Altri investimenti azionari	Privatizzazioni										
Belgio	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,4	0,2	0,2	0,3
Germania	-0,3	-0,3	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,1
Irlanda	1,6	0,7	0,5	0,2	-0,1	1,1	0,0	-1,3	0,2	0,6	0,0	0,2
Grecia	3,2	0,6	0,2	0,0	0,4	0,3	0,9	-0,7	0,0	0,9	0,0	1,7
Spagna	0,8	1,0	0,8	0,1	-0,1	0,2	-0,3	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,3
Francia	0,6	0,5	0,1	0,0	0,4	0,1	0,5	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0
Italia	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,1	-0,6	0,3	-0,5	0,0	0,5
Lussemburgo	2,6	2,8	2,0	0,5	0,3	n.a.	n.a.	n.a.	-0,1	0,1	n.a.	-0,2
Paesi Bassi	0,0	-0,2	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,1
Austria	0,9	1,1	0,2	0,3	0,1	n.a.	n.a.	n.a.	0,6	-0,4	n.a.	0,1
Portogallo	0,6	0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,5	0,1	-0,7	0,2	-0,1	0,0	0,5
Finlandia	4,5	4,2	0,7	2,6	1,1	0,1	2,3	-1,3	-0,2	0,4	-0,1	-0,1
Area dell'euro <sup>2)</sup>	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	0,0	0,2

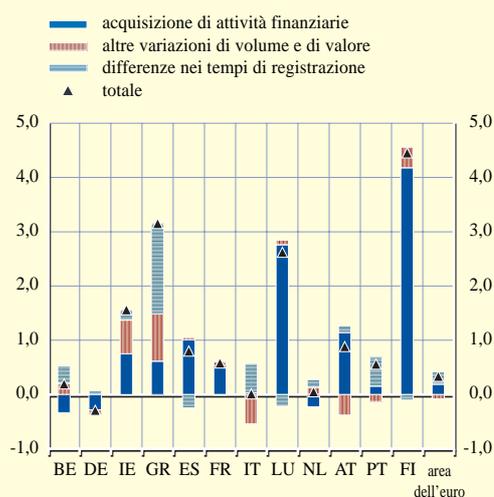
Fonte: Eurosystema.

1) La voce "Differenze nei tempi di registrazione" include soprattutto transazioni registrate negli "altri conti attivi/passivi" e le discrepanze statistiche tra il conto finanziario e il conto economico delle amministrazioni pubbliche.

2) L'area dell'euro non include la Slovenia.

**Figura 2 I componenti del raccordo disavanzo-debito (1999-2005)**

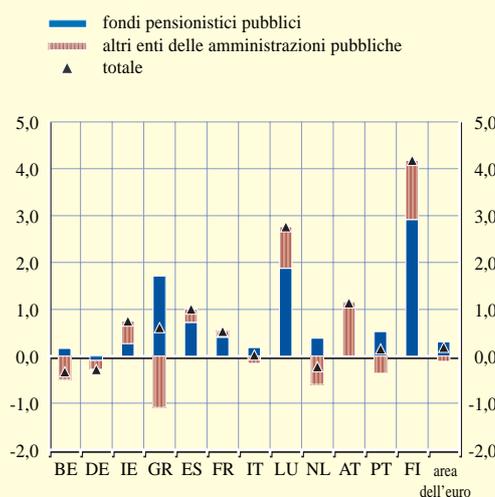
(valori medi in percentuale del PIL)



Fonte: Eurosystema.

**Figura 3 Acquisizione di attività finanziarie da parte di fondi pensionistici pubblici e di altri enti delle amministrazioni pubbliche (1999-2005)**

(valori medi in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat/BCE.

Nota: per i fondi pensionistici pubblici, i dati non sono consolidati con gli altri sottosectori dell'amministrazione pubblica.

go, Spagna e Grecia gli investimenti finanziari delle amministrazioni pubbliche sono derivati in ampia misura dall'accumulo di attività da parte dei fondi di previdenza sociale, in vista di esborsei pensionistici futuri (cfr. anche la figura 3)<sup>6)</sup>.

Per quanto riguarda le altre componenti degli investimenti finanziari, in alcuni casi sono state le variazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche a influire significativamente sull'entità dell'RDD. I depositi del Tesoro presso le istituzioni finanziarie monetarie hanno continuato a crescere fortemente in Finlandia, Spagna e Irlanda. Al contrario, in vari altri paesi le amministrazioni pubbliche hanno cercato di contenere l'aumento del debito riducendo l'ammontare medio di liquidità detenuto.

Vale la pena fare menzione di alcune altre componenti degli investimenti finanziari delle amministrazioni pubbliche. Gli aumenti di capitale, connessi principalmente con il finanziamento di infrastrutture (ad esempio nei settori dei trasporti, delle telecomunicazioni e dell'energia), hanno avuto un effetto di incremento del debito

pari mediamente allo 0,2 per cento l'anno per l'area dell'euro, risultando particolarmente elevate in Irlanda e in misura minore in Portogallo. Gli altri investimenti in azioni (dovuti in ampia misura agli investimenti dei sistemi di previdenza sociale) sono stati significativi in Finlandia, Grecia e Francia. Tuttavia, l'effetto di aumento del debito degli aumenti di capitale e di altri investimenti azionari è stato in media più che compensato da importanti programmi di privatizzazione (pari allo 0,4 per cento del PIL in media d'anno nell'area dell'euro), specie in Italia, Paesi Bassi e Germania.

L'impatto dei prestiti delle amministrazioni pubbliche (erogati in genere alle società pubbli-

6) Inoltre, a partire dall'avvio dell'UEM, i fondi di previdenza sociale in alcuni paesi hanno generalmente diversificato il proprio portafoglio di attività, riducendo la quota di titoli emessi dalle rispettive amministrazioni pubbliche, con l'effetto di accrescere ulteriormente l'RDD. Poiché il debito di Maastricht è consolidato (cfr. il riquadro), un decremento dei titoli pubblici nazionali detenuti dai fondi di previdenza sociale comporterebbe, *ceteris paribus*, un aumento del debito di Maastricht senza tuttavia incidere sul disavanzo. Crescerebbe pertanto l'RDD.

che) è stato nel complesso modesto, salvo che in Belgio, Austria e Italia.

Le differenze nei tempi di rilevazione non sono state particolarmente significative nell'area dell'euro, con l'eccezione della Grecia, e in misura minore dell'Italia e del Portogallo.

Le variazioni di valore e di volume non collegate a transazioni hanno complessivamente ridotto il debito pubblico nell'area dell'euro (dello 0,1 per cento). Gli effetti di cambio sul valore delle passività pubbliche denominate in moneta estera sono stati marginali, tendendo a ridursi in linea con il decremento della quota di tali passività (passata dall'8 al 2 per cento fra il 1993 e il 2005) a seguito dell'adozione dell'euro. La diminuzione è stata osservata principalmente in Grecia, Finlandia e Irlanda. Il rimborso anticipato di passività pregresse e l'emissione di nuovo debito con valore di mercato equivalente hanno anch'essi avuto un impatto sulla variazione del debito di Maastricht, a causa del diverso valore nominale del debito di vecchia e di nuova emissione. Siffatta ristrutturazione del debito ha interessato segnatamente l'Italia.

Negli ultimi anni il livello dell'RDD in alcuni paesi dell'area dell'euro è stato ridotto grazie alla risoluzione di controversie rilevanti circa la contabilizzazione di alcune transazioni. In particolare, l'Eurostat ha rivisto i dati su disavanzo e debito segnalati da alcuni paesi, giungendo in certi casi a cifre significativamente più elevate per i disavanzi e più basse per gli RDD rispetto a quanto originariamente segnalato. Tali correzioni hanno riguardato in special modo la riclassificazione delle operazioni di accollo da parte delle amministrazioni pubbliche di debiti di società pubbliche, la contabilizzazione delle spese militari, gli aumenti di capitale nelle società pubbliche, le modalità di registrazione delle voci connesse alla previdenza sociale e l'applicazione del principio della competenza. Malgrado la chiarificazione dei criteri contabili e i miglioramenti

intervenuti di recente nella rilevazione statistica nazionale, è possibile che sorgano nuovamente questioni controverse o discrepanze inspiegate. È di conseguenza necessario continuare a vigilare e a monitorare gli RDD.

## 5 CONCLUSIONI

La credibilità dell'opera di sorveglianza nel quadro del Patto di stabilità e crescita presuppone la compilazione di statistiche affidabili sulla finanza pubblica. Poiché i dati sul disavanzo e sul debito delle amministrazioni pubbliche costituiscono le statistiche più rilevanti ai fini della sorveglianza fiscale a livello di UE, è importante comprendere come questi due concetti siano collegati. La differenza fra la variazione del debito e il disavanzo può essere dovuta a tre principali categorie: l'investimento finanziario, la mancata corrispondenza dei tempi di rilevazione e altre variazioni nel valore o nel volume del debito.

Un livello elevato di RDD non dovrebbe di per sé sollevare preoccupazioni circa l'affidabilità delle statistiche sul disavanzo e sul debito pubblici. Al riguardo, in quest'articolo si è rilevato come un'ampia parte del RDD sia dovuta agli investimenti finanziari dei fondi di previdenza sociale effettuati in preparazione di esborsi pensionistici futuri. Nondimeno, alcune difficoltà e controversie in materia di rilevazione negli ultimi anni hanno messo in risalto la necessità di statistiche affidabili sulla finanza pubblica, e sono stati rafforzati i poteri di scrutinio della Commissione europea (Eurostat) sui dati di disavanzo e debito segnalati. Ciò ha comportato un miglioramento delle segnalazioni, e sono stati realizzati progressi notevoli nel chiarire i criteri contabili e garantire la loro applicazione armonizzata. È fondamentale che l'Eurostat, con il sostegno della BCE, continui a monitorare attentamente il raccordo disavanzo-debito e le sue componenti.



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





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

### TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

#### I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1	Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2	Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	S8
1.4	Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9

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

2.1	Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2	Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3	Statistiche monetarie	S12
2.4	Scomposizione dei prestiti delle IFM	S14
2.5	Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6	Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7	Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM	S21
2.8	Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S22
2.9	Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S24
2.10	Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore	S25

#### 3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

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

#### 4 MERCATI FINANZIARI

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

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

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

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

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 13 (area dell'euro, Slovenia inclusa) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001 e per il 2007, calcolate rispettivamente su basi nel 2000 e nel 2006, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dovuto all'ingresso, nell'ordine, della Grecia e della Slovenia nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovenia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.int/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

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

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

# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

## Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società diverse dalle IFM <sup>1)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,6	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	16,2	3,08	3,86
2006 2° trim.	9,8	9,2	8,6	-	11,2	15,9	2,90	4,05
3° trim.	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,5	3,22	3,97
4° trim.	6,7	8,6	9,0	-	11,1	17,1	3,59	3,86
2007 1° trim.	.	.	.	-	.	.	3,82	4,08
2006 ott.	6,3	8,2	8,5	8,8	11,2	17,1	3,50	3,88
nov.	6,6	8,8	9,3	9,2	11,2	17,9	3,60	3,80
dic.	7,4	9,3	9,7	9,7	10,8	16,5	3,68	3,90
2007 gen.	6,5	8,9	9,9	9,9	10,6	16,1	3,75	4,10
feb.	6,6	8,8	10,0	.	10,3	.	3,82	4,12
mar.	.	.	.	.	.	.	3,89	4,02

### 2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	2,2	4,1	2,4	1,4	1,3	81,2	0,8	8,6
2006	2,2	5,1	2,5	2,7	3,8	83,3	1,4	7,9
2006 2° trim.	2,5	5,8	2,6	2,8	4,2	83,0	1,5	7,9
3° trim.	2,1	5,4	2,5	2,8	4,1	83,8	1,5	7,8
4° trim.	1,8	4,1	2,4	3,3	3,6	84,2	1,6	7,6
2007 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 ott.	1,6	4,0	-	-	3,8	83,9	-	7,7
nov.	1,9	4,3	-	-	2,7	-	-	7,6
dic.	1,9	4,1	-	-	4,4	-	-	7,5
2007 gen.	1,8	3,1	-	-	3,6	84,4	-	7,4
feb.	1,8	2,9	-	-	.	-	-	7,3
mar.	1,9	.	-	-	.	-	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	2,9	47,1	-202,4	155,5	320,1	103,3	104,1	1,2441
2006	-7,4	27,5	-145,9	251,0	325,8	103,6	104,4	1,2556
2006 2° trim.	-9,2	6,3	-16,4	96,4	323,8	103,8	104,6	1,2582
3° trim.	-3,1	7,7	-41,2	28,5	325,0	104,5	105,3	1,2743
4° trim.	15,9	16,5	-56,7	103,5	325,8	104,6	105,3	1,2887
2007 1° trim.	.	.	.	.	.	105,5	106,1	1,3106
2006 ott.	2,0	5,7	-15,3	22,4	325,5	103,9	104,7	1,2611
nov.	5,3	7,5	-13,1	45,3	327,0	104,5	105,2	1,2881
dic.	8,6	3,3	-28,3	35,8	325,8	105,5	106,0	1,3213
2007 gen.	-3,5	-3,7	-5,0	39,0	338,4	104,9	105,5	1,2999
feb.	.	.	.	.	337,3	105,4	106,0	1,3074
mar.	.	.	.	.	.	106,1	106,7	1,3242

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

	16 marzo 2007	23 marzo 2007	30 marzo 2007	6 aprile 2007
<b>Oro e crediti in oro</b>	176.185	175.996	181.399	181.210
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	140.244	141.721	140.655	139.243
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	22.742	22.904	23.212	23.731
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	15.495	15.945	15.736	14.323
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	411.503	421.999	433.565	443.529
Operazioni di rifinanziamento principali	271.501	281.999	283.500	291.500
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	140.000	140.000	150.001	150.001
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	1	0	64	2.028
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	0	0	0
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	13.482	14.376	14.759	14.794
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	87.663	88.095	88.942	90.329
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	39.317	39.317	39.283	39.283
<b>Altre attività</b>	223.366	222.303	225.053	224.978
<b>Attività totali</b>	1.129.997	1.142.656	1.162.604	1.171.420

#### 2. Passività

	16 marzo 2007	23 marzo 2007	30 marzo 2007	6 aprile 2007
<b>Banconote in circolazione</b>	609.192	608.308	613.605	625.993
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	182.225	178.813	181.014	185.863
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	181.869	178.447	179.754	185.086
Depositi overnight	33	47	1.103	617
Depositi a tempo determinato	323	318	155	155
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	1	2	5
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	111	114	106	107
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	45.701	62.004	65.823	60.074
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	18.145	18.349	18.774	18.360
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	156	157	158	159
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	11.899	13.233	13.458	12.576
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.611	5.611	5.578	5.578
<b>Altre passività</b>	67.721	66.920	71.110	68.926
<b>Rivalutazioni</b>	121.990	121.990	125.521	125.521
<b>Capitale e riserve</b>	67.246	67.157	67.457	68.263
<b>Passività totali</b>	1.129.997	1.142.656	1.162.604	1.171.420

Fonte: BCE.

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

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

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

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 13 dic.	383.656	344	320.000	3,50	3,55	3,56	7
20 20	388.526	370	321.500	3,50	3,58	3,58	8
28 28	379.862	373	330.500	3,50	3,58	3,68	7
2007 4 gen.	395.644	348	330.500	3,50	3,57	3,58	6
10 10	381.305	375	310.500	3,50	3,55	3,56	7
17 17	412.215	381	312.500	3,50	3,55	3,56	7
24 24	428.181	395	317.500	3,50	3,55	3,56	7
31 31	399.269	352	292.500	3,50	3,56	3,56	7
7 feb. 7 feb.	381.952	346	279.500	3,50	3,54	3,55	7
14 14	402.912	363	286.500	3,50	3,55	3,56	8
22 22	425.650	361	301.500	3,50	3,55	3,56	6
28 28	380.816	343	289.000	3,50	3,56	3,56	7
7 mar. 7 mar.	364.245	333	280.000	3,50	3,55	3,56	7
14 14	375.459	352	271.500	3,75	3,81	3,81	7
21 21	372.414	370	282.000	3,75	3,80	3,81	7
28 28	365.416	357	283.500	3,75	3,82	3,83	7
4 apr. 4 apr.	382.753	356	291.500	3,75	3,83	3,83	7
11 11	364.037	346	280.000	3,75	3,81	3,82	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2006 30 mar.	56.708	170	40.000	-	2,73	2,75	91
27 apr. 27 apr.	63.596	188	40.000	-	2,76	2,78	91
1 giu. 1 giu.	59.771	161	40.000	-	2,87	2,88	91
29 29	57.185	167	40.000	-	3,00	3,01	91
27 lug. 27 lug.	54.824	158	40.000	-	3,08	3,09	91
31 ago. 31 ago.	51.079	148	40.000	-	3,20	3,21	91
28 set. 28 set.	49.801	136	40.000	-	3,30	3,32	84
26 ott. 26 ott.	62.854	159	40.000	-	3,48	3,50	98
30 nov. 30 nov.	72.782	168	40.000	-	3,58	3,58	91
21 dic. 21 dic.	74.150	161	40.000	-	3,66	3,67	98
2007 1 feb. 1 feb.	79.099	164	50.000	-	3,72	3,74	85
1 mar. 1 mar.	80.110	143	50.000	-	3,80	3,81	91
29 29	76.498	148	50.000	-	3,87	3,87	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2005 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
10 ott.	Operazione temporanea	36.120	26	9.500	-	3,00	3,05	3,06	1
12 dic.	Operazione temporanea	21.565	25	2.500	-	3,25	3,32	3,33	1
2007 13 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	2.300	2	2.300	3,50	-	-	-	1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
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	
2° trim.	14.712,2	7.764,5	550,9	1.877,1	1.174,4	3.345,3	
3° trim.	15.261,0	8.064,9	584,0	1.931,6	1.269,7	3.410,8	
2006 ago.	14.850,7	7.760,2	576,3	1.906,6	1.234,7	3.372,8	
set.	15.261,0	8.064,9	584,0	1.931,6	1.269,7	3.410,8	
ott. <sup>2)</sup>	15.421,0	8.133,9	615,2	1.965,1	1.264,5	3.442,4	
nov. <sup>2)</sup>	15.543,0	8.199,7	613,2	1.973,0	1.285,9	3.471,2	
dic. <sup>2)</sup>	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007 gen.	15.889,0	8.478,5	638,8	1.984,4	1.278,8	3.508,5	

**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 2° trim.	162,6	163,3	0,7	0,0	2,57
3° trim.	165,8	166,4	0,6	0,0	3,04
2006 12 dic.	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 16 gen. <sup>3)</sup>	174,3	175,3	1,0	0,0	3,57
13 feb.	175,8	176,5	0,8	0,0	3,55
13 mar.	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
17 apr.	181,8	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Euro-sistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>4)</sup>	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
2° trim.	336,9	287,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,1	572,0	45,5	-37,0	163,3	735,4
3° trim.	327,3	314,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,4	588,7	61,4	-55,6	166,4	755,2
2007 13 feb.	322,1	300,5	124,6	0,1	0,1	0,1	1,5	604,6	47,9	-83,1	176,5	781,2
13 mar.	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2

Fonte: BCE.

- 1) Fine periodo.
- 2) Include le passività soggette a obbligo di riserva degli enti creditizi siti in Slovenia. Nella fase transitoria gli enti creditizi siti nell'area dell'euro potrebbero aver deciso di portare in deduzione dall'aggregato soggetto a riserva tutte quelle passività che hanno come controparte un ente creditizio sito in Slovenia. A partire dal calcolo dell'aggregato soggetto a obbligo di riserva della fine di gennaio del 2007, dovrà essere applicata la modalità standard di calcolo (cfr. Regolamento (CE) n. 1637/2006 della BCE del 2 novembre 2006 riguardante le norme transitorie per l'applicazione da parte della BCE dell'obbligo minimo di riserva in seguito all'introduzione dell'euro in Slovenia (BCE/2006/15)).
- 3) In conseguenza dell'adozione dell'euro da parte della Slovenia dal 1° gennaio 2007 l'aggregato soggetto a riserva è una media ponderata per il numero di giorni di calendario degli aggregati dei 12 paesi dell'area dell'euro per il periodo 13-31 dicembre 2006 e di quelli dei 13 paesi attualmente nell'area per il periodo dal 1° al 16 gennaio 2007.
- 4) A partire dal 1° gennaio 2007, include le operazioni di politica monetaria condotte mediante raccolta di depositi a scadenza fissa dalla Banka Slovenije prima del 1° gennaio 2007 e ancora in essere successivamente a tale data.



## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività	
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
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	226,6
2° trim.	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
3° trim.	1.521,6	694,2	20,3	0,6	673,2	206,5	179,9	2,2	24,4	-	16,5	348,5	14,8	241,1
2006 ott.	1.532,3	699,2	20,4	0,6	678,2	210,5	182,8	2,2	25,5	-	16,8	350,3	14,9	240,7
nov.	1.532,1	689,8	20,4	0,6	668,9	215,9	188,0	2,4	25,5	-	17,0	350,5	14,8	244,0
dic.	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,6	262,5
2007 gen.	1.540,4	663,7	19,7	0,6	643,3	224,7	194,4	2,4	27,9	-	17,2	361,4	14,8	258,7
feb. <sup>(p)</sup>	1.582,1	682,5	19,7	0,6	662,1	234,6	202,8	2,4	29,5	-	17,2	365,7	14,7	267,4
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	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006 1° trim.	24.331,4	14.021,7	816,3	8.549,1	4.656,3	3.584,9	1.440,5	573,5	1.570,9	83,6	1.096,6	3.825,1	166,3	1.553,2
2° trim.	24.695,9	14.321,5	809,3	8.782,0	4.730,3	3.588,0	1.402,8	600,0	1.585,3	86,6	1.109,1	3.849,1	167,9	1.573,6
3° trim.	25.299,8	14.577,7	804,2	8.982,7	4.790,8	3.596,0	1.351,4	618,0	1.626,6	82,4	1.139,7	4.069,8	168,8	1.665,5
2006 ott.	25.525,6	14.662,2	806,2	9.035,5	4.820,6	3.611,8	1.341,0	632,6	1.638,1	85,9	1.158,9	4.190,6	169,6	1.646,7
nov.	25.876,9	14.765,1	804,2	9.117,0	4.843,9	3.623,2	1.339,6	638,1	1.645,5	83,6	1.196,0	4.270,5	170,1	1.768,3
dic.	25.972,6	14.898,7	809,7	9.160,1	4.928,9	3.555,1	1.276,0	648,6	1.630,6	83,4	1.193,5	4.328,9	172,6	1.740,2
2007 gen.	26.400,4	15.071,7	806,2	9.274,5	4.991,0	3.601,9	1.295,0	647,1	1.659,8	84,6	1.219,7	4.489,4	171,9	1.761,3
feb. <sup>(p)</sup>	26.612,1	15.157,5	803,3	9.335,6	5.018,6	3.626,6	1.292,9	657,8	1.676,0	88,4	1.217,3	4.572,3	171,8	1.778,2

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
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
2° trim.	1.532,1	598,2	487,4	69,3	21,5	396,5	-	0,1	206,2	30,6	209,5
3° trim.	1.521,6	607,7	448,3	55,2	16,1	377,0	-	0,1	211,6	33,8	220,0
2006 ott.	1.532,3	613,3	454,0	53,4	20,1	380,5	-	0,1	211,7	31,1	222,1
nov.	1.532,1	617,2	443,3	52,0	19,9	371,4	-	0,1	212,7	33,2	225,6
dic.	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 gen.	1.540,4	621,2	433,3	48,1	18,8	366,4	-	0,8	214,9	36,9	233,2
feb. <sup>(p)</sup>	1.582,1	623,2	466,5	51,4	19,8	395,3	-	0,4	218,2	39,1	234,7
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	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006 1° trim.	24.331,4	-	12.417,2	148,1	7.319,6	4.949,5	686,7	3.991,5	1.368,7	3.733,7	2.133,6
2° trim.	24.695,9	-	12.706,3	138,1	7.510,4	5.057,9	703,1	4.060,7	1.376,2	3.701,4	2.148,1
3° trim.	25.299,8	-	12.852,1	147,7	7.613,2	5.091,2	728,0	4.160,1	1.410,4	3.900,4	2.248,8
2006 ott.	25.525,6	-	12.886,5	138,4	7.631,4	5.116,7	729,1	4.211,5	1.420,2	4.003,0	2.275,3
nov.	25.876,9	-	13.016,9	140,6	7.694,6	5.181,7	720,4	4.242,3	1.443,3	4.012,9	2.441,1
dic.	25.972,6	-	13.255,9	123,2	7.887,1	5.245,7	697,7	4.244,7	1.442,2	3.991,1	2.341,1
2007 gen.	26.400,4	-	13.298,4	122,2	7.887,8	5.288,4	726,1	4.311,2	1.452,5	4.181,4	2.430,9
feb. <sup>(p)</sup>	26.612,1	-	13.360,2	138,0	7.899,1	5.323,1	740,7	4.370,0	1.469,8	4.227,9	2.443,5

Fonte: BCE.

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

2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.

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

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

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

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
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	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006 1° trim.	18.447,9	9.386,8	837,0	8.549,8	2.184,2	1.608,4	575,8	784,5	4.174,0	181,0	1.737,4
2° trim.	18.712,0	9.612,2	829,6	8.782,6	2.175,4	1.573,1	602,3	786,6	4.192,8	182,5	1.762,5
3° trim.	19.232,6	9.807,9	824,6	8.983,3	2.151,5	1.531,3	620,2	809,3	4.418,3	183,6	1.862,0
2006 ott.	19.414,8	9.862,6	826,5	9.036,1	2.158,6	1.523,8	634,8	827,1	4.540,9	184,4	1.841,1
nov.	19.719,4	9.942,2	824,6	9.117,6	2.168,1	1.527,6	640,4	836,5	4.621,0	185,0	1.966,6
dic.	19.748,7	9.990,2	829,4	9.160,7	2.114,5	1.463,4	651,0	828,7	4.680,3	187,3	1.947,8
2007 gen.	20.097,9	10.101,1	826,0	9.275,1	2.138,8	1.489,4	649,4	846,2	4.850,8	186,6	1.974,4
feb. <sup>(p)</sup>	20.274,6	10.159,3	823,0	9.336,2	2.155,9	1.495,7	660,1	833,9	4.937,9	186,5	2.001,2
Transazioni											
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	1.608,6	708,9	12,8	696,0	156,1	76,2	79,9	53,2	448,5	1,4	240,4
2006 1° trim.	593,9	240,5	-10,4	250,8	54,3	28,5	25,8	67,8	202,4	-0,2	29,1
2° trim.	359,8	235,5	-7,2	242,7	13,0	-15,8	28,8	9,0	79,6	1,5	21,1
3° trim.	486,1	203,7	-3,0	206,7	-31,5	-51,2	19,7	9,8	205,3	1,1	97,7
2006 ott.	176,9	56,5	2,7	53,8	8,4	-5,8	14,3	14,7	118,0	0,8	-21,6
nov.	373,9	88,7	-1,8	90,5	14,8	5,7	9,1	6,3	138,7	0,6	124,8
dic.	17,0	47,0	4,5	42,4	-46,7	-58,9	12,1	-10,1	50,1	2,5	-25,8
2007 gen.	286,0	84,1	-3,2	87,3	22,1	20,6	1,5	14,4	143,7	-0,8	22,6
feb. <sup>(p)</sup>	214,7	63,3	-2,9	66,1	15,5	4,8	10,7	-10,2	120,5	-0,1	25,8

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
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	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006 1° trim.	18.447,9	532,2	193,1	7.334,7	603,1	2.402,7	1.255,2	3.764,0	2.340,2	22,6
2° trim.	18.712,0	553,7	207,4	7.531,9	616,5	2.455,3	1.243,5	3.732,0	2.357,7	14,0
3° trim.	19.232,6	563,2	202,9	7.629,3	645,6	2.509,2	1.275,2	3.934,3	2.468,8	4,2
2006 ott.	19.414,8	567,1	191,8	7.651,5	643,2	2.548,0	1.283,3	4.034,1	2.497,4	-1,5
nov.	19.719,4	571,5	192,6	7.714,5	636,8	2.571,3	1.279,4	4.046,1	2.666,8	40,4
dic.	19.748,7	592,2	156,9	7.902,9	614,3	2.587,2	1.268,8	4.026,4	2.576,6	23,4
2007 gen.	20.097,9	575,7	170,4	7.906,6	641,5	2.624,3	1.276,6	4.218,3	2.664,1	20,4
feb. <sup>(p)</sup>	20.274,6	578,7	189,4	7.918,9	652,3	2.665,0	1.287,5	4.267,0	2.678,3	37,6
Transazioni										
2004	1.269,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,2	49,6	276,9	232,1	37,8
2005	1.608,6	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	96,1	448,0	333,8	-50,8
2006 1° trim.	593,9	-0,6	19,6	103,0	9,0	77,0	29,0	240,6	81,9	34,5
2° trim.	359,8	21,5	15,2	204,8	14,9	65,0	1,2	19,4	12,6	5,3
3° trim.	486,1	9,5	-4,5	97,7	9,8	56,7	24,5	203,6	101,2	-12,4
2006 ott.	176,9	3,9	-11,1	22,2	0,7	38,2	4,3	98,5	27,7	-7,5
nov.	373,9	4,4	0,8	69,5	14,6	31,0	-8,1	67,2	145,7	48,8
dic.	17,0	20,7	-36,2	182,5	-21,6	16,5	-2,2	-29,9	-95,2	-17,6
2007 gen.	286,0	-17,0	12,2	-17,5	28,8	29,7	0,4	166,6	91,4	-8,7
feb. <sup>(p)</sup>	214,7	3,1	19,0	16,4	11,3	48,5	7,2	81,3	4,1	23,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2004	2.906,7	2.663,2	5.569,9	965,4	6.535,2	-	4.462,8	2.298,1	8.698,6	7.553,7	373,8
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	994,9	7.067,5	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	422,2
2006 1° trim.	3.492,8	2.720,2	6.213,0	1.007,8	7.220,8	-	5.139,7	2.438,0	9.903,1	8.553,2	426,6
2° trim.	3.555,6	2.783,0	6.338,6	1.027,4	7.366,0	-	5.222,5	2.389,4	10.141,7	8.756,7	456,1
3° trim.	3.591,5	2.877,4	6.468,9	1.092,6	7.561,5	-	5.323,0	2.364,9	10.443,9	8.992,8	467,6
2006 ott.	3.595,9	2.902,3	6.498,2	1.094,3	7.592,5	-	5.363,7	2.354,7	10.529,2	9.052,5	484,2
nov.	3.618,8	2.931,4	6.550,2	1.096,3	7.646,5	-	5.396,7	2.342,5	10.601,2	9.114,3	563,6
dic.	3.674,1	2.953,9	6.628,0	1.090,7	7.718,7	-	5.422,1	2.319,9	10.659,8	9.167,2	631,8
2007 gen.	3.685,9	2.989,1	6.675,0	1.137,5	7.812,4	-	5.469,7	2.320,5	10.772,1	9.272,6	629,5
feb. <sup>(p)</sup>	3.708,7	3.006,2	6.714,9	1.150,3	7.865,2	-	5.504,7	2.321,6	10.838,7	9.341,0	679,8
Transazioni											
2004	237,3	110,7	348,1	58,1	406,2	-	341,0	55,3	580,5	508,7	162,5
2005	337,0	138,9	475,9	6,9	482,8	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,1
2006 1° trim.	75,1	69,7	144,7	27,9	172,6	-	108,0	-19,2	326,3	252,7	0,3
2° trim.	65,4	66,3	131,6	26,6	158,3	-	104,0	-29,0	257,4	213,3	39,1
3° trim.	35,2	93,9	129,1	49,8	178,8	-	94,0	-31,9	296,8	242,0	-10,1
2006 ott.	4,4	25,0	29,4	4,7	34,1	-	36,2	-7,7	82,9	60,8	13,3
nov.	24,3	32,7	57,0	17,0	74,0	-	43,9	17,0	81,5	70,8	82,8
dic.	48,5	23,0	71,5	-3,5	68,0	-	33,8	-17,4	57,1	52,2	69,2
2007 gen.	3,2	25,8	29,0	48,5	77,5	-	29,1	-4,5	85,1	78,3	-3,8
feb. <sup>(p)</sup>	24,0	19,0	43,1	13,1	56,2	-	40,4	-0,5	73,7	73,4	51,0
Variazioni percentuali											
2004 dic.	8,9	4,3	6,6	6,4	6,6	6,5	8,2	2,5	7,1	7,2	162,5
2005 dic.	11,3	5,4	8,5	0,7	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1
2006 mar.	10,1	7,9	9,0	5,6	8,5	8,4	8,8	2,0	11,6	10,8	-6,7
giu.	9,2	8,8	9,0	4,9	8,4	8,3	7,9	0,2	11,6	11,0	-19,3
set.	7,2	9,9	8,4	9,0	8,4	8,4	8,3	-1,6	12,2	11,4	-10,9
2006 ott.	6,3	10,8	8,2	10,3	8,5	8,8	8,2	-2,4	12,0	11,2	18,8
nov.	6,6	11,7	8,8	12,3	9,3	9,2	8,5	-3,8	11,9	11,2	135,6
dic.	7,4	11,7	9,3	12,5	9,7	9,7	8,4	-4,7	11,5	10,8	194,6
2007 gen.	6,5	12,0	8,9	16,2	9,9	9,9	8,4	-4,8	11,3	10,6	183,8
feb. <sup>(p)</sup>	6,6	11,6	8,8	17,6	10,0	.	8,2	-4,1	10,7	10,3	249,4

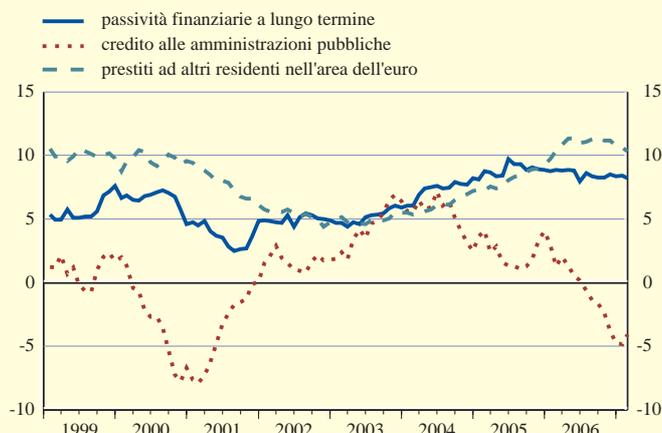
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

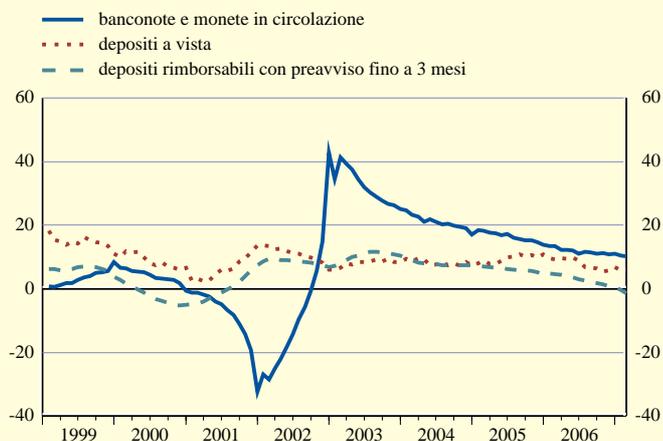
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2004	458,3	2.448,4	1.026,8	1.636,4	243,5	619,6	102,3	1.964,2	90,0	1.358,0	1.050,5
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	237,0	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006 1° trim.	535,4	2.957,4	1.156,7	1.563,5	239,0	605,7	163,1	2.239,4	88,7	1.559,0	1.252,6
2° trim.	548,3	3.007,3	1.217,4	1.565,6	248,0	617,7	161,8	2.287,2	92,4	1.598,0	1.244,9
3° trim.	563,8	3.027,7	1.311,5	1.565,9	268,7	645,2	178,7	2.330,2	97,5	1.626,7	1.268,7
2006 ott.	571,1	3.024,9	1.338,2	1.564,1	256,4	643,5	194,3	2.344,8	99,3	1.640,1	1.279,6
nov.	574,2	3.044,7	1.372,0	1.559,4	257,0	639,9	199,4	2.365,5	101,2	1.648,1	1.281,9
dic.	579,0	3.095,1	1.402,2	1.551,7	262,3	631,5	196,9	2.397,3	102,4	1.654,5	1.267,9
2007 gen. <sup>(p)</sup>	583,2	3.102,7	1.442,3	1.546,7	269,8	645,5	222,2	2.420,5	105,2	1.666,7	1.277,3
feb. <sup>(p)</sup>	588,3	3.120,4	1.468,3	1.537,9	264,5	655,6	230,3	2.440,6	106,9	1.670,3	1.286,9
Transazioni											
2004	66,8	170,6	-2,6	113,4	24,2	22,7	11,3	185,5	-0,9	106,7	49,6
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-7,5	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	96,1
2006 1° trim.	13,9	61,2	49,1	20,6	2,0	-4,1	30,0	40,6	1,8	38,2	27,4
2° trim.	12,9	52,5	64,0	2,3	9,7	13,4	3,5	55,3	3,7	39,8	5,2
3° trim.	15,5	19,6	93,7	0,2	20,7	8,4	20,7	42,2	5,1	30,1	16,6
2006 ott.	7,3	-2,9	26,8	-1,8	-12,3	1,5	15,5	14,1	1,8	13,3	7,0
nov.	3,1	21,2	37,3	-4,6	0,6	17,5	-1,1	34,4	2,0	9,4	-1,9
dic.	4,9	43,6	30,3	-7,3	5,3	-7,5	-1,3	31,3	1,1	6,8	-5,5
2007 gen. <sup>(p)</sup>	3,8	-0,6	31,7	-5,9	7,4	15,5	25,5	15,5	2,1	9,5	2,0
feb. <sup>(p)</sup>	5,1	18,9	27,8	-8,8	-5,2	10,6	7,7	28,3	1,6	4,5	5,9
Variazioni percentuali											
2004 dic.	17,0	7,5	-0,3	7,4	11,1	3,8	12,3	10,3	-1,0	8,5	4,9
2005 dic.	13,8	10,9	6,5	4,4	-3,1	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 mar.	12,3	9,7	12,8	4,4	3,6	-0,4	43,5	8,7	-3,1	8,9	9,8
giu.	11,1	8,8	17,3	3,1	2,7	0,7	30,4	8,1	1,6	8,9	7,1
set.	11,1	6,5	21,4	1,7	12,3	0,6	44,7	8,1	10,6	9,3	7,1
2006 ott.	11,3	5,4	24,2	1,4	8,4	1,8	55,8	7,6	13,8	9,6	7,4
nov.	10,8	5,8	27,2	0,9	8,8	5,7	49,3	8,8	16,5	9,5	6,3
dic.	11,0	6,7	27,2	0,6	11,1	4,7	52,3	9,9	17,8	9,1	4,0
2007 gen. <sup>(p)</sup>	10,5	5,8	29,3	-0,5	11,7	8,2	58,3	10,2	18,9	8,9	4,0
feb. <sup>(p)</sup>	10,2	5,9	29,3	-1,4	15,1	9,6	54,3	10,7	20,7	8,2	2,8

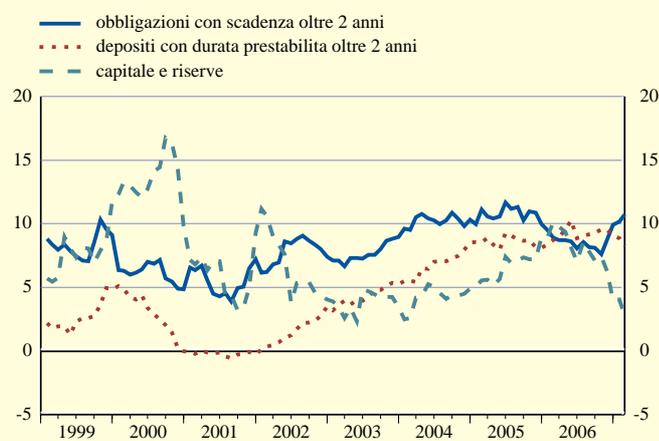
### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

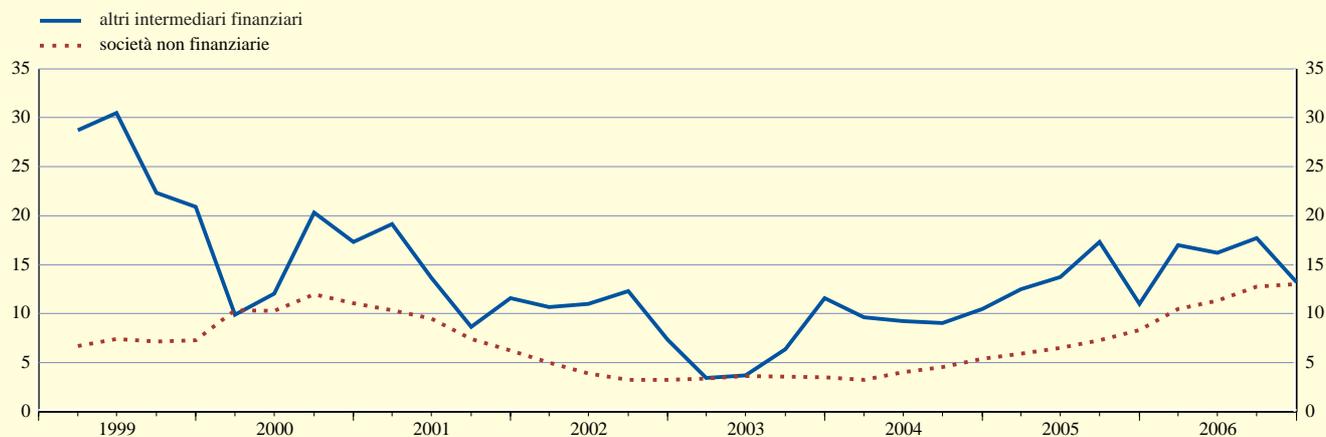
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>4)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
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	1.037,7	594,0	1.777,3
2006 1° trim.	81,9	57,1	661,9	412,0	3.525,1	1.060,8	626,7	1.837,6
2° trim.	84,7	59,6	673,5	419,6	3.640,0	1.098,6	650,9	1.890,5
3° trim.	89,5	63,0	703,6	439,0	3.731,0	1.106,4	681,7	1.942,9
2006 nov.	95,0	68,1	704,1	434,7	3.806,1	1.129,0	700,4	1.976,7
dic.	82,9	55,1	695,7	420,4	3.846,7	1.134,3	711,6	2.000,8
2007 gen.	99,9	72,1	721,6	440,7	3.897,7	1.150,8	722,2	2.024,8
feb. <sup>(p)</sup>	97,0	70,2	742,6	461,2	3.919,8	1.154,4	730,1	2.035,3
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	56,8	54,3	151,6
2006 1° trim.	17,1	15,6	46,6	45,2	108,9	27,0	35,8	46,1
2° trim.	2,8	2,6	13,8	9,0	120,8	39,6	26,4	54,8
3° trim.	4,8	3,4	32,5	20,7	91,2	8,3	30,8	52,1
2006 nov.	6,1	6,2	4,9	-0,5	43,1	13,4	9,5	20,2
dic.	-12,1	-13,0	-14,0	-14,7	43,1	-1,4	11,8	32,7
2007 gen.	16,9	17,0	16,9	19,1	36,3	11,7	7,4	17,2
feb. <sup>(p)</sup>	-2,8	-1,9	22,1	21,3	24,7	4,5	8,6	11,7
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
giu.	32,5	36,3	16,2	16,7	11,3	8,0	17,4	11,4
set.	37,0	47,6	17,7	19,5	12,7	10,3	20,4	11,6
2006 nov.	26,1	35,0	16,0	17,3	13,1	10,7	20,8	12,0
dic.	28,3	33,0	13,2	15,6	13,0	9,4	21,1	12,4
2007 gen.	30,5	36,9	11,4	13,2	13,2	9,6	20,8	12,7
feb. <sup>(p)</sup>	28,8	37,1	10,8	12,4	12,6	9,0	19,8	12,3

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

4) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

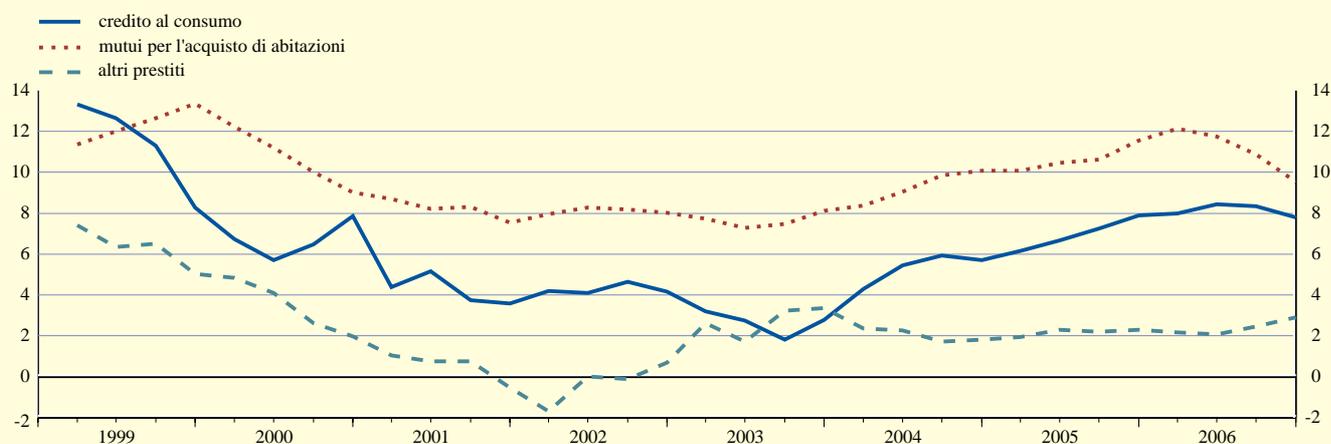
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
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	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006 1° trim.	4.280,1	557,1	126,2	200,9	230,1	3.004,0	15,1	67,9	2.921,0	719,1	146,4	98,1	474,5
2° trim.	4.383,9	576,1	130,6	205,5	240,0	3.079,3	15,8	70,0	2.993,6	728,4	150,7	98,3	479,5
3° trim.	4.458,7	582,9	130,2	206,1	246,5	3.147,1	16,4	70,9	3.059,8	728,7	146,7	99,1	483,0
2006 ott.	4.477,1	584,3	131,9	206,0	246,4	3.163,6	15,6	71,2	3.076,7	729,2	146,0	99,3	484,0
nov.	4.511,8	585,3	131,7	206,5	247,0	3.190,5	15,8	71,0	3.103,6	736,0	150,1	100,0	485,9
dic.	4.534,8	586,8	134,1	205,3	247,4	3.209,6	15,8	71,6	3.122,2	738,5	146,2	101,8	490,4
2007 gen.	4.555,2	586,5	133,5	204,5	248,5	3.230,4	15,5	72,0	3.142,9	738,4	145,3	101,2	491,8
feb. <sup>(p)</sup>	4.576,2	584,0	130,5	204,0	249,6	3.251,8	15,7	72,0	3.164,0	740,4	145,6	101,2	493,6
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	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006 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	1,0
2° trim.	105,4	19,3	4,5	4,3	10,4	75,6	0,6	1,9	73,0	10,5	4,5	0,7	5,4
3° trim.	78,1	8,8	0,2	0,8	7,8	68,5	0,7	0,9	66,9	0,9	-4,0	0,8	4,1
2006 ott.	19,2	3,1	1,5	0,0	1,6	15,0	-0,4	0,3	15,1	1,1	-0,7	0,4	1,5
nov.	36,5	2,4	0,4	0,7	1,4	26,8	0,3	-0,2	26,7	7,3	4,0	0,8	2,4
dic.	25,5	4,0	2,5	-0,7	2,2	21,5	0,4	0,7	20,4	-0,1	-2,0	0,9	1,1
2007 gen.	17,1	-2,2	-0,6	-1,4	-0,2	19,3	-0,3	0,4	19,2	0,0	-1,2	-0,6	1,8
feb. <sup>(p)</sup>	22,1	-2,0	-2,9	-0,5	1,4	21,7	0,3	0,1	21,3	2,4	0,4	0,0	2,0
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	7,5	6,1	9,8	11,5	5,2	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 mar.	9,8	8,0	5,9	5,8	11,1	12,1	6,9	6,0	12,3	2,2	1,6	2,1	2,4
giu.	9,6	8,4	6,2	4,8	13,1	11,8	7,5	8,1	11,9	2,1	0,8	2,4	2,4
set.	9,1	8,3	5,1	4,1	14,0	10,9	9,5	7,3	11,0	2,5	1,3	3,2	2,7
2006 ott.	8,6	8,0	5,2	3,5	13,7	10,2	9,4	7,3	10,3	2,5	1,3	3,6	2,6
nov.	8,6	7,9	5,9	3,5	13,1	10,2	10,6	6,4	10,2	3,1	2,2	3,8	3,2
dic.	8,2	7,8	5,5	3,1	13,3	9,5	11,1	6,1	9,6	2,9	1,0	4,2	3,3
2007 gen.	8,0	7,1	5,2	2,6	12,3	9,4	10,2	7,0	9,5	2,9	0,5	4,2	3,4
feb. <sup>(p)</sup>	8,0	6,5	3,6	1,9	12,2	9,4	11,9	6,8	9,5	3,4	1,2	3,6	4,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

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

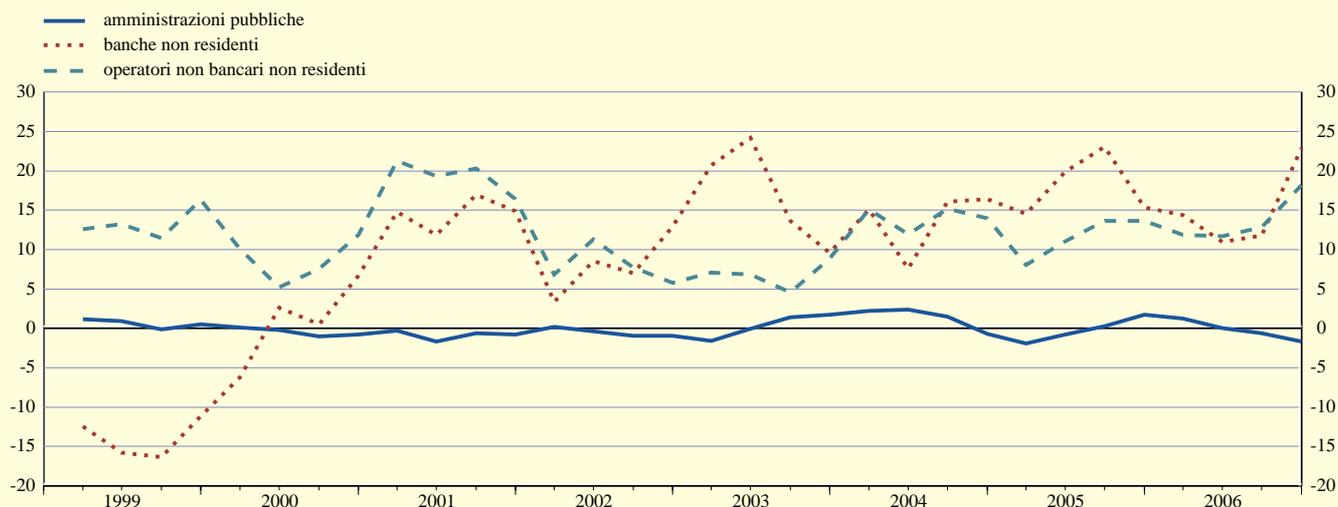
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006 1° trim.	816,3	118,5	240,9	427,7	29,2	2.594,7	1.821,6	773,1	62,9	710,2
2° trim.	809,3	106,7	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.839,9	771,5	66,5	705,0
3° trim.	804,2	101,8	230,1	436,6	35,7	2.735,9	1.919,9	816,1	66,5	749,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	809,7	103,6	232,5	439,4	34,2	2.923,1	2.053,2	869,9	67,2	802,7
Transazioni										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
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.	-6,8	-11,6	-6,4	8,3	2,9	56,3	42,8	13,5	3,6	9,9
3° trim.	-3,0	-2,7	-4,3	0,4	3,6	120,2	75,8	44,3	-0,7	45,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	6,1	2,7	2,4	2,5	-1,4	217,5	159,3	58,2	1,3	56,9
Variazioni percentuali										
2004 dic.	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 mar.	1,2	-8,0	-3,9	5,8	29,5	13,7	14,4	11,9	1,7	12,9
giu.	0,1	-13,9	-6,3	7,4	12,2	11,2	10,9	11,7	7,3	12,1
set.	-0,6	-12,8	-7,9	6,5	9,1	12,1	11,8	12,8	2,9	13,8
dic. <sup>(p)</sup>	-1,7	-14,4	-5,8	3,1	17,1	21,5	22,9	18,2	1,8	19,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

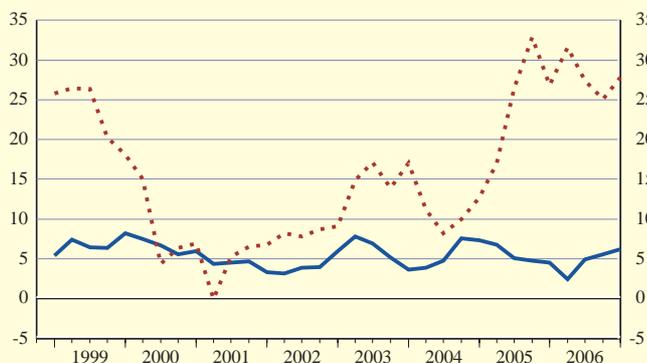
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze</b>														
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	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006 1° trim.	613,0	65,6	50,4	474,8	1,1	1,4	19,7	986,8	271,5	195,1	373,9	11,0	0,1	135,2
2° trim.	625,7	68,6	47,9	484,7	1,0	1,4	22,1	1.045,8	278,1	213,3	404,6	10,8	0,2	138,8
3° trim.	637,3	66,8	51,1	492,7	1,0	1,4	24,4	1.082,5	272,2	236,0	418,4	10,2	0,3	145,5
2006 nov. dic.	636,3 650,0	63,7 70,3	50,4 57,0	492,6 495,4	1,0 1,0	1,4 1,4	27,2 24,9	1.116,2 1.137,4	271,5 282,7	245,0 252,6	451,3 469,5	10,8 10,6	0,2 0,2	137,3 121,8
2007 gen. feb.	655,7 657,2	71,9 69,4	57,7 58,3	499,5 502,8	1,0 1,1	1,4 1,2	24,3 24,3	1.177,6 1.176,4	307,3 299,7	247,1 247,2	476,0 480,6	10,5 10,3	0,2 0,2	136,6 138,5
<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	176,1	40,1	37,3	96,8	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
2° trim.	12,9	3,0	-2,4	10,0	0,0	0,0	2,4	61,7	7,6	18,5	31,3	-0,1	0,1	4,3
3° trim.	11,4	-1,9	3,2	8,0	-0,1	0,0	2,2	35,9	-6,6	22,5	14,0	-0,7	0,1	6,7
2006 nov. dic.	-1,0 13,6	-2,2 6,6	2,2 6,6	-0,4 2,8	0,0 0,0	0,0 0,0	-0,7 -2,3	33,3 14,2	12,0 5,3	5,5 6,6	13,7 18,1	0,7 -0,2	0,0 0,0	1,4 -15,6
2007 gen. feb.	5,2 1,6	1,5 -2,4	0,3 0,7	4,0 3,4	0,0 0,1	0,0 -0,1	-0,7 0,0	37,2 0,9	24,0 -7,1	-6,4 0,9	5,2 5,3	-0,3 -0,1	0,0 0,0	14,8 1,9
<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	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 mar.	2,4	-1,7	2,2	3,1	11,3	0,9	-0,3	31,6	20,7	41,8	52,2	6,1	-	4,7
giu.	4,9	11,8	-1,7	4,6	-8,9	0,8	7,5	27,4	18,2	43,5	42,5	-1,8	-	-1,8
set.	5,6	10,9	-0,4	5,5	-12,0	-3,8	8,6	25,1	7,9	39,3	40,2	-3,2	-	8,4
2006 nov. dic.	5,0 6,2	-6,2 4,1	19,4 10,5	4,8 5,5	-14,3 -16,0	-3,8 -3,4	17,9 21,2	27,2 27,8	16,2 19,1	37,9 37,3	41,9 38,9	-1,1 2,9	-	0,5 1,3
2007 gen. feb.	5,6 6,9	-0,7 1,2	15,5 23,3	5,9 6,2	-13,5 -6,7	-3,5 -13,8	-1,4 7,5	27,3 24,1	16,2 15,0	38,5 30,2	38,8 35,1	4,7 1,1	-	5,4 4,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



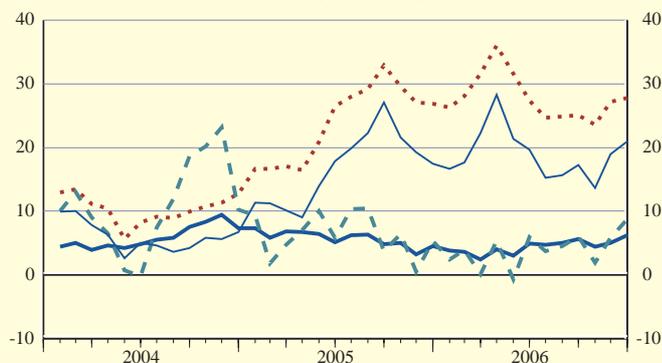
Fonte: BCE.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



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

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

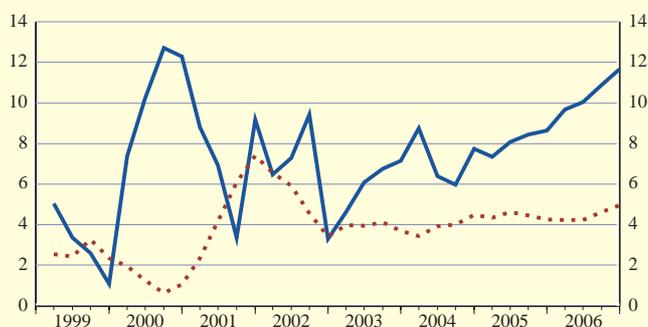
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
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	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006 1° trim.	1.199,9	745,5	313,0	71,9	46,7	1,2	21,6	4.355,8	1.673,8	549,3	623,6	1.367,7	86,3	55,1
2° trim.	1.236,7	783,6	313,0	73,2	43,6	1,2	22,0	4.422,9	1.725,6	569,4	616,5	1.363,9	89,0	58,5
3° trim.	1.269,0	790,6	334,7	73,4	43,8	1,3	25,1	4.439,1	1.703,2	613,8	608,9	1.355,4	93,0	64,8
2006 nov. dic.	1.289,4 1.342,8	799,7 851,8	351,3 355,1	71,3 69,4	42,0 40,5	1,3 1,3	23,7 24,7	4.452,6 4.552,1	1.698,2 1.750,9	644,6 669,0	602,1 606,6	1.341,5 1.355,7	97,7 99,8	68,5 70,0
2007 gen. feb. <sup>(p)</sup>	1.302,1 1.304,0	806,9 808,4	359,1 360,1	69,7 69,2	39,4 38,0	2,1 2,1	24,9 26,3	4.553,1 4.562,2	1.717,5 1.717,2	701,3 721,7	602,6 597,3	1.357,1 1.347,2	101,7 103,8	72,9 75,0
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	-8,1	13,9	1,8	2,3
2° trim.	40,0	39,3	2,0	1,3	-3,0	0,0	0,4	68,5	52,2	21,0	-7,0	-3,7	2,7	3,4
3° trim.	32,0	6,9	21,6	0,2	0,2	0,0	3,1	17,5	-22,2	44,3	-6,3	-8,5	3,9	6,3
2006 nov. dic.	14,7 55,3	18,6 52,4	-1,4 5,1	-0,8 -1,8	-0,5 -1,4	0,0 0,0	-1,2 1,0	11,1 99,8	2,8 52,2	15,6 24,5	-3,0 4,9	-8,4 14,5	2,6 2,1	1,6 1,5
2007 gen. feb. <sup>(p)</sup>	-45,1 3,1	-46,6 2,0	2,6 1,6	0,1 -0,4	-1,4 -1,4	0,0 0,0	0,1 1,4	-11,8 9,7	-39,1 -0,1	26,6 20,8	-5,1 -5,3	1,1 -9,9	1,8 2,1	2,9 2,1
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	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 mar. giu. set.	9,7 10,1 10,9	9,8 8,9 10,1	11,5 15,4 13,9	6,6 8,3 14,0	14,2 4,3 -0,5	-27,6 -19,5 4,2	-9,8 1,1 10,6	4,2 4,2 4,6	7,4 6,0 4,8	6,6 11,5 19,2	-1,7 -2,5 -2,8	3,2 2,2 1,1	-2,7 2,1 10,8	7,6 14,9 25,7
2006 nov. dic.	10,3 11,7	8,1 11,2	19,2 18,3	10,1 5,6	-6,6 -9,2	4,9 5,9	0,9 0,4	4,6 4,9	3,5 3,9	24,1 25,8	-3,4 -3,7	0,5 0,2	16,9 18,2	30,5 32,7
2007 gen. feb. <sup>(p)</sup>	10,1 10,9	9,1 9,9	20,1 19,8	1,9 0,3	-17,5 -19,8	8,7 8,5	-2,4 19,3	4,8 4,9	2,6 2,7	30,3 32,6	-4,2 -4,6	-0,6 -1,4	19,4 21,4	37,1 39,7

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

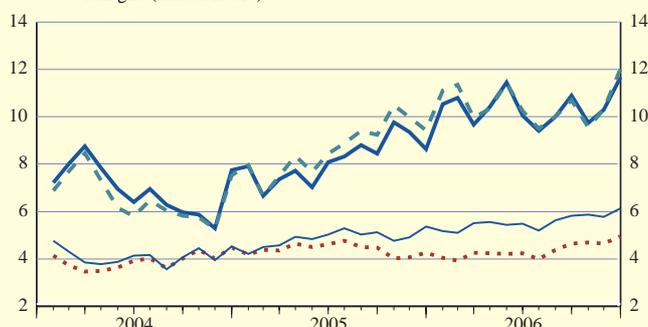
— società non finanziarie (totale)  
- - - famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

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

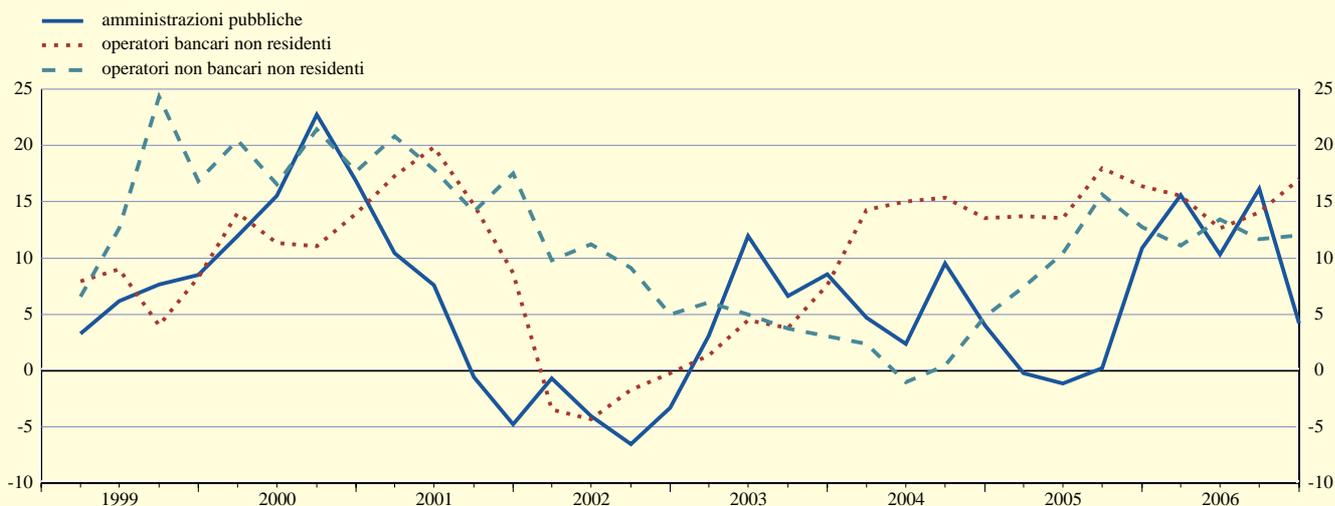
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	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.	312,2	148,1	38,1	77,0	48,9	3.241,9	2.410,4	831,5	128,2	703,3
2° trim.	317,2	138,1	39,6	82,6	56,9	3.202,9	2.368,0	834,9	128,3	706,6
3° trim.	333,0	147,7	41,6	83,5	60,2	3.369,2	2.492,1	877,1	133,3	743,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	327,9	123,2	45,4	91,2	68,1	3.428,9	2.552,1	876,8	128,6	748,2
<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	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006 1° trim.	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	210,4	170,9	39,5	2,4	37,1
2° trim.	6,0	-9,1	1,5	5,6	8,0	7,9	-8,3	16,2	0,1	16,2
3° trim.	15,8	9,6	2,0	0,9	3,3	157,5	117,5	40,0	5,1	34,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	-7,8	-25,0	3,8	5,6	7,9	98,4	99,0	-0,6	-4,7	4,1
<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	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 mar.	15,6	17,0	14,1	14,3	14,6	14,3	15,5	11,1	21,6	9,3
giu.	10,3	2,7	13,0	18,7	17,6	12,9	12,7	13,4	8,2	14,4
set.	16,2	10,1	15,8	17,2	33,3	13,4	14,0	11,7	6,5	12,7
dic. <sup>(p)</sup>	4,2	-17,2	18,4	10,1	52,5	15,7	17,0	12,0	2,3	13,9

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

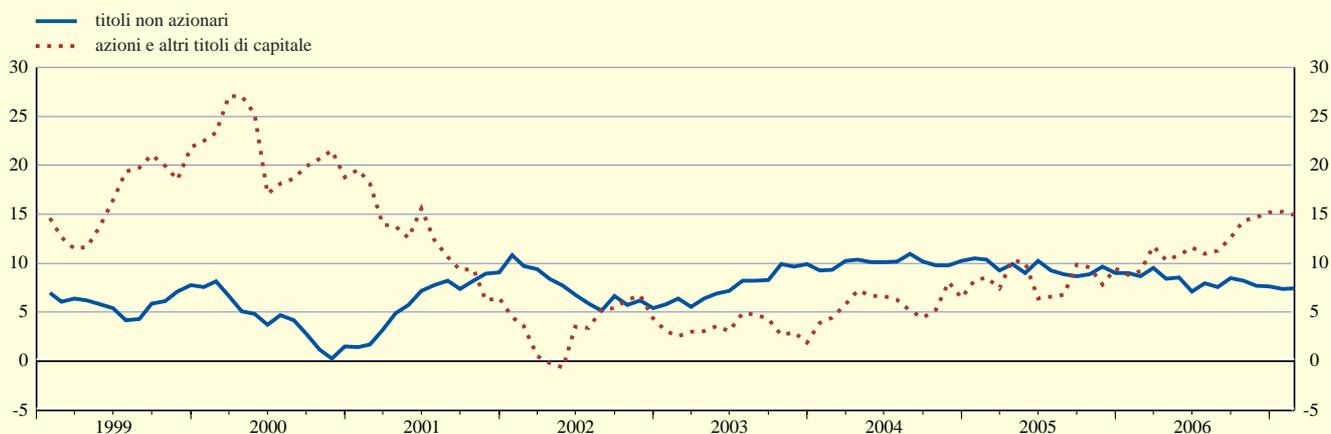
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
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	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006 1° trim.	4.551,2	1.501,6	69,3	1.423,8	16,6	544,9	28,6	966,3	1.359,5	323,6	773,0	262,9
2° trim.	4.565,7	1.519,5	65,8	1.385,6	17,2	572,6	27,4	977,7	1.367,8	334,5	774,7	258,7
3° trim.	4.652,8	1.557,7	68,9	1.334,7	16,7	589,3	28,7	1.056,8	1.415,5	342,4	797,2	275,8
2006 ott.	4.691,8	1.568,4	69,7	1.324,5	16,6	602,3	30,3	1.080,0	1.447,4	344,1	814,8	288,5
nov.	4.722,3	1.575,4	70,1	1.323,1	16,5	609,1	28,9	1.099,1	1.479,7	372,2	823,9	283,6
dic.	4.663,9	1.558,2	72,3	1.259,8	16,2	618,9	29,7	1.108,8	1.489,2	377,5	816,0	295,7
2007 gen.	4.755,7	1.584,8	75,1	1.278,8	16,2	616,5	30,6	1.153,9	1.528,9	386,3	833,4	309,2
feb. <sup>(p)</sup>	4.789,9	1.598,4	77,5	1.276,9	16,0	625,3	32,5	1.163,3	1.539,6	396,1	821,1	322,3
<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	356,2	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006 1° trim.	172,6	59,2	3,6	23,4	0,2	22,2	3,4	60,7	89,2	10,7	67,2	11,3
2° trim.	45,4	15,1	-2,0	-20,8	1,0	29,1	-0,4	23,3	17,4	13,5	8,0	-4,0
3° trim.	72,4	39,0	4,1	-58,2	-0,7	18,6	1,2	68,4	25,6	2,1	10,0	13,4
2006 ott.	37,1	10,9	0,6	-9,0	-0,1	12,8	1,5	20,5	26,5	1,0	14,7	10,8
nov.	62,8	14,1	2,2	0,4	0,4	9,5	-0,6	36,8	29,4	28,4	6,3	-5,3
dic.	-54,1	-17,7	2,3	-59,3	-0,2	11,2	0,9	8,7	5,5	3,4	-10,2	12,3
2007 gen.	80,4	25,7	1,9	15,2	-0,7	-2,0	3,7	36,7	35,8	7,2	14,4	14,2
feb. <sup>(p)</sup>	44,1	13,3	3,6	-3,0	0,0	8,3	2,4	19,5	12,8	10,0	-10,3	13,1
<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	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,5	9,4	8,0	13,6
2006 mar.	9,5	8,3	1,2	1,6	-0,4	16,5	68,1	21,1	11,7	9,9	15,3	3,8
giu.	7,1	5,9	1,0	-0,9	12,4	17,4	50,7	15,9	11,6	12,6	12,3	8,3
set.	8,5	8,5	6,9	-3,6	1,7	22,0	50,5	19,6	12,6	12,7	12,9	11,2
2006 ott.	8,2	8,9	5,1	-5,3	-1,0	21,3	38,8	20,7	14,3	13,0	13,7	17,9
nov.	7,7	9,3	6,9	-8,1	2,2	19,3	27,0	23,4	14,7	17,1	14,2	12,9
dic.	7,7	8,3	16,5	-8,9	3,1	19,8	23,9	24,1	15,2	18,8	13,6	15,2
2007 gen.	7,4	8,1	24,9	-9,3	-2,7	18,4	31,1	23,7	15,3	17,3	13,3	18,4
feb. <sup>(p)</sup>	7,5	7,8	24,3	-9,1	-5,0	17,4	41,5	24,2	14,9	22,3	9,3	21,9

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

(miliardi di euro)

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

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

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
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
2° trim.	-2,6	-0,6	-1,1	-0,9	-0,1	0,0	0,0
3° trim.	-2,5	-0,5	-1,2	-0,9	-0,2	0,0	-0,2
2006 ott.	-0,4	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
nov.	-0,7	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,1
dic.	-2,9	-0,6	-1,2	-1,1	-0,2	0,0	-0,2
2007 gen.	-1,4	-0,4	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
feb. <sup>(p)</sup>	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
2006 1° trim.	-6,6	-1,2	-0,1	-4,1	-0,1	-0,8	-0,1	-0,3	15,9	4,0	6,6	5,3
2° trim.	-9,0	0,2	-0,1	-4,2	0,0	-1,2	-0,1	-3,6	-10,8	-2,2	-6,4	-2,2
3° trim.	11,7	2,0	0,0	6,0	0,0	1,3	0,0	2,3	14,0	3,0	8,1	2,8
2006 ott.	0,4	0,2	0,0	-1,6	0,0	0,8	0,0	1,0	5,3	0,7	2,7	1,9
nov.	0,3	0,4	-0,1	0,0	-0,1	0,4	0,0	-0,2	2,9	-0,4	2,8	0,4
dic.	-4,8	-0,5	-0,1	-3,6	0,0	-1,0	-0,1	0,5	4,0	2,0	2,3	-0,3
2007 gen.	0,5	-1,4	0,0	0,6	0,0	0,0	0,1	1,3	2,9	0,4	2,1	0,4
feb. <sup>(p)</sup>	1,9	0,5	-0,1	1,1	0,0	0,5	0,0	-0,1	-1,5	-0,1	-1,4	0,0

Fonte: BCE.

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

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

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

## 2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1)</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	7.361,0	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	7.467,7	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
2° trim.	5.057,9	90,3	9,7	5,6	0,4	1,5	1,5	7.648,5	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
3° trim.	5.091,2	90,4	9,6	5,7	0,4	1,5	1,2	7.760,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.245,7	90,7	9,3	5,7	0,4	1,4	1,2	8.010,2	96,3	3,7	2,2	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.	2.410,4	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.	2.368,0	47,7	52,3	34,1	2,1	2,7	10,5	834,9	52,5	47,5	31,1	1,5	2,3	9,2
3° trim.	2.492,1	47,3	52,7	34,4	2,2	2,6	10,3	877,1	51,7	48,3	31,2	1,6	2,1	10,1
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.552,1	45,2	54,8	35,5	2,4	2,6	11,1	876,8	51,0	49,0	31,8	1,3	1,9	10,4

### 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.	4.273,7	81,2	18,8	9,5	1,7	1,9	3,2
3° trim.	4.383,1	80,9	19,1	9,8	1,6	1,9	3,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.482,7	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5

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	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006 1° trim.	4.656,3	-	-	-	-	-	9.365,4	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5	
2° trim.	4.730,3	-	-	-	-	-	9.591,2	96,4	3,6	1,7	0,1	1,2	0,5	
3° trim.	4.790,8	-	-	-	-	-	9.786,9	96,3	3,7	1,7	0,1	1,2	0,6	
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.928,9	-	-	-	-	-	9.969,8	96,4	3,6	1,7	0,1	1,1	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	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006 1° trim.	1.821,6	49,6	50,4	30,3	3,8	2,4	9,2	773,1	38,9	61,1	44,1	1,7	3,9	7,8
2° trim.	1.839,9	49,6	50,4	29,4	2,8	2,4	10,6	771,5	40,3	59,7	42,2	1,1	4,1	8,3
3° trim.	1.919,9	50,2	49,8	29,1	2,3	2,4	10,8	816,1	41,2	58,8	41,1	1,8	3,8	8,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.053,2	50,6	49,4	29,1	2,2	2,3	10,8	869,9	39,8	60,2	42,5	1,3	4,0	8,7

**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.	1.585,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	2.002,7	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
3° trim.	1.626,6	95,8	4,2	2,2	0,2	0,3	1,2	1.969,4	97,7	2,3	1,3	0,3	0,1	0,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.630,6	95,6	4,4	2,3	0,3	0,3	1,3	1.924,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
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	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006 1° trim.	426,5	52,8	47,2	26,8	0,8	0,5	15,7	539,8	39,6	60,4	33,8	5,3	0,8	14,8
2° trim.	439,9	53,5	46,5	26,8	0,9	0,5	15,0	537,8	40,1	59,9	33,5	5,6	0,8	14,6
3° trim.	475,2	52,4	47,6	28,4	0,7	0,6	14,5	581,6	38,2	61,8	35,6	4,7	0,8	15,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	510,7	52,5	47,5	28,4	0,7	0,4	14,5	598,0	38,7	61,3	35,6	4,5	0,8	15,7

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 fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2005 2° trim.	4.313,4	296,4	1.783,0	91,5	1.691,5	1.399,9	417,5	167,6	249,0
3° trim.	4.631,2	303,5	1.860,6	101,2	1.759,4	1.553,4	460,0	171,6	282,1
4° trim.	4.789,2	291,4	1.848,1	109,6	1.738,5	1.683,1	505,2	176,1	285,4
2006 1° trim.	5.197,1	315,9	1.905,2	139,8	1.765,3	1.896,3	569,2	177,3	333,3
2° trim.	5.135,6	316,7	1.908,3	145,2	1.763,1	1.776,1	600,9	180,3	353,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.355,2	315,5	1.983,9	178,4	1.805,5	1.865,1	637,1	181,3	372,2

### 2. Passività

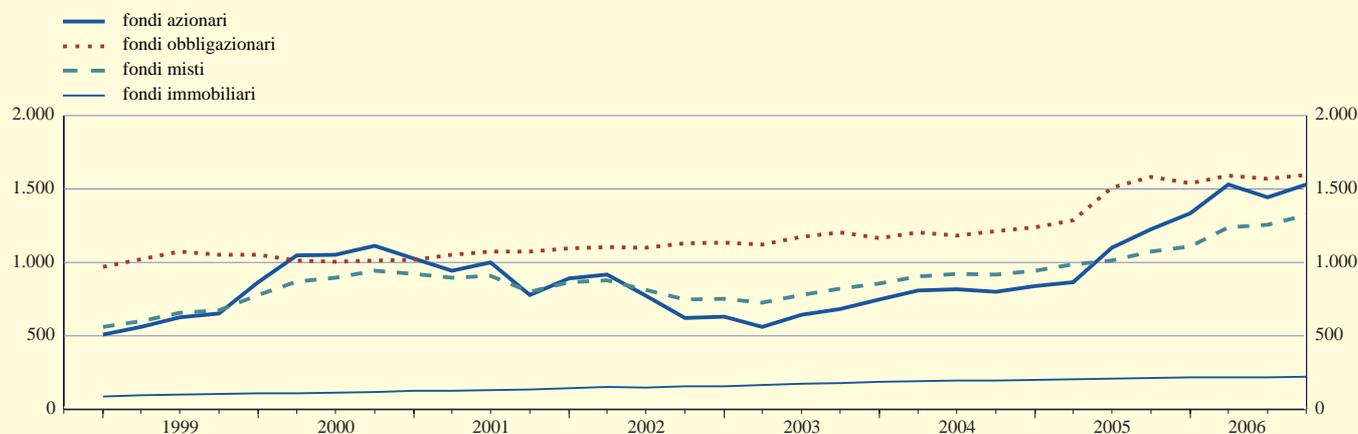
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
3° trim.	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
4° trim.	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 1° trim.	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
2° trim.	5.135,6	76,4	4.787,2	271,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.355,2	75,7	4.992,4	287,0

### 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
2005 2° trim.	4.313,4	1.097,2	1.510,2	1.011,1	207,1	487,9	3.245,6	1.067,9
3° trim.	4.631,2	1.224,8	1.581,9	1.071,1	213,2	540,2	3.507,5	1.123,8
4° trim.	4.789,2	1.335,8	1.538,0	1.109,2	216,2	590,0	3.659,1	1.130,1
2006 1° trim.	5.197,1	1.530,3	1.592,6	1.238,8	214,0	621,5	3.996,6	1.200,5
2° trim.	5.135,6	1.441,6	1.569,3	1.256,4	217,4	650,9	3.910,9	1.224,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.355,2	1.531,2	1.597,0	1.320,4	221,0	685,6	4.080,6	1.274,5

## F14 Attività totali dei fondi di investimento <sup>2)</sup>

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Fondi azionari</b>									
2005 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.	1.530,3	55,0	51,4	6,3	45,1	1.308,2	71,0	-	44,6
2° trim.	1.441,6	52,2	51,3	6,4	44,9	1.220,3	69,2	-	48,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.531,2	53,6	75,9	33,2	42,7	1.281,3	68,2	-	52,3
<b>Fondi obbligazionari</b>									
2005 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.	1.592,6	108,9	1.285,4	82,6	1.202,8	41,1	49,3	-	107,9
2° trim.	1.569,3	106,5	1.264,7	87,3	1.177,4	38,5	47,5	-	112,1
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.597,0	105,5	1.285,6	86,6	1.199,0	41,5	51,0	-	113,4
<b>Fondi misti</b>									
2005 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.	1.238,8	67,9	465,2	38,6	426,6	349,2	238,5	0,1	117,9
2° trim.	1.256,4	71,9	483,9	40,3	443,6	318,3	253,6	0,2	128,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.320,4	68,1	509,6	45,1	464,5	331,9	273,2	0,3	137,2
<b>Fondi immobiliari</b>									
2005 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.	216,2	14,5	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4
2006 1° trim.	214,0	15,1	6,1	1,7	4,4	1,8	4,4	176,5	10,1
2° trim.	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	221,0	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,2	180,1	10,4

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

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
<b>Fondi aperti al pubblico</b>							
2005 2° trim.	3.245,6	247,7	1.207,1	1.125,1	313,7	144,8	207,2
3° trim.	3.507,5	251,6	1.261,0	1.257,9	353,3	146,5	237,3
4° trim.	3.659,1	242,8	1.277,5	1.371,0	381,0	150,1	236,7
2006 1° trim.	3.996,6	263,2	1.334,2	1.549,4	427,4	150,2	272,2
2° trim.	3.910,9	256,9	1.321,1	1.448,1	452,1	151,2	281,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.080,6	260,1	1.371,5	1.527,7	473,7	151,1	296,5
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
2005 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.	1.200,5	52,7	571,0	346,9	141,7	27,1	61,1
2° trim.	1.224,7	59,9	587,2	328,1	148,8	29,1	71,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.274,5	55,4	612,4	337,3	163,4	30,2	75,7

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											
2005 2° trim.	17.432,6	6.535,9	431,8	5.549,2	2.448,4	1.552,8	1.471,1	76,8	211,5	343,4	369,7
3° trim.	17.796,2	6.536,5	439,9	5.565,0	2.440,3	1.571,7	1.475,5	77,6	182,4	349,1	389,2
4° trim.	18.205,4	6.737,7	465,5	5.732,3	2.559,1	1.604,4	1.488,5	80,3	173,6	366,4	366,8
2006 1° trim.	18.674,1	6.759,1	459,4	5.733,7	2.517,7	1.629,2	1.505,9	80,9	193,1	372,9	376,9
2° trim.	18.756,9	6.913,7	478,9	5.859,1	2.619,4	1.653,9	1.501,6	84,2	207,4	368,2	385,5
3° trim.	19.063,8	6.957,3	486,8	5.908,4	2.601,6	1.715,7	1.497,1	93,9	202,9	359,2	373,9
Transazioni											
2005 2° trim.	300,6	163,6	22,2	110,0	110,9	-10,1	10,9	-1,7	24,1	7,3	-12,5
3° trim.	101,3	0,8	8,1	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	5,4	11,4
4° trim.	292,7	204,0	25,6	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	16,6	-12,3
2006 1° trim.	142,8	23,9	-6,1	4,2	-40,5	26,6	17,5	0,6	19,6	6,3	4,6
2° trim.	303,7	160,2	19,6	130,1	103,2	27,7	-4,1	3,3	15,2	-4,7	-0,9
3° trim.	177,0	55,6	7,9	50,4	-17,7	62,9	-4,5	9,7	-4,5	1,9	-16,4
Variazioni percentuali											
2005 2° trim.	4,6	5,8	15,8	5,5	9,0	1,8	4,9	-3,2	-5,5	7,3	1,4
3° trim.	4,5	5,4	14,5	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	5,8	1,5
4° trim.	5,1	6,0	12,9	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	6,9	2,7
2006 1° trim.	4,9	6,2	12,2	5,6	8,4	4,5	2,9	2,7	2,9	10,6	-2,4
2° trim.	4,8	6,0	10,9	5,8	7,1	7,0	2,2	9,2	-1,6	6,9	0,8
3° trim.	5,1	6,8	10,7	6,4	6,7	9,7	1,6	20,7	11,7	5,8	-6,4

	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
Consistenze										
2005 2° trim.	1.997,8	237,8	1.760,0	4.447,7	2.366,9	2.080,8	409,2	4.451,2	4.042,5	408,7
3° trim.	1.990,7	236,2	1.754,6	4.710,3	2.549,3	2.161,0	410,3	4.558,7	4.144,7	414,0
4° trim.	1.968,5	219,0	1.749,5	4.839,6	2.669,5	2.170,0	400,5	4.659,5	4.242,0	417,5
2006 1° trim.	2.044,7	251,2	1.793,5	5.121,4	2.911,7	2.209,8	379,0	4.748,9	4.327,4	421,5
2° trim.	2.068,3	253,1	1.815,2	4.980,6	2.837,5	2.143,1	378,1	4.794,2	4.371,0	423,3
3° trim.	2.111,0	259,7	1.851,3	5.120,6	2.959,6	2.161,0	383,8	4.874,8	4.448,8	426,0
Transazioni										
2005 2° trim.	26,2	8,4	17,7	34,4	21,4	13,0	-0,7	76,4	72,0	4,4
3° trim.	-3,2	4,7	-7,9	26,9	-6,7	33,6	3,0	76,7	71,3	5,4
4° trim.	0,3	-17,3	17,6	2,4	1,7	0,7	-8,4	85,9	82,3	3,6
2006 1° trim.	62,9	31,8	31,1	-31,4	-44,8	13,4	4,2	87,5	82,0	5,4
2° trim.	36,0	4,3	31,7	41,7	45,7	-4,1	-2,3	65,7	64,2	1,6
3° trim.	48,7	12,2	36,5	4,3	17,4	-13,1	7,1	68,5	68,4	0,1
Variazioni percentuali										
2005 2° trim.	3,5	8,8	2,8	0,6	-0,9	2,3	-3,3	7,2	7,3	5,7
3° trim.	2,6	7,6	1,9	0,9	-1,6	3,6	-1,8	7,4	7,6	6,1
4° trim.	2,3	-2,9	3,1	2,5	0,9	4,2	0,1	7,6	7,7	6,1
2006 1° trim.	4,4	12,0	3,4	0,7	-1,2	3,0	-0,5	7,5	7,8	4,7
2° trim.	4,8	9,9	4,1	0,9	-0,2	2,1	-0,9	7,1	7,4	3,9
3° trim.	7,4	13,1	6,7	0,4	0,8	-0,1	0,2	6,7	7,2	2,6

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>					
		Concessi da IFM dell'area dell'euro	Totale	A breve termine	A lungo 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	13	
Consistenze													
2005 2° trim.	18.808,1	9.251,4	8.110,3	926,7	82,2	844,5	3.912,2	1.241,4	2.670,8	4.412,4	303,2	4.109,2	528,5
3° trim.	19.270,4	9.381,7	8.240,1	931,0	87,5	843,4	3.947,4	1.228,4	2.718,9	4.503,4	300,7	4.202,7	555,5
4° trim.	19.542,5	9.621,9	8.448,2	937,9	79,8	858,1	4.062,7	1.270,6	2.792,1	4.621,3	307,1	4.314,3	588,9
2006 1° trim.	20.177,3	9.846,1	8.642,9	932,6	86,7	845,9	4.199,9	1.290,9	2.909,0	4.713,5	302,4	4.411,1	648,1
2° trim.	20.252,9	10.069,6	8.854,1	919,0	88,7	830,3	4.330,0	1.339,9	2.990,1	4.820,6	311,9	4.508,6	689,1
3° trim.	20.641,1	10.241,8	9.014,9	911,1	90,5	820,6	4.429,4	1.355,4	3.074,0	4.901,3	309,1	4.592,2	750,8
Transazioni													
2005 2° trim.	341,9	199,1	187,8	0,8	4,8	-4,0	84,4	39,1	45,3	113,8	10,5	103,3	51,6
3° trim.	205,6	130,8	133,4	4,5	5,3	-0,9	33,2	-16,8	50,0	93,1	-2,5	95,6	28,6
4° trim.	278,2	265,3	224,7	14,4	-7,5	21,9	131,1	45,3	85,8	119,8	6,5	113,3	45,6
2006 1° trim.	303,0	205,7	176,8	-5,0	6,9	-12,0	122,0	22,2	99,7	88,8	-2,3	91,0	56,7
2° trim.	327,8	242,7	219,0	-7,2	2,3	-9,5	136,7	49,1	87,5	113,2	9,8	103,4	67,0
3° trim.	206,7	182,7	166,4	-2,9	1,8	-4,7	101,6	21,1	80,5	84,1	-2,4	86,4	42,8
Variazioni percentuali													
2005 2° trim.	4,8	6,2	6,6	-0,8	-10,1	0,2	5,2	4,8	5,3	8,7	4,9	9,0	18,3
3° trim.	5,1	6,6	7,1	0,2	-2,8	0,5	5,8	4,4	6,5	8,8	5,0	9,1	23,4
4° trim.	5,9	7,8	8,1	1,5	-0,9	1,7	7,7	6,1	8,4	9,3	5,2	9,6	32,0
2006 1° trim.	6,2	8,9	9,2	1,6	12,4	0,6	9,7	7,5	10,7	9,7	4,2	10,1	39,2
2° trim.	5,9	9,1	9,3	0,7	8,7	-0,1	10,8	8,0	12,1	9,4	3,8	9,8	37,5
3° trim.	5,8	9,6	9,5	-0,1	4,1	-0,5	12,4	11,2	13,0	9,0	3,9	9,4	38,2

	Titoli non azionari emessi da:									Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni pubbliche	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie							
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
Consistenze												
2005 2° trim.	5.713,7	5.031,8	625,2	4.406,7	681,9	246,1	435,8	3.242,4	293,6	307,0		
3° trim.	5.702,6	5.025,8	611,3	4.414,5	676,8	239,3	437,5	3.579,5	296,1	310,5		
4° trim.	5.620,2	4.957,5	586,9	4.370,6	662,7	234,0	428,7	3.674,9	311,7	313,8		
2006 1° trim.	5.612,2	4.944,6	596,1	4.348,5	667,6	246,0	421,7	4.082,3	319,6	317,1		
2° trim.	5.606,8	4.921,5	608,5	4.313,1	685,3	252,1	433,2	3.942,2	314,1	320,2		
3° trim.	5.676,5	4.988,2	596,2	4.391,9	688,4	251,9	436,5	4.084,9	314,3	323,6		
Transazioni												
2005 2° trim.	123,7	113,2	24,7	88,5	10,5	8,8	1,7	1,4	14,5	3,3		
3° trim.	-10,5	-4,0	-13,6	9,7	-6,5	-6,9	0,4	79,3	2,6	3,4		
4° trim.	-25,3	-20,0	-24,4	4,4	-5,3	-5,1	-0,2	20,5	14,4	3,3		
2006 1° trim.	88,6	78,6	9,4	69,2	10,0	12,1	-2,1	-2,5	7,9	3,3		
2° trim.	69,5	46,3	11,9	34,5	23,2	6,0	17,1	18,0	-5,4	3,0		
3° trim.	16,8	10,7	-11,8	22,6	6,1	-0,6	6,7	3,4	0,2	3,5		
Variazioni percentuali												
2005 2° trim.	4,8	5,1	1,9	5,6	3,0	5,7	1,6	0,5	7,1	4,5		
3° trim.	3,7	4,1	-0,3	4,7	0,8	4,3	-1,1	3,2	5,3	4,5		
4° trim.	4,2	4,6	-0,4	5,3	1,3	5,5	-0,8	3,6	7,7	4,2		
2006 1° trim.	3,2	3,5	-0,7	4,1	1,3	3,8	-0,1	3,1	14,1	4,4		
2° trim.	2,1	2,0	-2,7	2,7	3,1	2,5	3,5	3,6	6,6	4,2		
3° trim.	2,6	2,3	-2,5	3,0	5,0	5,2	4,9	1,1	5,8	4,2		

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											
2005 2° trim.	4.534,1	595,8	61,2	511,3	2,7	20,6	365,8	67,5	298,3	1.839,3	84,5	1.754,8
3° trim.	4.707,6	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	372,7	73,2	299,4	1.885,5	82,2	1.803,3
4° trim.	4.802,2	612,6	67,8	521,6	2,6	20,6	376,1	79,0	297,0	1.911,5	84,8	1.826,7
2006 1° trim.	4.972,1	613,0	65,6	525,2	2,5	19,7	389,5	83,6	305,9	1.937,6	88,4	1.849,2
2° trim.	4.967,2	625,7	68,6	532,6	2,4	22,1	389,3	84,8	304,6	1.950,6	88,8	1.861,8
3° trim.	5.136,9	637,3	66,8	543,8	2,4	24,4	386,3	80,7	305,6	2.010,1	93,2	1.916,9
	Transazioni											
2005 2° trim.	60,6	-2,0	-5,3	2,2	0,2	0,8	-4,4	1,4	-5,8	36,3	0,6	35,7
3° trim.	81,5	7,1	-1,2	6,4	0,1	1,8	2,2	1,2	1,1	36,2	-2,2	38,4
4° trim.	75,8	8,7	7,4	3,1	0,0	-1,9	1,3	5,4	-4,1	41,6	1,9	39,7
2006 1° trim.	94,5	0,6	-2,0	3,6	-0,1	-0,8	13,5	4,6	8,9	42,7	2,9	39,8
2° trim.	68,6	12,9	3,0	7,6	0,0	2,4	0,4	1,3	-0,8	28,7	-1,1	29,9
3° trim.	77,9	11,4	-1,9	11,2	-0,1	2,2	1,6	0,2	1,4	35,0	5,3	29,7
	Variazioni percentuali											
2005 2° trim.	6,4	5,1	1,8	5,7	23,8	-2,8	-1,7	2,2	-2,6	9,7	6,2	9,9
3° trim.	7,0	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-1,0	4,3	-2,1	9,8	2,6	10,1
4° trim.	7,0	4,5	12,5	3,7	18,4	-0,8	-0,9	13,2	-3,9	9,2	-1,8	9,8
2006 1° trim.	7,1	2,4	-1,7	3,0	7,2	-0,3	3,4	18,9	0,0	8,8	3,8	9,1
2° trim.	7,1	4,9	11,8	4,0	-3,1	7,5	4,8	18,2	1,7	8,1	1,6	8,4
3° trim.	6,7	5,6	10,9	4,9	-6,9	8,6	4,5	15,5	1,8	7,9	10,8	7,7

	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
	Consistenze													
2005 2° trim.	1.598,1	759,7	838,4	86,1	135,1	4.663,5	92,8	63,8	22,2	223,3	4.325,2	3.707,5	617,7	
3° trim.	1.708,9	830,4	878,6	86,9	137,7	4.801,8	92,4	65,2	22,9	251,2	4.435,3	3.808,5	626,8	
4° trim.	1.762,2	859,4	902,9	79,6	139,8	4.910,0	66,3	64,6	23,0	285,9	4.534,8	3.900,4	634,4	
2006 1° trim.	1.889,6	920,8	968,8	81,8	142,4	5.032,2	83,7	81,9	22,9	298,7	4.626,9	3.983,5	643,4	
2° trim.	1.856,7	886,2	970,4	85,7	144,8	5.053,6	86,6	84,7	23,1	272,5	4.671,4	4.024,1	647,3	
3° trim.	1.956,8	927,8	1.029,0	87,9	146,5	5.175,3	91,2	89,5	23,7	308,3	4.752,1	4.101,0	651,1	
	Transazioni													
2005 2° trim.	28,4	4,0	24,5	6,3	2,2	78,7	2,8	5,5	0,1	0,5	75,3	70,3	5,0	
3° trim.	33,4	16,2	17,2	0,9	2,6	80,2	-0,4	1,4	0,6	1,1	78,9	69,7	9,3	
4° trim.	22,6	0,4	22,2	-8,3	1,6	90,6	-0,5	-0,6	0,2	4,0	86,9	80,1	6,8	
2006 1° trim.	33,9	-2,2	36,2	-0,1	3,8	107,6	17,3	17,1	0,0	0,1	90,3	79,5	10,7	
2° trim.	23,2	5,4	17,8	3,4	3,3	67,8	3,0	2,8	0,3	0,1	64,4	61,2	3,2	
3° trim.	27,6	6,9	20,7	0,9	2,4	76,8	4,5	4,8	0,5	4,1	67,7	64,6	3,0	
	Variazioni percentuali													
2005 2° trim.	5,5	3,4	7,3	16,7	5,2	6,7	3,5	17,6	-4,4	1,4	7,1	7,5	5,0	
3° trim.	6,8	4,3	9,0	19,4	5,4	7,1	1,1	22,8	6,7	0,9	7,5	7,8	5,5	
4° trim.	7,4	3,8	10,7	-2,4	7,7	7,7	14,4	30,8	7,2	2,7	7,9	8,2	5,8	
2006 1° trim.	7,8	2,5	12,6	-1,8	7,8	7,9	21,2	40,4	3,9	2,6	7,9	8,4	5,1	
2° trim.	7,1	2,6	11,1	-4,8	8,4	7,4	20,8	32,5	4,7	2,4	7,4	7,8	4,9	
3° trim.	6,3	1,3	11,0	-4,7	8,1	7,1	26,3	37,1	4,2	3,3	7,0	7,5	3,8	

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.

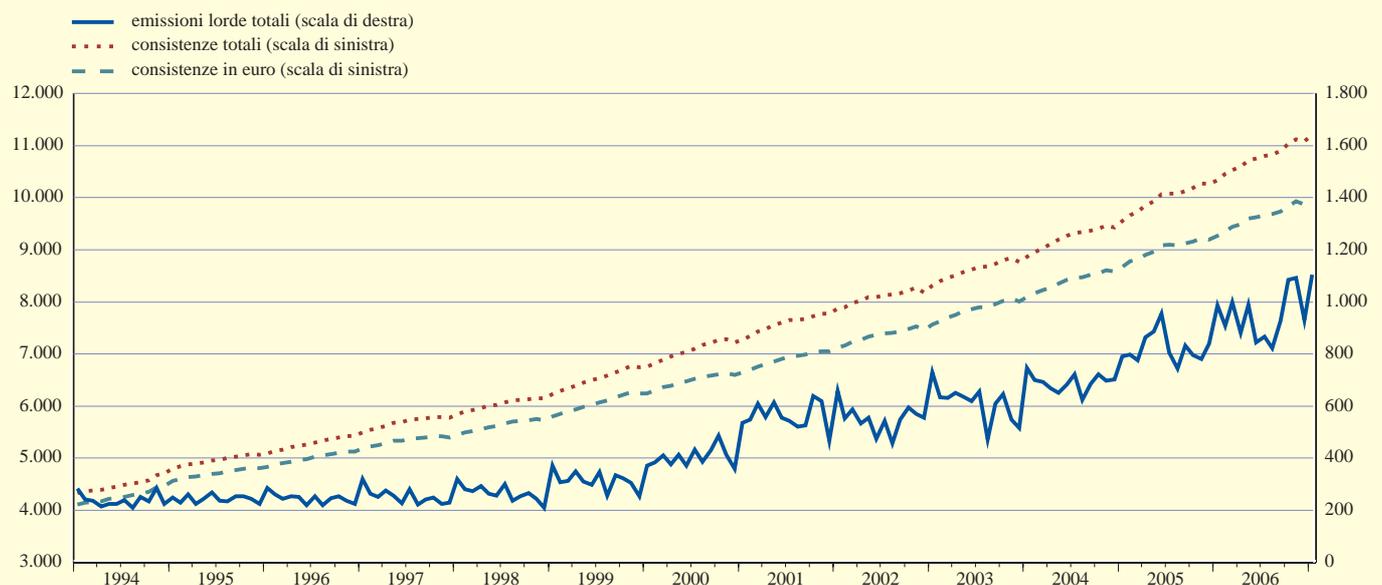
### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Totale</b>												
2006 gen.	10.882,8	971,4	55,6	9.274,8	926,4	84,7	10.341,2	986,6	103,2	7,6	61,6	7,1
feb.	10.995,3	922,7	110,2	9.358,5	851,0	81,3	10.452,8	907,8	94,0	7,3	66,3	7,6
mar.	11.147,5	1.050,4	151,9	9.439,6	937,1	81,0	10.537,4	998,6	97,4	7,6	70,5	8,1
apr.	11.170,1	873,7	19,3	9.491,2	820,6	48,5	10.595,2	881,4	67,4	7,2	55,6	8,0
mag.	11.296,8	1.007,7	126,9	9.603,3	936,8	112,2	10.716,1	989,0	126,0	7,8	88,9	8,3
giu.	11.358,9	895,3	64,1	9.624,4	792,7	23,0	10.748,5	845,7	31,7	6,7	24,0	7,2
lug.	11.372,0	877,5	12,5	9.659,8	820,0	34,8	10.797,9	867,7	44,7	7,1	53,7	7,0
ago.	11.404,2	837,8	31,7	9.681,2	779,9	20,9	10.827,5	822,4	24,3	7,3	74,4	7,1
set.	11.525,0	1.004,1	120,4	9.731,9	882,0	50,3	10.896,2	927,7	57,0	7,4	57,2	6,8
ott.	11.621,6	1.106,1	94,4	9.835,9	1.022,9	102,1	11.032,0	1.085,6	122,6	8,0	123,4	8,1
nov.	11.759,1	1.133,3	136,6	9.927,4	1.036,6	91,0	11.123,5	1.092,1	107,2	8,3	99,8	8,3
dic.	11.741,8	979,6	-17,9	9.875,7	885,6	-52,7	11.081,6	930,4	-56,9	8,0	42,3	8,6
2007 gen.	.	.	.	9.969,8	1.045,1	94,2	11.205,0	1.103,9	112,1	8,0	72,7	8,9
<b>A lungo termine</b>												
2006 gen.	9.945,2	196,6	48,9	8.424,4	173,7	44,7	9.353,2	195,7	57,1	8,1	57,5	7,3
feb.	10.039,7	220,0	93,0	8.490,6	175,7	64,6	9.443,6	201,3	76,8	7,7	54,5	7,9
mar.	10.136,3	243,8	96,9	8.561,6	194,3	71,4	9.512,4	220,1	79,7	7,8	60,2	8,2
apr.	10.172,4	174,8	34,6	8.591,0	141,6	28,1	9.550,2	170,6	47,9	7,5	49,3	8,2
mag.	10.273,0	205,9	100,9	8.676,8	167,4	86,1	9.643,4	187,0	95,7	7,8	63,6	7,9
giu.	10.331,9	199,5	59,7	8.740,2	167,6	64,0	9.727,2	192,5	80,1	6,8	52,0	7,3
lug.	10.365,7	186,7	33,9	8.766,0	158,5	26,0	9.768,2	177,2	37,1	7,2	49,1	7,1
ago.	10.381,9	90,4	16,4	8.777,1	71,5	11,3	9.786,2	87,9	20,7	7,6	65,7	7,3
set.	10.475,8	218,5	94,3	8.832,2	156,7	55,5	9.855,6	175,4	63,0	7,6	53,5	7,1
ott.	10.578,2	224,7	100,0	8.903,1	173,8	68,9	9.948,7	206,1	86,5	8,2	102,4	8,2
nov.	10.712,3	224,8	133,2	8.997,9	167,2	94,1	10.042,4	193,0	108,4	8,4	101,4	9,0
dic.	10.740,4	172,9	25,5	9.019,8	132,1	18,9	10.072,0	152,0	15,9	8,3	58,9	9,1
2007 gen.	.	.	.	9.067,9	171,7	48,1	10.140,5	194,9	58,5	8,2	61,8	9,3

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

(miliardi di euro)



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

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

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

**1. Consistenze ed emissioni lorde**

	Consistenze						Emissioni lorde					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Totale</b>											
2005	10.258	4.112	926	613	4.325	283	9.869	6.983	325	1.033	1.433	95
2006	11.082	4.557	1.165	645	4.411	304	11.335	8.375	413	1.118	1.344	85
2006 1° trim.	10.537	4.262	969	621	4.395	289	2.893	2.106	85	256	423	22
2° trim.	10.749	4.340	1.032	639	4.440	298	2.716	1.976	107	260	351	22
3° trim.	10.896	4.438	1.069	637	4.455	298	2.618	1.928	78	265	329	18
4° trim.	11.082	4.557	1.165	645	4.411	304	3.108	2.365	143	336	241	23
2006 ott.	11.032	4.524	1.110	645	4.455	298	1.086	801	56	115	104	9
nov.	11.123	4.556	1.137	648	4.479	304	1.092	834	43	114	91	9
dic.	11.082	4.557	1.165	645	4.411	304	930	729	44	106	46	5
2007 gen.	11.205	4.635	1.169	646	4.450	306	1.104	849	18	76	153	7
	<b>A breve termine</b>											
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.176	7.376	59	1.023	686	31
2006 1° trim.	1.025	539	7	98	376	5	2.276	1.817	14	242	195	8
2° trim.	1.021	531	10	101	374	5	2.166	1.739	16	227	175	8
3° trim.	1.041	561	12	96	367	4	2.177	1.733	16	249	171	8
4° trim.	1.010	570	12	94	329	4	2.557	2.087	14	305	144	7
2006 ott.	1.083	603	11	101	364	4	880	707	6	106	57	3
nov.	1.081	596	12	103	367	4	899	732	4	104	57	2
dic.	1.010	570	12	94	329	4	778	648	4	95	30	2
2007 gen.	1.064	607	11	96	346	4	909	753	4	73	77	3
	<b>A lungo termine<sup>1)</sup></b>											
2005	9.313	3.630	919	523	3.964	278	2.072	937	279	90	705	61
2006	10.072	3.986	1.152	551	4.082	300	2.159	999	354	94	658	54
2006 1° trim.	9.512	3.723	962	523	4.020	285	617	290	71	14	228	15
2° trim.	9.727	3.809	1.021	538	4.066	293	550	237	91	33	175	14
3° trim.	9.856	3.878	1.057	540	4.088	293	441	195	62	16	158	9
4° trim.	10.072	3.986	1.152	551	4.082	300	551	278	130	31	97	16
2006 ott.	9.949	3.921	1.098	545	4.090	294	206	94	50	9	47	6
nov.	10.042	3.960	1.125	546	4.112	300	193	102	39	10	35	7
dic.	10.072	3.986	1.152	551	4.082	300	152	82	40	12	15	3
2007 gen.	10.141	4.028	1.158	550	4.104	301	195	97	14	4	76	4
	<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>											
2005	6.719	2.017	459	413	3.614	217	1.227	413	91	54	621	48
2006	7.049	2.133	536	420	3.723	237	1.292	474	137	60	581	39
2006 1° trim.	6.826	2.062	475	407	3.657	225	406	156	31	8	200	12
2° trim.	6.921	2.081	499	415	3.695	232	332	109	41	21	151	10
3° trim.	6.974	2.108	508	414	3.711	233	275	94	22	11	140	8
4° trim.	7.049	2.133	536	420	3.723	237	280	116	44	20	90	10
2006 ott.	7.023	2.130	526	416	3.718	234	115	42	23	5	42	4
nov.	7.058	2.136	529	418	3.738	237	100	43	11	9	33	4
dic.	7.049	2.133	536	420	3.723	237	65	32	10	6	15	2
2007 gen.	7.098	2.159	539	420	3.742	238	139	59	6	2	67	4
	<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>											
2005	2.259	1.344	456	94	305	60	715	429	188	28	58	12
2006	2.605	1.501	610	118	313	63	712	403	213	31	51	14
2006 1° trim.	2.332	1.385	482	97	308	60	172	108	39	4	18	3
2° trim.	2.431	1.425	517	108	320	61	176	95	50	12	15	4
3° trim.	2.489	1.444	543	110	332	60	134	76	40	4	13	2
4° trim.	2.605	1.501	610	118	313	63	230	123	85	11	5	6
2006 ott.	2.525	1.459	566	113	327	60	78	42	27	4	3	2
nov.	2.571	1.479	589	112	328	63	77	43	28	1	2	3
dic.	2.605	1.501	610	118	313	63	75	38	30	6	0	1
2007 gen.	2.614	1.513	612	116	310	63	41	30	7	1	3	0

Fonte: BCE.

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

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

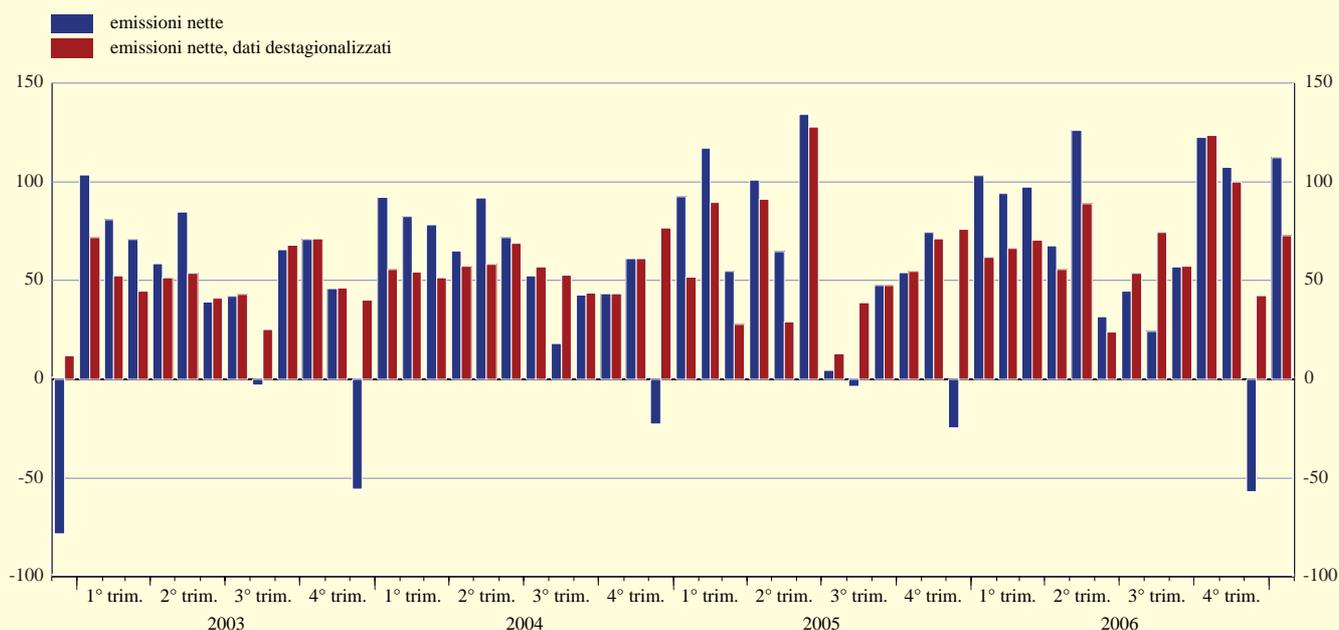
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

### 2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2005	716,7	316,4	175,8	22,2	170,1	32,2	718,6	319,9	171,6	22,4	172,3	32,4
2006	818,5	418,7	245,5	36,8	95,4	22,1	817,7	423,0	240,9	37,2	94,4	22,2
2006 1° trim.	294,6	158,7	46,1	9,4	73,5	6,9	198,4	106,9	66,2	6,0	13,2	6,1
2° trim.	225,1	83,6	64,5	19,4	48,6	8,9	168,4	88,0	52,0	12,8	7,3	8,4
3° trim.	126,0	78,1	36,3	-2,5	14,4	-0,5	185,3	94,6	53,0	1,7	33,7	2,3
4° trim.	172,8	98,2	98,6	10,5	-41,2	6,7	265,5	133,4	69,7	16,7	40,2	5,4
2006 ott.	122,6	72,6	40,7	8,5	0,0	0,8	123,4	58,6	44,7	5,0	15,2	-0,1
nov.	107,2	39,7	30,1	4,5	27,2	5,6	99,8	42,1	24,1	5,8	24,1	3,7
dic.	-56,9	-14,1	27,8	-2,6	-68,3	0,3	42,3	32,6	0,9	6,0	0,9	1,9
2007 gen.	112,1	70,0	3,1	-0,4	38,3	1,1	72,7	52,5	21,9	-3,2	1,1	0,4
	A lungo termine											
2005	709,1	293,0	176,2	22,5	184,9	32,5	710,7	294,9	172,1	22,4	188,7	32,6
2006	769,0	345,8	240,2	33,4	126,5	23,1	768,2	348,0	235,5	33,3	128,3	23,1
2006 1° trim.	213,6	100,5	45,8	1,8	58,4	7,0	172,2	70,0	65,9	7,0	23,3	6,0
2° trim.	223,7	87,3	61,5	16,3	49,7	8,9	164,9	85,1	48,9	9,7	12,8	8,5
3° trim.	120,8	61,8	35,0	2,6	21,5	-0,1	168,3	66,6	51,6	4,8	42,7	2,6
4° trim.	210,8	96,1	97,9	12,7	-3,1	7,2	262,7	126,2	69,1	11,8	49,5	6,1
2006 ott.	86,5	37,6	41,2	4,2	2,7	0,9	102,4	35,7	44,6	2,6	19,5	0,0
nov.	108,4	45,7	29,8	2,6	24,2	6,0	101,4	52,2	24,2	2,5	18,5	4,1
dic.	15,9	12,8	26,9	5,9	-30,1	0,4	58,9	38,3	0,3	6,8	11,5	2,0
2007 gen.	58,5	34,9	4,2	-2,4	21,0	0,7	61,8	38,2	22,8	1,0	-0,2	0,0

### F16 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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

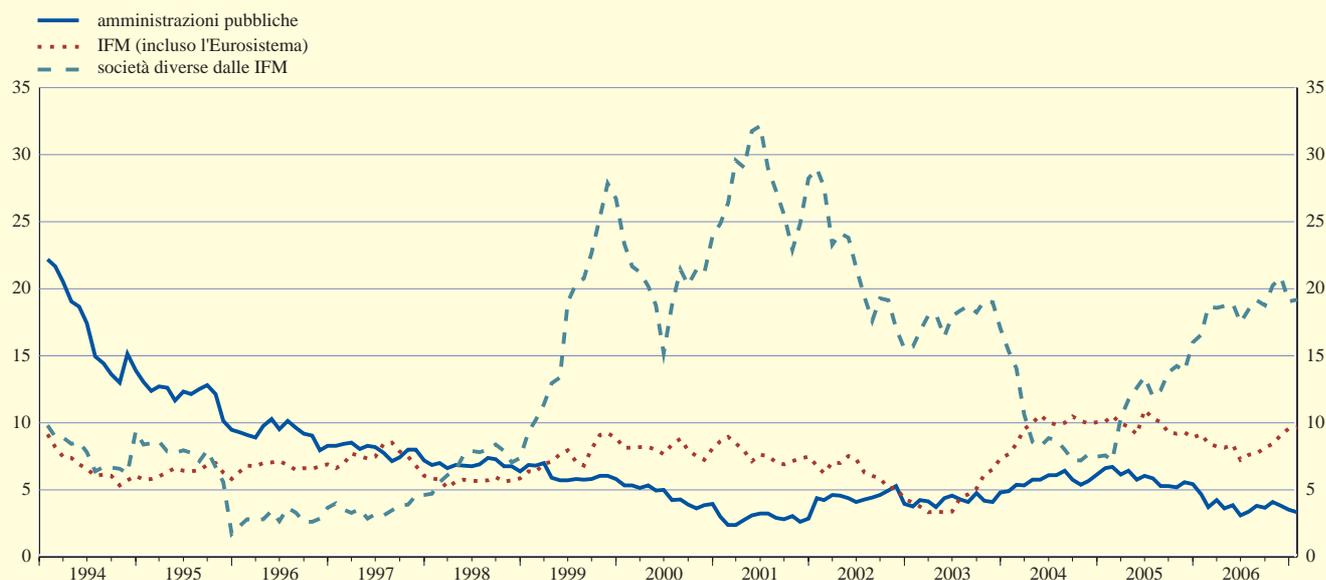


Fonte: BCE.

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

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2006 gen.	7,6	9,1	24,3	3,4	3,6	11,3	7,1	7,7	26,1	4,2	3,2	12,7
feb.	7,3	8,9	26,9	3,0	2,7	11,9	7,6	8,1	30,9	4,2	3,0	14,2
mar.	7,6	9,3	27,3	2,9	3,1	11,6	8,1	9,3	31,7	3,9	2,8	13,0
apr.	7,2	8,9	27,2	2,6	2,6	10,2	8,0	9,3	31,5	3,3	3,0	11,4
mag.	7,8	9,9	26,6	3,7	2,7	12,1	8,3	10,5	31,5	6,1	2,1	10,5
giu.	6,7	8,1	24,4	4,6	1,9	12,3	7,2	9,6	27,7	6,2	0,9	10,5
lug.	7,1	8,3	26,3	4,7	2,3	11,7	7,0	8,9	26,6	5,2	1,4	10,6
ago.	7,3	8,4	27,9	3,4	2,7	12,1	7,1	8,8	25,3	2,6	2,3	10,1
set.	7,4	9,0	27,1	4,3	2,3	10,2	6,8	8,8	22,8	4,7	1,9	7,5
ott.	8,0	9,7	29,8	4,0	2,7	9,4	8,1	10,1	28,2	4,7	2,5	7,5
nov.	8,3	10,0	30,2	5,2	2,6	8,7	8,3	9,5	28,9	4,2	3,3	7,0
dic.	8,0	10,2	26,6	6,0	2,2	7,8	8,6	10,8	25,4	5,9	3,4	5,3
2007 gen.	8,0	10,5	26,7	5,3	2,0	7,3	8,9	12,3	26,7	5,4	2,6	4,0
	A lungo termine											
2006 gen.	8,1	9,1	24,5	4,9	4,2	11,8	7,3	7,3	26,4	7,0	3,3	13,1
feb.	7,7	8,5	27,2	5,9	3,1	12,6	7,9	7,6	31,0	7,2	3,2	15,0
mar.	7,8	8,2	27,6	5,0	3,7	12,1	8,2	7,9	32,0	5,9	3,6	13,7
apr.	7,5	8,1	27,5	5,4	3,1	10,5	8,2	7,8	31,4	5,8	3,9	12,0
mag.	7,8	8,4	26,7	6,8	3,3	12,5	7,9	7,7	31,3	8,1	2,9	11,0
giu.	6,8	7,2	24,3	6,4	2,5	12,7	7,3	8,7	27,1	6,5	1,8	10,7
lug.	7,2	7,6	26,2	6,0	2,8	11,9	7,1	7,9	26,1	5,1	2,3	10,6
ago.	7,6	7,7	27,6	5,5	3,2	12,4	7,3	7,8	24,6	3,9	3,3	9,9
set.	7,6	8,1	26,8	5,7	3,2	10,8	7,1	8,3	21,9	5,6	2,8	8,0
ott.	8,2	8,4	29,5	5,2	3,7	9,9	8,2	9,1	27,6	4,6	3,5	8,1
nov.	8,4	9,1	29,9	5,7	3,4	9,3	9,0	10,5	28,5	3,3	3,9	7,6
dic.	8,3	9,5	26,2	6,4	3,2	8,3	9,1	10,4	25,3	6,3	4,6	6,0
2007 gen.	8,2	9,7	26,5	6,3	3,0	7,5	9,3	11,4	26,8	7,5	3,8	4,5

**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.

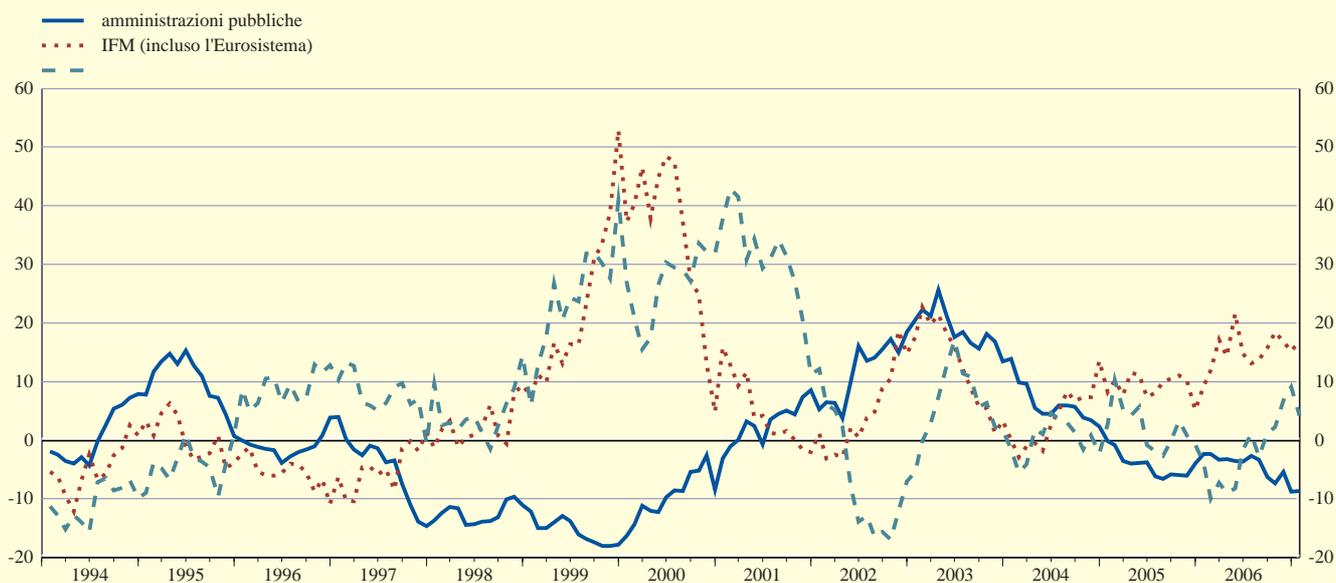
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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 diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2005	4,7	3,1	5,7	0,4	5,5	15,0	19,4	18,3	35,7	22,6	9,9	4,7
2006	4,6	4,7	13,8	1,1	3,2	13,4	16,6	11,7	42,4	27,4	5,2	4,0
2006 1° trim.	4,3	4,2	8,9	0,7	3,7	15,6	18,9	14,3	48,4	24,5	7,8	1,1
2° trim.	4,3	4,4	11,7	1,1	3,2	13,5	16,8	11,9	45,5	28,3	3,6	5,1
3° trim.	4,4	4,6	14,9	1,0	2,9	13,8	15,1	10,0	39,6	30,1	4,1	5,8
4° trim.	5,1	5,4	19,5	1,8	3,3	11,1	15,8	11,0	37,9	26,8	5,5	4,1
2006 ago.	4,6	4,7	15,5	0,6	3,1	14,0	15,4	10,1	41,4	29,7	4,1	6,4
set.	4,8	5,1	16,9	1,5	3,0	12,9	14,9	10,1	37,5	27,8	5,1	3,3
ott.	5,1	5,1	20,0	0,7	3,5	12,0	15,9	10,7	39,4	29,6	6,2	2,5
nov.	5,2	5,5	20,9	2,5	3,2	10,3	16,3	11,4	38,9	24,4	6,5	5,9
dic.	5,3	6,0	18,2	3,1	3,2	9,3	15,3	11,7	33,9	25,4	2,7	4,7
2007 gen.	5,3	5,7	18,8	4,1	3,3	8,4	15,0	12,1	33,8	21,3	0,2	4,2
	Euro											
2005	4,3	0,9	9,1	-0,1	5,4	15,3	18,8	17,2	35,1	22,6	10,3	5,3
2006	3,9	3,1	11,3	0,3	3,3	13,6	15,5	10,1	38,9	30,4	5,4	3,1
2006 1° trim.	3,8	2,4	9,1	0,6	3,6	16,1	18,1	12,9	45,7	26,4	8,2	1,0
2° trim.	3,7	2,8	10,0	0,8	3,2	13,9	15,5	10,2	41,5	31,6	3,6	4,0
3° trim.	3,7	3,1	11,2	-0,2	3,1	13,7	13,6	8,1	35,1	33,9	4,1	4,4
4° trim.	4,4	4,1	14,8	0,1	3,5	11,2	14,9	9,6	35,1	29,6	5,6	3,2
2006 ago.	3,8	3,2	11,3	-0,8	3,3	13,9	14,0	8,2	36,5	33,5	4,2	5,2
set.	4,0	3,7	12,8	0,4	3,1	12,9	13,8	8,5	34,2	31,2	5,2	2,1
ott.	4,3	3,5	14,7	-1,1	3,7	12,0	15,1	9,2	36,9	32,9	6,3	1,7
nov.	4,5	4,4	15,9	0,6	3,3	10,4	15,6	10,1	36,3	26,9	6,6	4,9
dic.	4,7	5,0	14,6	1,1	3,6	9,5	14,1	10,3	30,4	27,4	2,8	3,7
2007 gen.	4,8	5,1	15,0	2,1	3,6	8,4	13,6	10,5	30,4	22,5	0,2	3,5

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

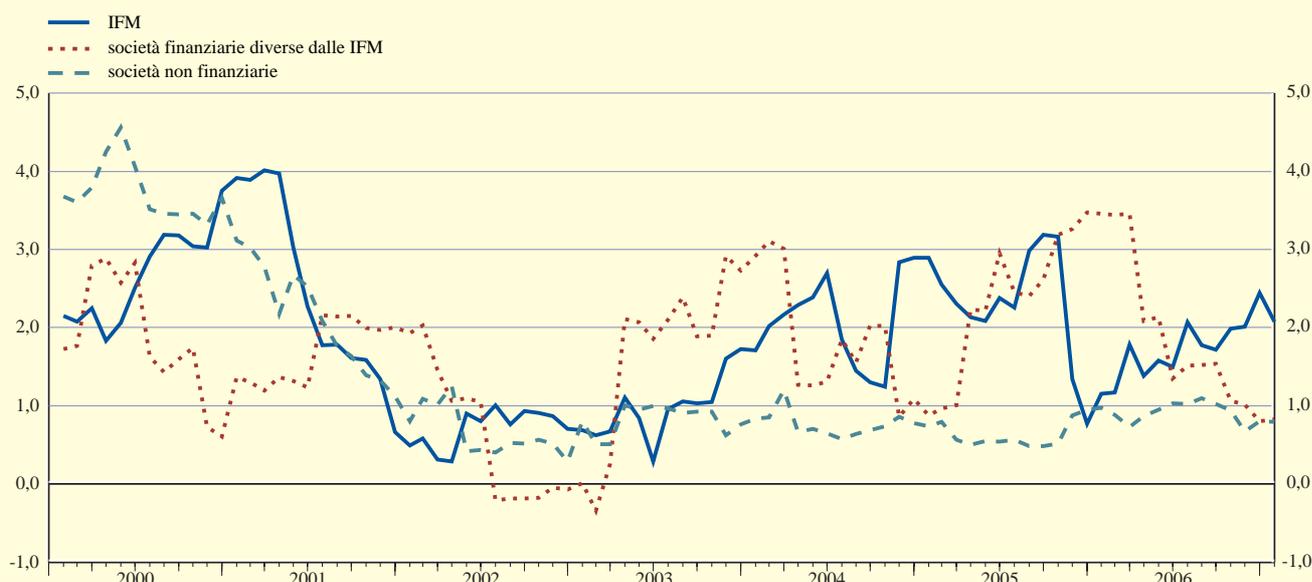
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 gen.	4.146,8	102,6	1,1	662,8	2,9	415,7	0,9	3.068,3	0,7
feb.	4.263,1	102,6	1,1	681,4	2,6	435,5	1,0	3.146,1	0,8
mar.	4.250,5	102,7	0,9	677,8	2,3	425,4	1,0	3.147,3	0,6
apr.	4.102,5	102,9	0,9	656,0	2,1	410,8	2,2	3.035,6	0,5
mag.	4.280,1	102,9	1,0	678,1	2,1	425,4	2,2	3.176,5	0,6
giu.	4.388,2	103,1	1,1	698,1	2,4	442,6	2,9	3.247,5	0,5
lug.	4.638,2	103,1	1,0	727,9	2,3	467,7	2,5	3.442,6	0,6
ago.	4.613,0	103,1	1,1	723,5	3,0	458,2	2,4	3.431,4	0,5
set.	4.834,1	103,3	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.585,2	0,5
ott.	4.666,6	103,4	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
nov.	4.889,2	103,7	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
dic.	5.063,5	103,8	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 gen.	5.296,6	103,8	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.875,0	1,0
feb.	5.436,6	103,8	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.935,1	0,9
mar.	5.637,3	103,9	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.094,9	0,7
apr.	5.661,4	104,0	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.138,7	0,9
mag.	5.373,0	104,1	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.941,8	0,9
giu.	5.384,8	104,3	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.949,1	1,0
lug.	5.381,0	104,4	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.918,2	1,0
ago.	5.545,2	104,4	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.990,8	1,1
set.	5.689,4	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.095,6	1,0
ott.	5.868,9	104,6	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.238,9	0,9
nov.	5.922,4	104,7	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,3	0,7
dic.	6.139,2	104,9	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.459,8	0,8
2007 gen.	6.310,8	104,9	1,0	1.111,3	2,1	639,1	0,8	4.560,3	0,8

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

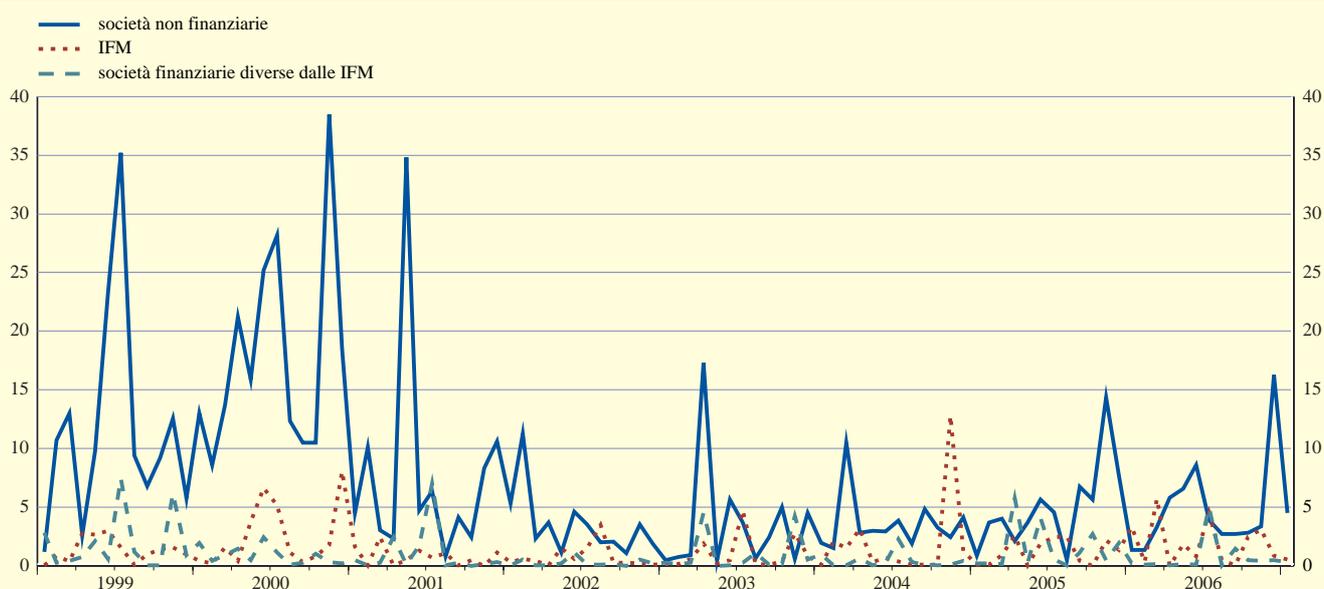
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

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

#### 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<sup>1)</sup>**  
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

**1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)**

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2) 3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006 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	2,04	2,53	1,22	2,70	3,22	3,27	2,65
lug.	0,81	2,70	3,04	2,80	2,08	2,58	1,24	2,78	3,31	3,99	2,76
ago.	0,85	2,79	2,97	2,82	2,23	2,63	1,32	2,92	3,25	3,78	2,86
set.	0,86	2,87	3,15	2,66	2,26	2,68	1,36	2,99	3,45	3,82	2,96
ott.	0,90	3,04	3,30	2,87	2,30	2,75	1,45	3,19	3,58	4,24	3,14
nov.	0,91	3,10	3,34	2,80	2,30	2,81	1,49	3,26	3,47	3,66	3,23
dic.	0,92	3,27	3,31	2,79	2,38	2,87	1,52	3,47	4,98	3,88	3,41
2007 gen.	0,99	3,33	3,48	2,98	2,39	2,98	1,60	3,49	3,90	4,09	3,46

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni					oltre 10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 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	7,24	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	7,33	6,33	8,02	7,87	4,11	4,23	4,52	4,34	4,52	4,55	5,24	4,74
ago.	9,95	7,86	6,39	8,15	8,12	4,21	4,36	4,60	4,39	4,59	4,65	5,26	4,94
set.	10,06	7,86	6,26	8,09	7,98	4,30	4,36	4,61	4,44	4,65	4,76	5,30	4,98
ott.	10,04	7,50	6,02	8,17	7,77	4,42	4,45	4,58	4,46	4,72	4,93	5,18	4,80
nov.	10,08	7,66	6,16	8,15	7,83	4,49	4,50	4,58	4,47	4,76	4,97	5,25	4,90
dic.	10,03	7,56	6,08	7,97	7,73	4,56	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,23	4,82
2007 gen.	10,19	7,63	6,70	8,37	8,26	4,67	4,59	4,59	4,50	4,84	5,13	5,40	4,92

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
								1
2006 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
ago.		5,56	4,70	5,09	4,60	3,97	4,33	4,49
set.		5,69	4,75	5,02	4,54	4,02	4,41	4,47
ott.		5,76	4,91	5,16	4,57	4,24	4,37	4,45
nov.		5,82	5,00	5,24	4,68	4,31	4,62	4,58
dic.		5,83	5,08	5,23	4,71	4,50	4,77	4,63
2007 gen.		5,89	5,15	5,28	4,63	4,42	4,66	4,64

Fonte: BCE.

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

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

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

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

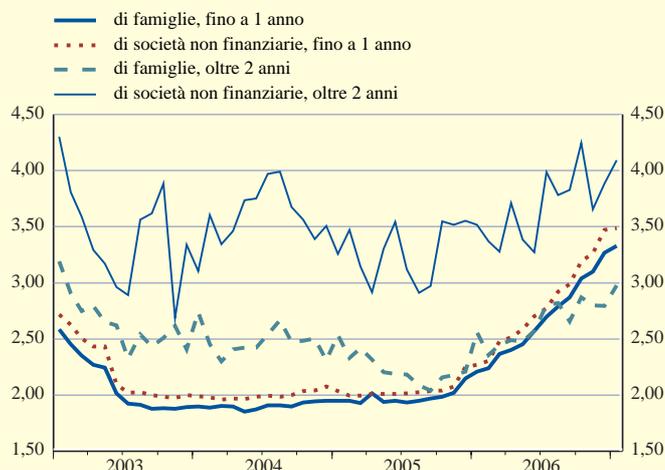
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 feb.	0,74	2,09	3,13	1,97	2,34	1,08	2,38	3,47	2,27
mar.	0,76	2,16	3,01	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	3,05	2,00	2,48	1,18	2,59	3,52	2,49
giu.	0,81	2,34	3,08	2,04	2,53	1,22	2,72	3,53	2,63
lug.	0,81	2,43	3,03	2,08	2,58	1,24	2,80	3,57	2,71
ago.	0,85	2,52	3,05	2,23	2,63	1,32	2,93	3,64	2,81
set.	0,86	2,59	3,08	2,26	2,68	1,36	3,00	3,69	2,90
ott.	0,90	2,69	3,10	2,30	2,75	1,45	3,15	3,80	3,05
nov.	0,91	2,78	3,05	2,30	2,81	1,49	3,24	3,80	3,14
dic.	0,92	2,89	3,05	2,38	2,87	1,52	3,42	3,88	3,29
2007 gen.	0,99	2,99	3,06	2,39	2,98	1,60	3,46	3,91	3,36

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

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 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.	4,67	4,20	4,55	8,10	6,75	5,73	4,72	4,19	4,40
lug.	4,68	4,21	4,57	8,15	6,71	5,82	4,81	4,27	4,45
ago.	4,72	4,23	4,60	8,21	6,72	5,82	4,85	4,33	4,48
set.	4,82	4,27	4,62	8,31	6,81	5,87	4,93	4,40	4,53
ott.	4,90	4,29	4,65	8,36	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
nov.	4,98	4,33	4,68	8,34	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
dic.	5,00	4,35	4,70	8,42	6,83	5,94	5,24	4,66	4,68
2007 gen.	5,04	4,37	4,72	8,58	6,84	5,95	5,31	4,76	4,77

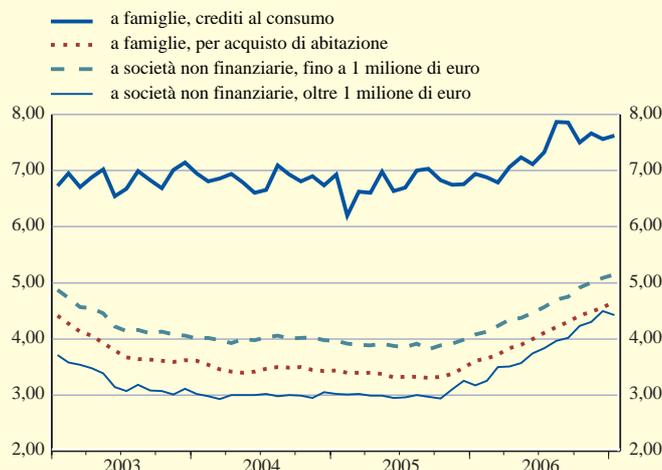
#### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



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

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



Fonte: BCE.

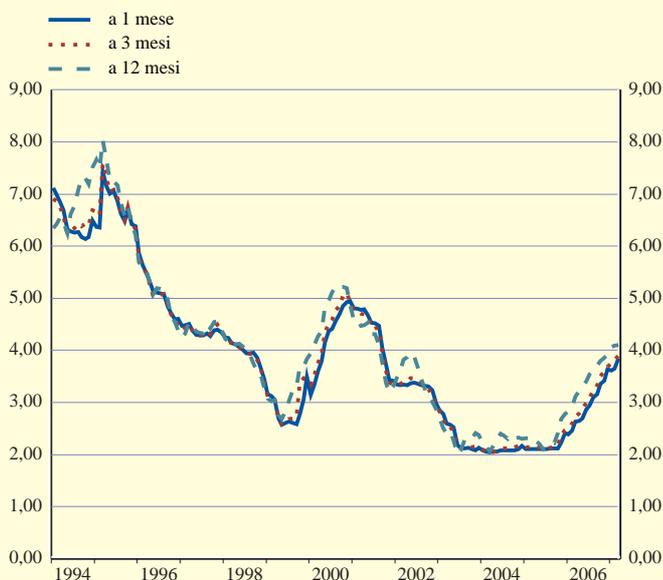
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 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
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2006 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
4° trim.	3,36	3,46	3,59	3,72	3,86	5,37	0,49
2007 1° trim.	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
2006 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
ott.	3,28	3,35	3,50	3,64	3,80	5,37	0,44
nov.	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	5,37	0,48
dic.	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	5,36	0,56
2007 gen.	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	5,36	0,56
feb.	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	5,36	0,59
mar.	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	5,35	0,71

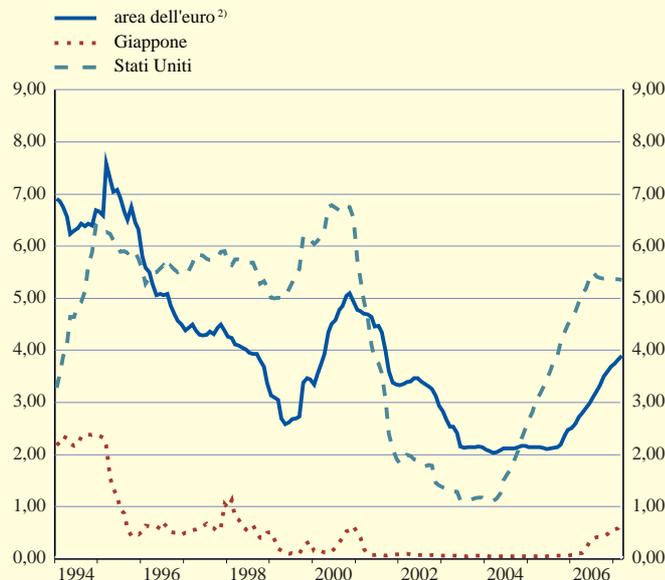
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

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



#### F24 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

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

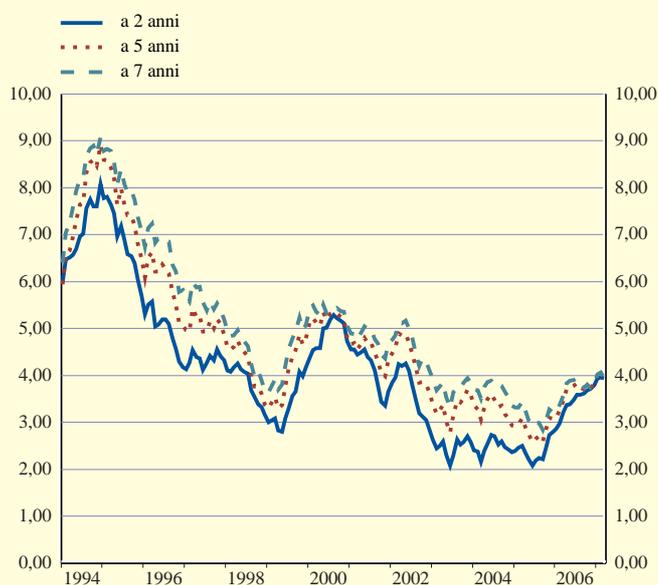
## 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro <sup>1)2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2006	3,44	3,51	3,64	3,72	3,86	4,79	1,74
2006 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
4° trim.	3,73	3,73	3,77	3,79	3,86	4,63	1,70
2007 1° trim.	3,95	3,96	3,99	4,02	4,08	4,68	1,68
2006 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	4,08	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
ott.	3,69	3,70	3,77	3,80	3,88	4,73	1,76
nov.	3,71	3,70	3,73	3,74	3,80	4,60	1,70
dic.	3,79	3,79	3,83	3,84	3,90	4,57	1,64
2007 gen.	3,94	3,96	4,02	4,02	4,10	4,76	1,71
feb.	3,96	3,98	4,02	4,07	4,12	4,73	1,71
mar.	3,94	3,94	3,95	3,96	4,02	4,56	1,62

## F25 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro<sup>2)</sup>

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



## F26 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



Fonte: BCE.

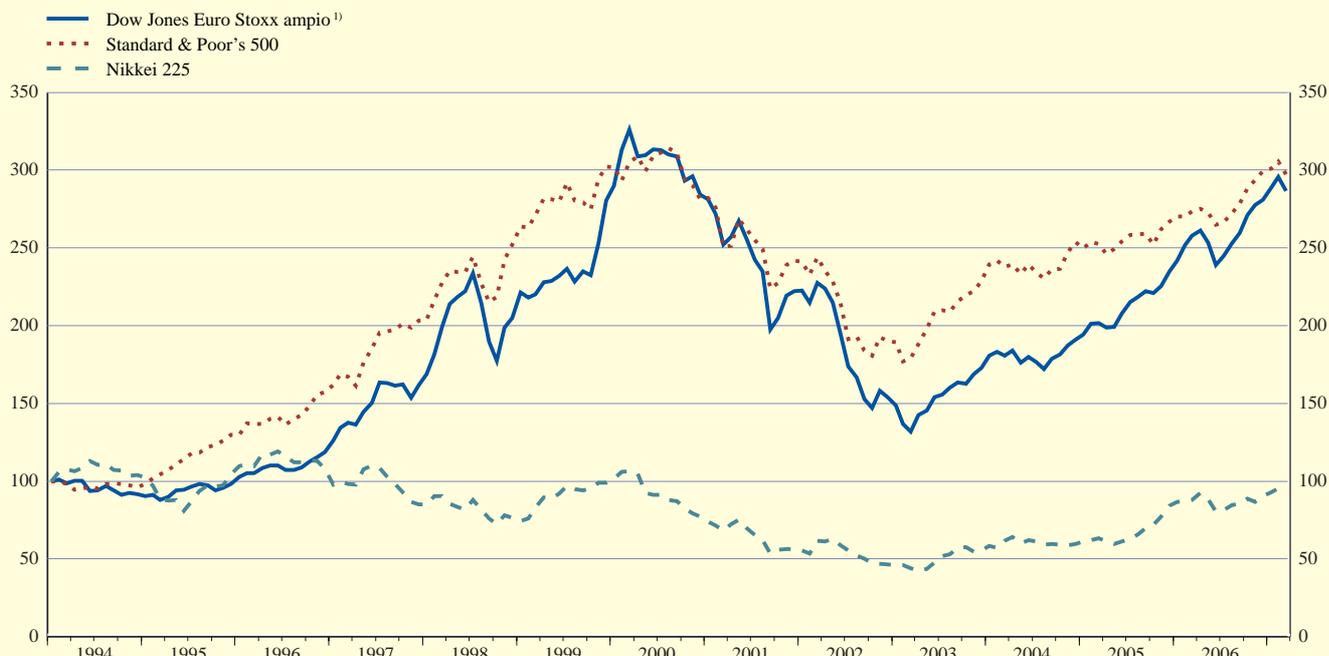
- 1) I rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali. Fino al dicembre 1998 questi sono ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo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

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

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.121,2
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
4° trim.	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0
2007 1° trim.	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9
2006 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
ott.	375,8	3.975,8	435,6	216,9	306,8	419,4	397,5	405,6	341,1	475,6	431,1	532,2	1.363,4	16.515,7
nov.	384,8	4.052,8	451,8	220,1	319,2	438,6	401,3	420,2	343,6	490,5	456,8	517,4	1.389,4	16.103,9
dic.	389,5	4.070,4	464,4	221,0	319,3	440,4	403,4	433,3	344,6	507,0	463,1	529,4	1.416,2	16.790,2
2007 gen.	400,4	4.157,8	476,4	229,1	328,2	426,5	419,8	452,2	350,4	505,0	485,0	538,1	1.423,9	17.270,0
feb.	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4
mar.	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



## PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

### 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	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>2)</sup>	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	-	-	-	-	-	-
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-
2005 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	2,8	2,0	0,8	0,5	0,6	0,3	3,9	0,5
3° trim.	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,4	1,9	0,2	0,6	0,6
4° trim.	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,8	0,8	0,3	-4,2	0,6
2006 ott.	102,6	1,6	1,6	1,3	2,1	0,0	0,5	-0,2	0,1	-1,8	0,2
nov.	102,6	1,9	1,6	1,7	2,1	0,1	0,1	0,5	0,1	-0,5	0,2
dic.	103,0	1,9	1,6	1,8	2,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,2
2007 gen.	102,5	1,8	1,8	1,5	2,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3
feb.	102,8	1,8	1,9	1,5	2,4	0,2	0,1	-0,5	0,3	0,3	0,3
mar. <sup>3)</sup>	.	1,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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>2)</sup>	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2005 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	0,7	11,6	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,3	2,2
3° trim.	2,8	2,1	3,9	2,0	0,7	6,3	2,5	2,1	2,6	-3,6	2,4	2,3
4° trim.	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4
2006 set.	2,9	1,8	4,6	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,4	-3,4	2,3	2,4
ott.	3,0	2,3	4,2	0,5	0,8	-0,5	2,5	2,2	2,4	-2,7	2,4	2,4
nov.	3,0	2,2	4,4	1,1	0,8	2,1	2,5	2,1	2,3	-2,7	2,5	2,4
dic.	2,7	2,1	3,7	1,4	0,9	2,9	2,5	2,1	2,2	-2,3	2,4	2,4
2007 gen.	2,8	2,2	3,7	0,9	0,9	0,9	2,6	2,0	2,9	-1,7	2,7	2,4
feb.	2,4	2,1	2,8	1,1	1,1	0,8	2,6	2,0	2,8	-1,7	2,8	2,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Con riferimento al 2007.

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

**5.1 IAPC, altri prezzi e costi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Prezzi internazionali delle materie prime <sup>3)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>4)</sup> (euro per barile)		
	Industria escluse le costruzioni														Totale	Totale al netto dell'energia
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia					Beni energetici								
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo									
in perc. del totale <sup>5)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8		
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,7	2,1	7,1	-4,0	-4,5	25,1	
2004	105,8	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,4	18,4	10,8	30,5	
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,3	1,1	1,3	1,1	13,4	3,1	7,8	28,5	9,4	44,6	
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,2	.	.	19,7	24,8	52,9	
2006 1° trim.	113,9	5,2	3,2	1,7	2,2	1,0	1,5	1,4	1,5	18,8	2,9	.	36,4	23,6	52,3	
2° trim.	115,8	5,8	3,9	2,6	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,3	3,5	7,0 <sup>6)</sup>	30,0	26,2	56,2	
3° trim.	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	3,5	.	13,4	26,6	55,7	
4° trim.	116,6	4,1	2,8	3,5	6,2	1,8	1,6	1,7	1,6	6,1	.	.	3,9	23,0	47,3	
2007 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-5,5	15,7	44,8	
2006 ott.	116,6	4,0	2,5	3,6	6,3	1,8	1,7	1,7	1,7	5,2	.	.	3,9	28,7	47,6	
nov.	116,6	4,3	2,9	3,5	6,2	1,9	1,6	1,7	1,6	6,9	.	.	4,5	22,9	46,7	
dic.	116,6	4,1	2,9	3,4	6,1	1,8	1,5	1,7	1,4	6,2	.	.	3,2	17,7	47,4	
2007 gen.	116,8	3,1	2,4	3,5	6,1	2,0	1,5	1,9	1,4	1,5	.	.	-9,6	15,6	42,2	
feb.	117,2	2,9	2,5	3,4	5,9	2,1	1,6	2,0	1,5	1,0	.	.	-4,6	13,9	44,9	
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,3	17,6	47,3	

**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>	1	2	3	4	5	6	7	8
	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
2003	110,8	3,1	2,9	3,8	3,1	3,8	2,9	2,4
2004	113,5	2,4	2,3	2,3	2,8	2,7	2,0	2,1
2005	116,2	2,4	2,6	1,9	2,5	2,2	2,4	2,1
2006	119,1	2,5	2,8	1,9	2,8	2,2	2,4	2,2
2005 4° trim.	117,3	2,4	2,6	1,4	2,5	2,5	2,3	2,0
2006 1° trim.	118,0	2,5	2,9	1,2	2,7	2,4	2,4	2,1
2° trim.	118,7	2,6	2,9	2,0	3,2	1,7	2,4	2,4
3° trim.	119,5	2,5	2,7	2,2	3,1	1,9	2,2	2,0
4° trim.	120,2	2,4	2,5	2,2	2,2	2,6	2,5	2,4

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

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

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	8
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>									
2003	106,5	1,8	6,2	0,4	3,3	2,2	1,3	2,8	
2004	107,6	1,1	-9,3	-0,1	3,1	-0,3	2,6	2,6	
2005	108,6	0,9	8,7	-1,2	3,5	0,2	2,0	1,8	
2006	109,5	0,8	3,9	-2,0	1,3	0,0	2,7	2,4	
2005 4° trim.	109,2	0,9	10,2	-2,1	2,4	0,0	2,2	2,7	
2006 1° trim.	109,4	1,0	5,7	-1,7	1,8	0,0	2,9	2,4	
2° trim.	109,7	1,0	4,4	-1,9	0,2	0,3	2,1	3,4	
3° trim.	109,6	1,1	4,3	-2,0	1,1	-0,1	3,3	2,8	
4° trim.	109,2	0,0	1,3	-2,4	2,1	-0,1	2,4	0,9	
Redditi per occupato									
2003	107,4	2,1	2,6	2,2	2,8	1,9	2,3	2,0	
2004	109,7	2,1	2,5	2,5	2,4	1,2	2,0	2,5	
2005	111,5	1,6	3,1	1,5	1,9	1,4	2,1	1,6	
2006	113,9	2,2	2,8	2,5	2,5	2,0	1,7	2,2	
2005 4° trim.	112,5	2,1	3,2	1,7	1,9	1,5	1,8	3,0	
2006 1° trim.	113,1	2,2	1,9	2,6	2,3	1,9	1,7	2,2	
2° trim.	113,9	2,4	2,3	2,5	2,0	2,2	1,2	3,2	
3° trim.	114,1	2,3	3,6	2,6	2,2	1,8	1,9	2,7	
4° trim.	114,5	1,8	3,3	2,2	3,4	2,1	2,0	0,7	
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>									
2003	100,9	0,3	-3,3	1,8	-0,5	-0,2	1,0	-0,8	
2004	101,9	1,0	13,0	2,6	-0,6	1,5	-0,5	0,0	
2005	102,6	0,7	-5,1	2,8	-1,7	1,1	0,1	-0,2	
2006	104,0	1,4	-1,1	4,6	1,2	2,0	-1,0	-0,2	
2005 4° trim.	103,0	1,1	-6,3	3,9	-0,5	1,5	-0,4	0,3	
2006 1° trim.	103,3	1,2	-3,5	4,4	0,5	1,9	-1,2	-0,2	
2° trim.	103,8	1,4	-2,0	4,5	1,8	1,9	-0,9	-0,1	
3° trim.	104,2	1,2	-0,7	4,7	1,1	1,9	-1,4	-0,2	
4° trim.	104,8	1,8	2,0	4,7	1,2	2,1	-0,4	-0,3	

### 5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>	8
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	107,3	2,1	2,0	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,8
2004	109,3	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,1	1,5
2005	111,4	1,9	2,2	2,0	2,2	2,3	2,6	3,6
2006	113,4	1,8	2,4	2,0	1,7	2,7	2,6	4,2
2005 4° trim.	112,4	2,1	2,6	2,2	2,9	2,1	2,9	4,2
2006 1° trim.	112,6	1,8	2,8	2,3	2,0	2,3	2,7	5,5
2° trim.	113,1	1,9	2,8	2,2	2,6	2,8	3,0	5,4
3° trim.	113,7	1,9	2,4	2,0	1,8	2,9	2,7	3,8
4° trim.	114,2	1,6	1,8	1,6	0,5	2,8	1,9	2,3

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>									
2003	7.461,9	7.305,2	4.278,3	1.526,7	1.499,2	1,0	156,7	2.624,5	2.467,8
2004	7.738,8	7.576,5	4.426,6	1.580,9	1.562,4	6,6	162,3	2.823,6	2.661,3
2005	8.001,5	7.883,4	4.584,2	1.639,9	1.641,1	18,1	118,0	3.025,7	2.907,6
2006	8.374,6	8.276,6	4.763,4	1.704,0	1.769,3	39,9	98,0	3.366,2	3.268,1
2005 4° trim.	2.031,5	2.008,0	1.162,1	418,3	419,0	8,6	23,6	784,4	760,9
2006 1° trim.	2.052,1	2.034,8	1.174,9	421,1	426,9	11,9	17,3	812,1	794,8
2° trim.	2.082,5	2.063,8	1.185,4	425,9	440,0	12,7	18,7	826,8	808,0
3° trim.	2.106,3	2.086,7	1.198,1	427,0	446,7	14,9	19,6	848,0	828,5
4° trim.	2.133,7	2.091,2	1.205,1	430,0	455,7	0,4	42,4	879,2	836,8
<i>in percentuale del PIL</i>									
2006	100,0	98,8	56,9	20,3	21,1	0,5	1,2	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati<sup>3)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2005 4° trim.	0,4	0,7	0,2	0,1	0,5	-	-	0,8	1,7
2006 1° trim.	0,8	0,5	0,5	1,3	1,1	-	-	3,2	2,4
2° trim.	1,0	1,0	0,4	0,0	2,2	-	-	1,0	0,9
3° trim.	0,6	0,7	0,7	0,7	0,9	-	-	1,9	2,2
4° trim.	0,9	0,1	0,4	0,4	1,5	-	-	3,6	1,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,1	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,9	1,5	1,4	2,2	-	-	6,9	6,7
2005	1,4	1,7	1,4	1,4	2,5	-	-	4,2	5,2
2006	2,7	2,4	1,7	2,2	4,7	-	-	8,3	7,8
2005 4° trim.	1,8	2,0	1,3	1,6	3,5	-	-	4,9	5,6
2006 1° trim.	2,2	2,2	1,8	2,5	4,1	-	-	8,8	9,1
2° trim.	2,8	2,6	1,8	1,9	5,3	-	-	7,9	7,4
3° trim.	2,8	2,9	1,8	2,0	4,7	-	-	7,1	7,5
4° trim.	3,3	2,3	2,0	2,4	5,8	-	-	10,0	7,5
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2005 4° trim.	0,4	0,7	0,1	0,0	0,1	0,5	-0,3	-	-
2006 1° trim.	0,8	0,5	0,3	0,3	0,2	-0,3	0,3	-	-
2° trim.	1,0	0,9	0,2	0,0	0,4	0,3	0,0	-	-
3° trim.	0,6	0,7	0,4	0,1	0,2	0,0	-0,1	-	-
4° trim.	0,9	0,1	0,2	0,1	0,3	-0,5	0,8	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	-0,7	-	-
2004	2,0	1,8	0,9	0,3	0,4	0,2	0,2	-	-
2005	1,4	1,6	0,8	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,7	2,4	1,0	0,4	1,0	0,0	0,3	-	-
2005 4° trim.	1,8	1,9	0,7	0,3	0,7	0,2	-0,1	-	-
2006 1° trim.	2,2	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,2	0,0	-	-
2° trim.	2,8	2,5	1,0	0,4	1,1	0,0	0,3	-	-
3° trim.	2,8	2,8	1,0	0,4	1,0	0,4	0,0	-	-
4° trim.	3,3	2,3	1,2	0,5	1,2	-0,6	1,0	-	-

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

## 5.2 Produzione e domanda

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

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2003	6.704,0	152,1	1.385,5	390,2	1.423,4	1.824,9	1.528,0	757,9
2004	6.946,1	157,3	1.418,2	413,6	1.476,0	1.898,5	1.582,4	792,7
2005	7.166,3	143,4	1.454,3	436,7	1.519,5	1.977,0	1.635,5	835,1
2006	7.479,8	147,1	1.520,5	478,7	1.572,5	2.075,2	1.685,8	894,8
2005 4° trim.	1.816,0	36,2	367,0	113,0	382,1	501,7	416,0	215,5
2006 1° trim.	1.833,0	35,5	373,0	114,7	385,5	508,3	416,0	219,2
2° trim.	1.860,6	36,4	377,6	118,1	391,0	515,5	422,1	221,9
3° trim.	1.884,1	37,2	383,8	121,5	396,3	522,7	422,7	222,2
4° trim.	1.902,1	38,1	386,1	124,5	399,7	528,8	425,1	231,5
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2006	100,0	2,0	20,3	6,4	21,0	27,7	22,5	-
<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 4° trim.	0,4	0,2	0,6	0,9	0,5	0,1	0,2	0,3
2006 1° trim.	0,8	-2,1	1,6	-0,1	0,8	0,9	0,4	1,2
2° trim.	1,1	0,6	1,4	2,4	1,3	1,0	0,3	0,2
3° trim.	0,6	-0,1	1,1	1,0	0,6	0,4	0,2	0,6
4° trim.	0,7	2,2	0,5	1,5	0,8	0,8	0,4	2,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2003	0,7	-5,9	0,3	0,3	0,4	1,6	1,0	1,4
2004	2,1	11,6	1,9	1,1	2,8	1,7	1,2	1,5
2005	1,4	-6,3	1,2	0,9	1,7	2,2	1,1	1,4
2006	2,6	-1,3	4,0	3,9	3,0	2,4	1,1	3,4
2005 4° trim.	1,8	-7,3	2,7	2,1	2,0	2,1	1,1	2,2
2006 1° trim.	2,1	-3,0	3,8	2,8	2,6	1,7	1,0	3,1
2° trim.	2,8	-0,8	4,4	3,8	3,3	2,6	1,2	3,2
3° trim.	2,8	-1,3	4,7	4,2	3,2	2,5	1,2	2,5
4° trim.	3,2	0,7	4,6	4,8	3,6	3,2	1,3	4,8
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2005 4° trim.	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-
2006 1° trim.	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-
2° trim.	1,1	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	-
3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-
4° trim.	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,3	0,4	0,1	0,6	0,5	0,3	-
2005	1,4	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,6	0,2	-
2006	2,8	0,2	0,8	0,2	0,6	0,7	0,3	-
2005 4° trim.	1,8	-0,2	0,5	0,1	0,4	0,6	0,3	-
2006 1° trim.	2,1	-0,1	0,8	0,2	0,5	0,5	0,2	-
2° trim.	2,8	0,0	0,9	0,2	0,7	0,7	0,3	-
3° trim.	2,8	0,0	0,9	0,3	0,7	0,7	0,3	-
4° trim.	3,2	0,0	0,9	0,3	0,8	0,9	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

**5.2 Produzione e domanda**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

**3. Produzione industriale**

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni
	in perc. del totale <sup>1)</sup>	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici							Beni energetici	
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
2004	2,1	102,3	2,0	2,1	2,0	2,2	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1
2005	1,1	103,7	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,5	-0,9	0,7	1,2	-0,2
2006	3,7	107,7	3,8	4,2	4,2	4,9	5,5	2,4	4,2	1,9	0,7	4,4
2006 1° trim.	3,8	106,1	3,4	3,6	3,5	3,0	5,0	2,2	2,4	2,2	3,8	2,1
2° trim.	3,1	107,4	4,2	4,3	4,6	5,8	5,3	2,6	3,7	2,4	0,9	3,8
3° trim.	4,2	108,4	4,1	4,4	4,3	5,8	5,5	1,6	5,0	1,0	1,5	4,6
4° trim.	3,8	108,9	3,6	4,5	4,4	5,2	6,2	3,0	5,6	1,9	-3,2	6,7
2006 ago.	5,3	109,3	5,5	6,0	5,8	7,9	7,6	2,3	9,0	1,5	2,4	4,0
set.	3,6	108,3	3,4	3,7	3,6	4,6	5,2	1,4	4,5	0,8	-0,3	4,0
ott.	3,9	108,3	3,8	4,3	4,4	5,3	5,4	3,0	4,9	1,9	-1,6	5,3
nov.	3,5	108,6	2,7	3,7	3,5	3,4	6,1	2,5	5,4	1,2	-3,6	6,4
dic.	4,1	109,9	4,4	5,5	5,5	7,2	7,2	3,7	6,6	2,7	-4,1	8,8
2007 gen.	4,1	109,6	3,6	5,6	5,8	5,7	7,2	3,5	4,0	3,5	-6,7	11,3
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2006 ago.	1,3	-	1,6	2,0	2,0	2,9	2,1	1,4	4,3	0,9	-1,8	0,0
set.	-0,7	-	-0,9	-1,1	-1,0	-2,1	-0,5	-0,7	-3,2	-0,2	-1,4	0,8
ott.	-0,1	-	0,0	0,1	0,2	0,5	-0,3	0,5	0,2	0,3	-2,1	0,9
nov.	0,6	-	0,3	0,6	0,4	0,1	1,4	0,1	1,4	-0,1	0,7	0,8
dic.	0,9	-	1,2	1,2	1,4	2,1	0,7	1,0	0,8	1,2	1,7	0,8
2007 gen.	0,1	-	-0,3	0,2	0,2	-0,5	0,7	-0,3	-1,4	0,1	-3,0	0,8

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	12	13	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	105,0	7,4	106,2	5,1	2,3	105,3	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	111,0	4,6	110,7	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	121,2	9,2	118,9	7,3	3,2	108,8	1,9	0,7	2,6	2,2	4,7	962	2,1
2006 1° trim.	117,3	12,1	115,5	9,1	2,4	107,9	1,2	0,7	1,4	1,1	2,5	963	2,6
2° trim.	119,4	8,0	118,3	6,4	3,6	108,5	2,2	1,2	2,6	2,2	4,0	966	2,5
3° trim.	123,0	10,2	119,8	6,5	3,6	109,1	2,1	1,3	2,5	2,8	4,9	936	-1,8
4° trim.	125,1	6,6	121,9	7,6	3,2	109,6	2,2	-0,2	3,6	2,7	7,0	982	5,1
2006 set.	123,3	7,5	119,9	3,7	2,8	108,9	1,5	0,9	1,9	0,1	5,3	964	1,0
ott.	123,7	12,9	119,8	10,9	2,3	109,0	1,4	-0,9	2,6	1,1	5,4	948	-0,5
nov.	124,6	5,9	122,3	8,0	3,2	109,6	2,1	-0,1	3,5	2,9	7,2	972	4,4
dic.	126,9	1,8	123,5	3,9	4,0	110,1	3,0	0,3	4,5	3,9	8,0	1.026	13,1
2007 gen.	126,6	12,1	123,5	10,2	2,2	109,2	1,1	-0,4	1,9	2,2	4,4	938	-2,9
feb.	.	.	.	.	2,2	109,6	1,2	-0,5	2,4	.	.	934	-3,7
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2006 set.	-	-0,9	-	-0,7	-0,8	-	-0,5	0,2	-0,9	-4,2	-0,9	-	3,0
ott.	-	0,3	-	-0,1	0,2	-	0,1	-0,3	0,3	1,0	0,3	-	-1,7
nov.	-	0,7	-	2,2	0,7	-	0,5	0,1	0,8	1,5	1,2	-	2,5
dic.	-	1,8	-	0,9	0,5	-	0,5	0,3	0,5	0,5	1,2	-	5,6
2007 gen.	-	-0,2	-	0,0	-0,8	-	-0,8	-0,4	-1,0	-0,6	-2,0	-	-8,5
feb.	-	.	-	.	0,5	-	0,3	0,3	0,5	.	.	-	-0,5

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
2003	93,1	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,2	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,9	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2006 1° trim.	102,6	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-9
2° trim.	106,8	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
3° trim.	108,2	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
4° trim.	109,9	6	6	4	15	84,2	-7	-3	-7	10	-9
2007 1° trim.	110,0	6	7	4	14	.	-5	-2	-5	6	-8
2006 ott.	110,0	5	5	4	14	83,9	-8	-3	-8	11	-9
nov.	109,9	6	6	4	16	-	-7	-3	-7	10	-9
dic.	109,8	6	8	3	14	-	-6	-3	-5	9	-9
2007 gen.	109,2	5	6	4	15	84,4	-7	-2	-7	8	-9
feb.	109,7	5	7	3	12	-	-5	-3	-4	5	-8
mar.	111,2	6	8	4	14	-	-4	-1	-3	5	-8

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	0	4	-4	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	0	-5	5	0	3	14	13	18	13	18	23
2006 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	2	5	13	14	19	14	19	25
4° trim.	3	-3	8	2	8	13	11	20	13	21	26
2007 1° trim.	0	-8	9	-1	1	16	12	21	16	21	25
2006 ott.	3	-2	7	4	9	13	14	21	14	23	26
nov.	3	-4	10	3	10	13	12	19	12	19	26
dic.	2	-2	7	0	5	13	8	19	12	20	25
2007 gen.	1	-8	10	-1	2	16	11	20	16	19	23
feb.	0	-8	8	-1	0	16	12	20	15	21	24
mar.	0	-9	9	0	2	15	13	22	18	22	28

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

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

**1. Occupazione**

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,6	15,4	4,3	17,4	7,6	24,9	15,3	30,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	135,465	0,4	0,5	0,1	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,6	1,8
2004	136,451	0,7	0,7	0,9	-1,2	-1,3	1,5	1,0	2,1	1,2
2005	137,532	0,8	1,0	-0,1	-1,4	-1,2	2,7	0,7	2,1	1,3
2006	139,456	1,4	1,5	1,0	0,0	-0,2	2,7	1,2	3,5	1,4
2005 4° trim.	137,994	0,7	1,0	-1,0	-1,0	-1,1	2,4	0,5	2,5	0,8
2006 1° trim.	138,664	1,0	1,1	0,6	0,2	-0,6	2,0	0,8	2,8	1,2
2° trim.	139,339	1,5	1,5	1,3	1,2	-0,1	1,9	1,5	3,4	1,3
3° trim.	139,697	1,5	1,6	0,8	-0,6	0,1	2,8	1,2	3,8	1,3
4° trim.	140,124	1,6	1,7	1,0	-1,0	-0,3	4,0	1,4	3,9	1,6
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2005 4° trim.	0,406	0,3	0,3	0,0	0,2	0,0	1,0	0,3	1,1	-0,1
2006 1° trim.	0,670	0,5	0,4	0,9	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,9	0,7
2° trim.	0,675	0,5	0,5	0,6	0,8	0,2	0,7	0,5	0,9	0,4
3° trim.	0,358	0,3	0,4	-0,4	-1,8	0,0	0,8	0,0	1,0	0,4
4° trim.	0,426	0,3	0,3	0,1	-0,5	-0,2	1,5	0,4	0,7	0,2

**2. Disoccupazione**

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		75,4		24,6		47,9		52,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,521	8,7	9,332	7,4	3,189	17,8	5,978	7,3	6,543	10,4
2004	12,876	8,8	9,657	7,5	3,219	18,2	6,190	7,5	6,685	10,4
2005	12,660	8,6	9,570	7,4	3,090	17,7	6,140	7,4	6,521	10,0
2006	11,730	7,9	8,838	6,7	2,891	16,8	5,621	6,8	6,108	9,3
2005 4° trim.	12,412	8,4	9,386	7,2	3,026	17,4	5,951	7,2	6,461	9,9
2006 1° trim.	12,213	8,2	9,196	7,0	3,018	17,4	5,840	7,0	6,373	9,7
2° trim.	11,746	7,9	8,890	6,8	2,856	16,6	5,691	6,8	6,055	9,3
3° trim.	11,580	7,8	8,710	6,6	2,870	16,7	5,532	6,6	6,048	9,2
4° trim.	11,371	7,6	8,520	6,4	2,851	16,6	5,363	6,4	6,008	9,1
2006 set.	11,523	7,7	8,657	6,6	2,865	16,6	5,463	6,6	6,060	9,2
ott.	11,493	7,7	8,614	6,5	2,879	16,7	5,412	6,5	6,081	9,2
nov.	11,368	7,6	8,528	6,5	2,840	16,5	5,361	6,4	6,007	9,1
dic.	11,251	7,5	8,419	6,4	2,832	16,5	5,315	6,4	5,936	9,0
2007 gen.	11,104	7,4	8,267	6,3	2,836	16,5	5,226	6,3	5,877	8,9
feb.	10,975	7,3	8,145	6,2	2,830	16,4	5,137	6,2	5,838	8,9

Fonte: Eurostat.

1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

2) Nel 2005 per l'occupazione, nel 2006 per la disoccupazione.

3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.

4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

### 6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

#### 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>5)</sup>
		Imposte dirette		Imposte indirette		Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
		Famiglie	Imprese			Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1997	47,0	46,5	11,9	8,7	2,9	13,3	0,7	17,1	8,5	5,4	2,3	0,5	0,3	42,7
1998	46,5	46,3	12,2	9,1	2,8	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,8	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,6	46,4	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7
2001	45,8	45,6	12,3	9,2	2,8	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,3	45,0	11,9	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,2	44,5	11,5	8,9	2,4	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	8,6	2,5	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	8,7	2,7	13,7	0,3	15,5	8,2	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2

#### 2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie <sup>5)</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
1997	49,6	46,0	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	48,8	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,0	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	47,6	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,9	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	5,0	3,3	25,5	22,7	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,9
2004	47,6	43,8	10,4	5,0	3,1	25,2	22,5	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,5
2005	47,6	43,7	10,4	5,1	3,0	25,3	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,6

#### 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	4,8	1,9	2,3	8,4	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,7	10,6	4,7	4,8	1,9	2,3	8,2	11,5
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	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,9	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,9	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	0,0	-3,7	-0,4	-5,2	-0,3	-3,2	-2,9	2,1	-2,0	-0,5	-2,9	-2,5	4,1
2003	0,0	-4,0	0,3	-6,1	0,0	-4,2	-3,5	0,3	-3,1	-1,6	-2,9	-2,8	2,5
2004	0,0	-3,7	1,5	-7,8	-0,2	-3,7	-3,4	-1,1	-1,8	-1,2	-3,2	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,2	1,1	-5,2	1,1	-2,9	-4,1	-1,0	-0,3	-1,5	-6,0	-1,4	2,7

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	47,3	58,3	30,3	12,1	15,9	16,8
1997	74,1	2,8	16,0	6,5	48,8	55,4	28,3	13,6	13,5	18,7
1998	72,8	2,7	15,1	5,6	49,3	52,1	26,4	14,5	11,2	20,7
1999	72,0	2,9	14,2	4,2	50,6	48,5	25,4	12,0	11,2	23,4
2000	69,4	2,7	13,1	3,6	50,0	44,1	22,0	11,0	11,0	25,3
2001	68,3	2,8	12,3	4,0	49,2	42,1	20,6	10,4	11,1	26,2
2002	68,2	2,7	11,7	4,6	49,2	40,2	19,2	9,9	11,1	28,0
2003	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9	39,1	19,2	10,3	9,6	30,2
2004	69,8	2,2	11,9	5,1	50,7	37,3	18,2	10,0	9,1	32,6
2005	70,8	2,4	11,8	4,9	51,6	35,4	17,1	10,3	8,0	35,4

**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	62,9	5,9	5,7	0,5	11,6	63,5	8,6	19,1	25,7	30,2	73,1	2,0
1997	74,1	62,1	6,1	5,4	0,6	9,9	64,2	8,5	18,3	25,3	30,5	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,2	0,4	8,9	63,9	7,6	15,8	26,4	30,6	70,9	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,7	64,3	6,6	13,6	28,0	30,4	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,8	62,6	5,9	13,4	28,0	28,0	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,2	61,2	5,0	13,7	26,8	27,8	66,7	1,7
2002	68,2	56,7	6,3	4,8	0,4	8,2	60,0	5,0	15,4	25,3	27,5	66,7	1,5
2003	69,3	57,0	6,6	5,1	0,6	8,5	60,8	5,0	14,4	26,1	28,9	68,2	1,1
2004	69,8	57,5	6,7	5,2	0,4	8,5	61,4	4,7	14,3	26,6	28,9	68,8	1,1
2005	70,8	58,1	6,8	5,4	0,5	8,7	62,1	4,7	14,7	26,1	30,0	69,6	1,2

**3. Paesi dell'area dell'euro**

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	103,3	60,3	32,2	110,7	52,5	58,2	105,6	6,5	50,5	65,8	55,5	29,1	41,3
2003	98,6	63,9	31,1	107,8	48,7	62,4	104,3	6,3	52,0	64,6	57,0	28,5	44,3
2004	94,3	65,7	29,7	108,5	46,2	64,4	103,9	6,6	52,6	63,8	58,6	28,7	44,3
2005	93,2	67,9	27,4	107,5	43,1	66,6	106,6	6,0	52,7	63,4	64,0	28,0	41,3

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	2,5	0,0	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,6	-0,8	1,9	2,6
1998	1,8	2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,6	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-1,6	0,0	-2,0	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,0	-2,1	-0,3	3,0
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,5	1,3	-0,1	-0,6	-0,1	2,0
2002	2,1	2,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,7	-0,5	-0,7	-0,2	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,1	0,5	0,7	3,0
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	2,6	-0,4	-0,3	0,1	3,5
2005	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	2,6	-0,8	-0,5	0,6	3,9

### 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	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,7	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,1
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,1	0,4	0,2	0,0	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	-0,5	-0,7	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,5	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-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 fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2000 3° trim.	44,1	43,7	11,9	12,5	15,6	2,0	0,8	0,4	0,2	40,3	
4° trim.	49,9	49,4	13,9	14,1	16,6	2,9	1,0	0,5	0,3	44,9	
2001 1° trim.	42,3	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.	43,4	43,0	11,6	12,3	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7	
4° trim.	49,2	48,7	13,5	14,0	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,1	
2002 1° trim.	42,0	41,6	10,1	12,7	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6	
2° trim.	45,7	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,5	0,5	0,3	41,1	
3° trim.	43,5	43,0	11,2	12,7	15,5	2,0	0,8	0,4	0,3	39,6	
4° trim.	49,2	48,6	13,4	14,2	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,1	
2003 1° trim.	42,0	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	2,0	1,3	1,5	1,2	41,8	
3° trim.	42,8	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2	
4° trim.	49,3	48,3	13,1	14,3	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9	
2004 1° trim.	41,5	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,1	
2° trim.	45,1	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2	
3° trim.	42,7	42,2	10,7	12,6	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9	
4° trim.	49,5	48,5	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,2	
2005 1° trim.	42,2	41,7	10,0	13,0	15,4	1,7	0,6	0,5	0,3	38,6	
2° trim.	45,0	44,3	12,0	13,3	15,3	2,0	0,9	0,6	0,3	40,9	
3° trim.	43,4	42,7	11,1	12,8	15,3	1,9	0,8	0,7	0,3	39,5	
4° trim.	49,6	48,8	13,5	14,5	16,2	2,9	0,9	0,8	0,3	44,5	
2006 1° trim.	42,8	42,4	10,4	13,3	15,4	1,6	0,8	0,5	0,3	39,3	
2° trim.	46,0	45,6	12,7	13,7	15,3	2,0	1,1	0,4	0,3	42,0	
3° trim.	43,4	42,9	11,5	12,7	15,3	1,9	0,7	0,4	0,3	39,8	

**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 3° trim.	43,0	42,7	10,1	4,6	4,0	24,2	20,9	1,5	0,3	2,5	1,1	1,0	5,0
4° trim.	49,7	45,9	11,0	5,3	3,7	25,9	22,0	1,6	3,8	3,1	1,5	0,2	3,9
2001 1° trim.	45,7	42,3	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	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,4	1,1	0,7	4,5
3° trim.	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,1
4° trim.	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-1,9	1,6
2002 1° trim.	46,3	42,9	10,3	4,3	3,7	24,6	21,2	1,4	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,7
2° trim.	46,7	43,2	10,3	4,9	3,5	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
3° trim.	46,8	43,1	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
4° trim.	50,8	46,4	11,0	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,6	1,7
2003 1° trim.	47,0	43,5	10,4	4,5	3,5	25,1	21,6	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,1	-1,5
2° trim.	47,4	43,9	10,4	4,8	3,4	25,3	21,8	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,5	1,9
3° trim.	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,1	-4,1	-0,9
4° trim.	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,2	1,6	-1,8	1,3
2004 1° trim.	46,6	43,2	10,4	4,6	3,2	25,1	21,5	1,2	3,4	1,9	1,4	-5,1	-1,9
2° trim.	46,8	43,4	10,4	4,9	3,1	25,0	21,6	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,5
3° trim.	46,1	42,7	10,0	4,6	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,3
4° trim.	50,8	45,9	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,3	1,7
2005 1° trim.	46,8	43,4	10,3	4,6	3,1	25,3	21,6	1,2	3,4	1,9	1,5	-4,5	-1,4
2° trim.	46,5	43,1	10,3	5,0	3,1	24,8	21,6	1,1	3,4	2,3	1,0	-1,5	1,6
3° trim.	46,2	42,4	9,9	4,7	3,0	24,8	21,5	1,2	3,8	2,4	1,3	-2,8	0,2
4° trim.	50,8	46,0	11,1	5,7	2,8	26,3	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,7
2006 1° trim.	45,8	42,7	10,1	4,6	3,0	24,9	21,3	1,1	3,1	1,9	1,2	-3,0	0,1
2° trim.	46,0	42,7	10,3	5,0	3,0	24,4	21,4	1,0	3,3	2,4	1,0	0,0	3,0
3° trim.	46,3	42,0	9,8	4,7	3,0	24,5	21,2	1,1	4,3	2,5	1,8	-2,9	0,1

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

- 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.
- 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>

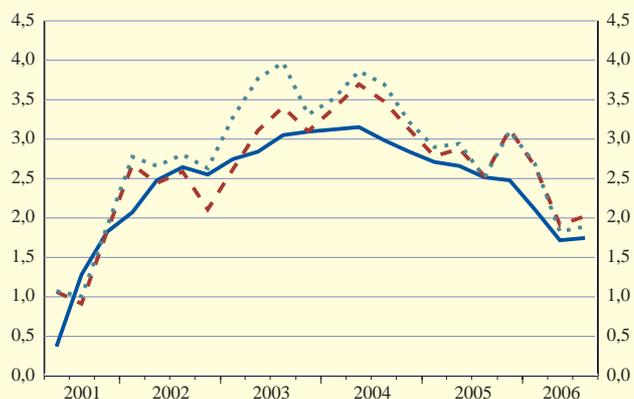
	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2003 4° trim.	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9
2004 1° trim.	70,8	2,1	12,3	5,5	50,8
2° trim.	71,4	2,2	12,1	5,5	51,5
3° trim.	71,3	2,3	12,1	5,6	51,4
4° trim.	69,8	2,2	11,9	5,1	50,7
2005 1° trim.	71,1	2,2	11,9	5,3	51,7
2° trim.	72,0	2,4	11,7	5,3	52,6
3° trim.	71,6	2,4	11,8	5,3	52,1
4° trim.	70,8	2,4	11,8	4,9	51,6
2006 1° trim.	71,2	2,5	11,8	5,1	51,8
2° trim.	71,2	2,5	11,6	5,1	52,0
3° trim.	70,8	2,5	11,7	4,9	51,7

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

	Variazione del debito 1	Disavanzo (-) avanzo (+) 2	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno 11
			Totale 3	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume 9	Altro 10		
				Totale 4	Banconote, monete e depositi 5	Prestiti 6	Titoli 7			Azioni e altri titoli di capitale 8	
2003 4° trim.	-2,0	-1,8	-3,8	-3,9	-2,1	-0,3	-0,1	-1,3	-0,5	0,6	-1,5
2004 1° trim.	8,5	-5,1	3,4	2,0	1,4	-0,1	0,2	0,5	-0,1	1,5	8,6
2° trim.	5,6	-1,6	3,9	4,1	3,4	0,2	0,3	0,3	0,0	-0,2	5,5
3° trim.	2,0	-3,4	-1,4	-1,1	-1,4	0,0	0,2	0,2	-0,3	-0,1	2,3
4° trim.	-3,1	-1,3	-4,5	-3,4	-2,6	0,1	-0,2	-0,7	0,0	-1,0	-3,1
2005 1° trim.	7,0	-4,5	2,4	2,5	1,4	0,2	0,4	0,4	-0,2	0,2	7,2
2° trim.	5,8	-1,5	4,4	3,6	2,7	0,2	0,3	0,4	0,2	0,5	5,6
3° trim.	0,7	-2,8	-2,2	-2,6	-2,5	-0,2	0,3	-0,3	0,0	0,4	0,6
4° trim.	-0,7	-1,2	-1,9	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	0,0	0,0	-1,3	-0,7
2006 1° trim.	5,0	-3,0	2,0	1,5	1,1	0,1	0,6	-0,3	-0,4	0,8	5,3
2° trim.	2,8	0,0	2,8	3,1	2,4	0,1	0,3	0,2	0,6	-0,9	2,1
3° trim.	1,2	-2,9	-1,8	-0,9	-0,6	-0,1	0,1	-0,2	0,2	-1,1	0,9

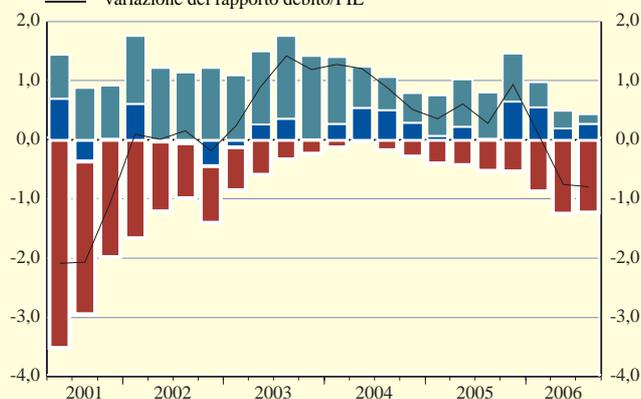
### F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito (somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

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



### F29 Debito (definizione di Maastricht) (variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

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



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

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

# TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni nette)

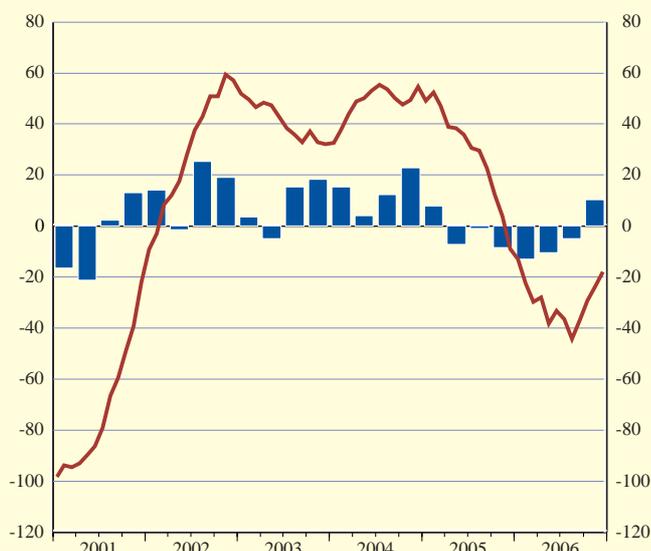
### 1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	54,7	102,5	31,5	-20,3	-58,9	16,5	71,2	-19,9	-64,0	66,9	-6,6	-28,6	12,4	-51,3
2005	-8,9	47,1	36,8	-22,7	-70,3	11,8	2,9	38,3	-202,4	155,5	-10,7	77,8	18,0	-41,2
2006	-18,0	27,5	37,2	-8,3	-74,4	10,6	-7,4	107,4	-145,9	251,0	-5,7	11,6	-3,7	-99,9
2005 4° trim.	-8,6	3,4	11,2	-6,5	-16,7	4,5	-4,1	-42,3	-36,4	-50,1	-6,2	42,1	8,3	46,4
2006 1° trim.	-13,0	-3,0	5,0	1,3	-16,3	2,0	-11,0	66,3	-31,6	22,6	-8,5	77,7	6,1	-55,3
2° trim.	-10,5	6,3	12,2	-13,2	-15,7	1,2	-9,2	48,8	-16,4	96,4	-2,8	-27,1	-1,4	-39,6
3° trim.	-4,9	7,7	10,9	-0,7	-22,9	1,9	-3,1	52,9	-41,2	28,5	7,7	61,2	-3,2	-49,9
4° trim.	10,4	16,5	9,1	4,4	-19,6	5,5	15,9	-60,6	-56,7	103,5	-2,0	-100,2	-5,2	44,8
2006 gen.	-10,1	-6,3	1,0	0,0	-4,7	0,8	-9,3	-2,7	-2,8	-36,5	-2,9	41,9	-2,3	12,0
feb.	-0,7	0,4	2,4	0,8	-4,3	1,0	0,3	19,3	-29,1	21,3	-3,3	28,5	1,9	-19,6
mar.	-2,2	2,9	1,6	0,6	-7,2	0,2	-2,0	49,7	0,3	37,9	-2,3	7,3	6,5	-47,7
apr.	-7,2	0,7	3,2	-5,0	-6,2	0,3	-7,0	17,3	1,8	-7,3	-6,5	30,4	-1,1	-10,3
mag.	-11,5	0,4	4,0	-10,5	-5,4	0,3	-11,3	32,0	-3,4	40,2	1,8	-4,9	-1,7	-20,7
giu.	8,3	5,1	5,0	2,2	-4,0	0,7	9,0	-0,5	-14,7	63,5	1,8	-52,5	1,4	-8,5
lug.	0,0	4,5	5,0	-1,7	-7,9	0,7	0,7	6,4	-9,3	0,0	3,3	13,8	-1,3	-7,1
ago.	-6,4	-2,4	1,4	1,5	-6,8	1,0	-5,3	1,9	-4,7	-15,9	-2,5	25,8	-0,8	3,5
set.	1,4	5,6	4,6	-0,5	-8,2	0,1	1,6	44,7	-27,1	44,4	6,9	21,5	-1,1	-46,2
ott.	1,5	5,7	4,0	-0,4	-7,7	0,4	2,0	-4,4	-15,3	22,4	6,9	-18,4	0,1	2,5
nov.	4,3	7,5	2,3	1,8	-7,3	1,0	5,3	-19,0	-13,1	45,3	-4,1	-46,2	-0,8	13,6
dic.	4,5	3,3	2,8	3,0	-4,5	4,0	8,6	-37,3	-28,3	35,8	-4,8	-35,6	-4,4	28,7
2007 gen.	-6,0	-3,7	-0,1	-1,0	-1,2	2,5	-3,5	53,2	-5,0	39,0	-5,2	27,4	-3,1	-49,7
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2007 gen.	-13,9	30,1	36,1	-9,2	-70,9	12,4	-1,6	163,2	-148,0	326,5	-8,0	-2,9	-4,4	-161,7

### F30 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)

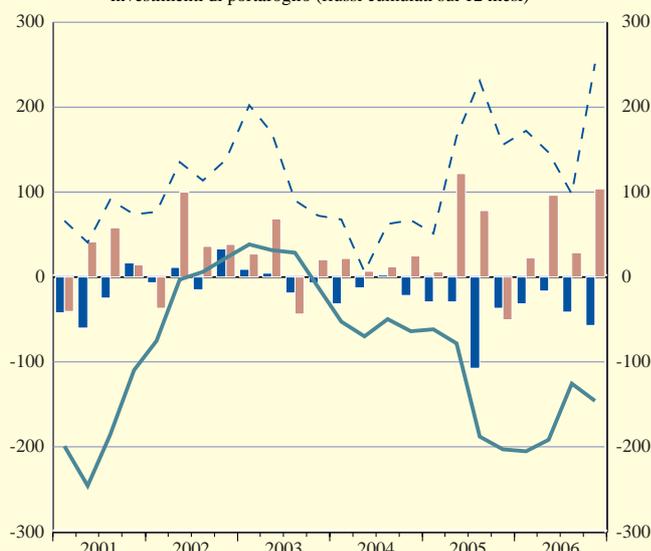
■ flussi trimestrali  
— flussi cumulati sui 12 mesi



### F31 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)

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



Fonte: BCE.

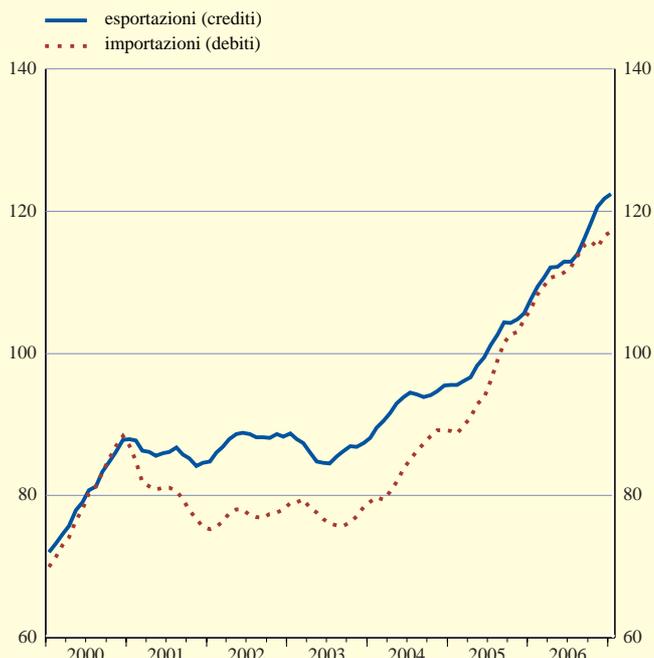
## 7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

### 2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2004	1.855,5	1.800,8	54,7	1.128,5	1.026,1	365,0	333,5	280,2	300,6	81,7	140,6	24,5	8,0
2005	2.044,3	2.053,2	-8,9	1.220,1	1.172,9	400,5	363,7	338,4	361,0	85,3	155,5	23,7	11,9
2006	2.312,2	2.330,3	-18,0	1.383,3	1.355,8	427,8	390,6	418,4	426,6	82,8	157,2	22,7	12,1
2005 4° trim.	553,9	562,4	-8,6	326,6	323,3	106,1	94,8	98,6	105,1	22,6	39,3	8,3	3,8
2006 1° trim.	541,2	554,2	-13,0	328,7	331,7	96,6	91,6	86,2	84,9	29,6	45,9	5,9	3,9
2° trim.	578,9	589,3	-10,5	341,2	334,9	107,0	94,8	113,3	126,5	17,4	33,1	4,4	3,2
3° trim.	570,4	575,3	-4,9	339,9	332,2	114,5	103,6	100,5	101,2	15,4	38,3	4,4	2,5
4° trim.	621,8	611,5	10,4	373,5	357,0	109,6	100,6	118,3	113,9	20,3	39,9	8,0	2,6
2006 nov.	206,2	201,9	4,3	129,0	121,5	34,5	32,2	37,5	35,6	5,2	12,6	1,8	0,8
dic.	212,0	207,5	4,5	117,0	113,7	37,7	34,9	47,2	44,2	10,1	14,7	5,0	1,0
2007 gen.	192,7	198,7	-6,0	114,0	117,7	33,3	33,5	36,0	37,0	9,4	10,6	3,5	1,0
	Dati destagionalizzati												
2005 4° trim.	535,6	548,9	-13,3	317,0	314,1	104,4	93,2	93,5	101,9	20,8	39,6	.	.
2006 1° trim.	557,6	566,3	-8,7	332,0	328,4	105,9	95,9	91,6	98,6	28,0	43,4	.	.
2° trim.	572,1	576,6	-4,4	338,6	334,0	106,9	97,9	105,4	108,7	21,2	35,9	.	.
3° trim.	582,7	591,5	-8,8	348,7	345,6	107,0	97,6	106,8	107,9	20,2	40,3	.	.
4° trim.	605,8	599,9	5,9	365,2	349,6	108,3	99,5	113,1	109,9	19,2	40,9	.	.
2006 mag.	193,7	201,5	-7,7	111,9	111,4	35,8	33,0	38,7	44,5	7,3	12,6	.	.
giu.	194,0	190,2	3,8	113,8	111,2	36,0	33,2	36,8	35,3	7,4	10,5	.	.
lug.	189,8	193,6	-3,8	112,9	113,8	35,5	32,2	35,1	34,2	6,1	13,4	.	.
ago.	193,1	200,0	-7,0	115,0	116,2	35,6	33,0	35,1	37,2	7,4	13,6	.	.
set.	199,9	197,9	2,0	120,8	115,6	35,9	32,4	36,6	36,5	6,7	13,3	.	.
ott.	198,2	196,2	2,0	119,2	115,3	35,5	32,7	36,1	33,6	7,3	14,5	.	.
nov.	198,8	196,9	1,9	121,9	113,7	36,0	33,1	35,7	36,5	5,2	13,6	.	.
dic.	208,8	206,8	2,0	124,0	120,6	36,8	33,6	41,2	39,8	6,7	12,7	.	.
2007 gen.	202,3	199,6	2,7	121,2	117,0	36,3	34,3	40,6	41,1	4,2	7,1	.	.

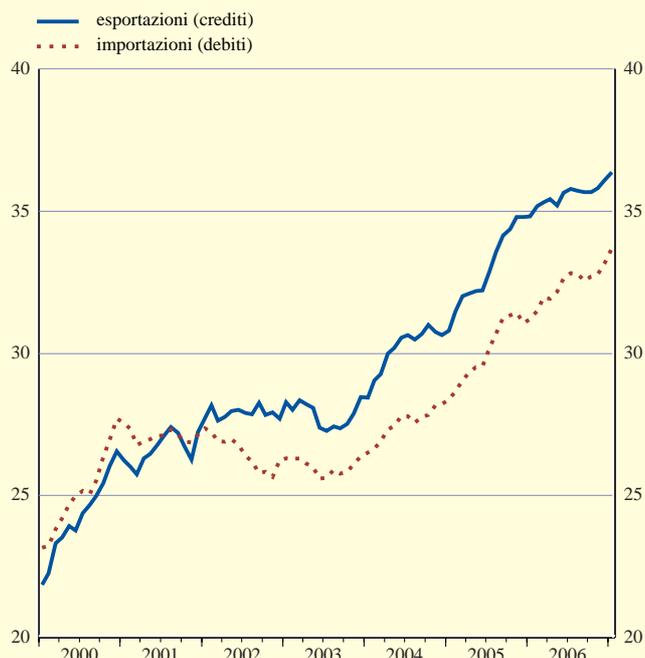
### F32 Conto dei beni

(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	
					Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi			
	Crediti	Debiti	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	15,1	7,5	227,2	273,3	64,5	57,8	10,3	10,8	18,7	52,9	65,5	79,3	68,2	72,6
2004	15,4	7,9	264,8	292,6	94,4	74,4	13,4	12,9	24,5	56,0	67,5	77,4	65,0	72,0
2005	15,7	9,5	322,7	351,6	112,5	89,5	13,8	13,8	31,2	71,4	78,9	79,8	86,3	97,1
2005 3° trim.	3,9	2,9	80,2	85,5	27,8	26,1	3,1	3,0	7,5	15,8	20,6	17,0	21,2	23,6
4° trim.	4,0	2,5	94,5	102,6	36,3	33,4	4,1	4,2	7,3	14,0	21,3	22,5	25,5	28,5
2006 1° trim.	4,0	2,1	82,2	82,9	19,7	12,2	4,2	3,5	8,2	16,1	23,5	21,2	26,6	29,9
2° trim.	4,0	2,5	109,3	124,0	36,3	18,9	4,5	4,2	13,2	42,9	24,6	21,8	30,7	36,1
3° trim.	4,0	3,0	96,5	98,2	24,5	15,4	4,4	4,1	8,4	21,4	26,3	19,1	32,9	38,2

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

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	-154,5	-164,5	-21,3	-143,2	10,0	0,1	10,0	90,6	94,0	1,5	92,5	-3,4	0,5	-4,0
2005	-294,0	-234,6	-12,1	-222,5	-59,5	-0,2	-59,3	91,7	59,9	0,6	59,3	31,8	-0,3	32,1
2006	-297,9	-243,5	-34,1	-209,4	-54,4	-1,7	-52,8	152,0	119,6	3,8	115,8	32,4	-0,2	32,7
2005 4° trim.	-72,6	-58,3	-0,4	-57,9	-14,4	0,1	-14,4	36,2	26,9	-1,5	28,4	9,3	-0,4	9,8
2006 1° trim.	-50,6	-41,7	-1,7	-39,9	-9,0	0,2	-9,2	19,0	14,8	0,7	14,0	4,2	-0,3	4,6
2° trim.	-109,1	-88,2	-6,2	-82,0	-21,0	-1,0	-20,0	92,8	79,4	0,5	78,9	13,3	1,0	12,4
3° trim.	-69,0	-60,3	-10,4	-49,9	-8,7	-0,1	-8,6	27,8	25,3	1,2	24,1	2,5	-0,3	2,8
4° trim.	-69,2	-53,3	-15,8	-37,6	-15,9	-0,8	-15,0	12,4	0,1	1,3	-1,2	12,3	-0,6	12,9
2006 gen.	-6,6	4,4	-0,6	4,9	-11,0	-0,1	-10,9	3,8	6,2	0,2	6,0	-2,5	0,1	-2,5
feb.	-39,4	-33,8	-1,5	-32,3	-5,6	0,1	-5,6	10,3	12,0	0,4	11,6	-1,7	0,1	-1,8
mar.	-4,7	-12,2	0,4	-12,6	7,6	0,2	7,3	4,9	-3,4	0,2	-3,6	8,4	-0,5	8,9
apr.	-82,9	-59,1	-1,8	-57,3	-23,7	-0,5	-23,3	84,7	70,9	0,0	70,8	13,8	0,2	13,6
mag.	-14,3	-19,0	-3,2	-15,8	4,6	-0,3	4,9	10,9	8,7	0,4	8,3	2,2	0,4	1,9
giu.	-11,9	-10,1	-1,2	-8,9	-1,9	-0,2	-1,7	-2,8	-0,1	0,1	-0,2	-2,7	0,4	-3,1
lug.	-16,4	-13,3	-1,5	-11,8	-3,2	0,0	-3,2	7,1	5,4	0,4	5,1	1,6	-0,1	1,8
ago.	-4,8	-7,9	-3,6	-4,3	3,1	-0,1	3,2	0,1	5,7	0,4	5,3	-5,6	-0,1	-5,5
set.	-47,7	-39,2	-5,3	-33,9	-8,6	0,0	-8,6	20,6	14,1	0,4	13,7	6,5	-0,1	6,6
ott.	-20,1	-12,8	-5,7	-7,1	-7,3	0,1	-7,4	4,8	-1,3	1,2	-2,5	6,1	1,4	4,7
nov.	-12,3	-14,2	-1,7	-12,5	2,0	-0,2	2,2	-0,9	-5,0	0,1	-5,1	4,1	-1,9	6,0
dic.	-36,8	-26,3	-8,4	-18,0	-10,5	-0,7	-9,7	8,6	6,4	0,0	6,4	2,1	-0,1	2,2
2007 gen.	-17,1	-18,8	-2,6	-16,1	1,7	2,3	-0,6	12,1	1,9	0,2	1,7	10,2	-1,1	11,3

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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
2004	0,0	-22,4	-84,3	-3,7	123,8	0,6	-81,8	-96,8	-2,3	271,6	0,0	-43,2	-15,2	0,2	14,5	
2005	-0,1	-14,3	-120,7	-3,5	282,5	-0,7	-118,6	-138,1	-0,9	242,1	0,1	-14,3	0,1	0,1	37,6	
2006	0,0	-27,7	-100,5	-	303,4	-2,6	-171,4	-113,7	-	422,3	-0,1	-46,6	-8,1	-	-4,1	
2005 4° trim.	0,0	-5,0	-53,9	-0,8	62,9	0,5	-24,6	-27,0	-0,2	18,4	0,1	-4,7	5,9	5,9	-22,6	
2006 1° trim.	0,0	-19,1	-78,0	-0,7	121,1	-0,2	-53,7	-36,1	-0,1	80,8	0,7	2,5	-10,2	-3,7	15,0	
2° trim.	0,0	11,5	7,3	-2,5	35,7	1,0	-23,5	-26,8	0,2	114,1	-3,2	-7,4	-0,9	-3,2	-11,4	
3° trim.	0,0	-5,3	-25,7	-0,8	67,7	-0,4	-51,8	-15,5	-0,1	75,9	1,9	-25,6	0,7	3,1	6,6	
4° trim.	0,0	-14,7	-4,1	-	78,8	-3,0	-42,3	-35,2	-	151,5	0,6	-16,0	2,3	-	-14,3	
2006 gen.	0,0	-6,7	-37,2	-	35,5	0,2	-32,8	-2,5	-	0,9	0,4	3,0	-7,5	-	10,2	
feb.	0,0	-3,7	-23,4	-	36,2	-0,2	-7,1	-16,8	-	25,0	0,3	1,5	-2,3	-	11,9	
mar.	0,0	-8,7	-17,4	-	49,4	-0,1	-13,8	-16,8	-	54,9	0,0	-2,0	-0,4	-	-7,2	
apr.	0,0	3,5	-5,8	-	-10,0	0,2	-6,1	-11,3	-	25,9	-1,1	-7,0	0,6	-	3,9	
mag.	0,0	3,5	12,1	-	-11,8	0,1	-11,1	-12,1	-	63,7	-1,6	-2,0	-2,1	-	1,5	
giu.	0,0	4,6	1,1	-	57,5	0,6	-6,3	-3,4	-	24,5	-0,4	1,6	0,6	-	-16,8	
lug.	0,0	2,4	-12,3	-	43,1	0,2	-13,1	-2,1	-	3,8	0,4	-18,2	-0,9	-	-3,3	
ago.	0,0	-4,6	-7,8	-	-4,1	0,0	-9,0	-9,1	-	12,7	1,0	0,2	1,2	-	3,5	
set.	0,0	-3,1	-5,6	-	28,7	-0,6	-29,7	-4,3	-	59,4	0,5	-7,7	0,4	-	6,4	
ott.	0,0	-5,4	-1,3	-	16,7	-1,8	-16,2	-18,9	-	45,5	0,4	-5,0	-0,5	-	8,9	
nov.	0,0	-1,3	-6,8	-	29,2	-0,6	-27,6	-6,9	-	51,0	0,3	-8,7	5,0	-	11,6	
dic.	0,0	-8,0	4,1	-	32,9	-0,6	1,5	-9,3	-	55,0	-0,1	-2,4	-2,2	-	-34,9	
2007 gen.	0,0	-6,0	-3,7	-	44,0	-0,1	-32,2	-10,5	-	38,6	0,5	-8,4	-2,3	-	18,9	

### 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				
	1	2	3	4	5	6							7	8	9	10
2004	-311,9	283,3	0,4	7,8	-1,5	-2,0	-3,6	-260,9	245,1	5,0	-17,1	-266,0	262,2	-49,8	-9,7	34,0
2005	-567,2	645,0	-0,9	6,7	5,2	-2,4	-2,5	-395,6	479,9	-96,5	52,3	-299,2	427,6	-175,8	-6,2	160,9
2006	-771,0	782,6	-1,8	18,8	3,2	-2,9	-0,1	-547,1	498,7	-150,9	51,3	-396,2	447,4	-225,4	22,1	265,2
2005 4° trim.	-128,1	170,2	-1,1	-0,9	-2,0	-1,1	-2,0	-87,5	119,8	-37,1	5,3	-50,4	114,5	-37,4	13,6	53,4
2006 1° trim.	-217,4	295,1	-3,2	7,0	7,6	3,8	-3,6	-135,7	222,2	-12,8	12,7	-122,9	209,6	-86,0	-8,3	69,5
2° trim.	-105,0	78,0	0,9	2,1	-11,3	-12,2	0,3	-56,8	10,0	-14,7	21,8	-42,1	-11,7	-37,8	13,2	65,6
3° trim.	-153,7	214,9	0,5	4,9	12,4	8,5	6,5	-119,8	161,1	-32,7	21,3	-87,1	139,8	-46,7	8,3	42,4
4° trim.	-294,9	194,7	0,0	4,8	-5,4	-2,9	-3,3	-234,8	105,4	-90,7	-4,4	-144,1	109,8	-54,8	9,0	87,7
2006 gen.	-103,0	144,9	0,3	5,1	3,7	2,3	-2,4	-71,1	118,1	6,7	-0,9	-77,8	119,0	-35,9	-15,8	24,1
feb.	-44,5	73,0	-4,8	0,3	1,2	1,0	-1,2	-3,5	36,1	-7,3	9,8	3,8	26,3	-37,4	-3,3	37,8
mar.	-69,9	77,2	1,2	1,6	2,6	0,5	0,0	-61,0	68,0	-12,1	3,8	-48,9	64,2	-12,7	10,8	7,6
apr.	-83,3	113,7	0,0	-1,4	-4,6	-4,9	4,3	-64,4	82,5	0,0	10,1	-64,4	72,4	-14,3	4,9	28,3
mag.	-72,4	67,5	0,1	4,4	-4,5	-4,8	-4,8	-44,5	40,3	-2,7	2,6	-41,8	37,7	-23,6	-4,6	27,6
giu.	50,7	-103,2	0,8	-0,9	-2,3	-2,6	0,8	52,1	-112,8	-11,9	9,0	64,1	-121,8	0,0	13,0	9,7
lug.	-59,4	73,2	1,6	1,0	7,2	7,1	1,8	-48,7	65,0	-10,5	8,5	-38,2	56,5	-19,5	6,9	5,3
ago.	2,1	23,7	-1,5	1,3	0,6	0,0	-0,5	7,4	18,4	-7,2	6,7	14,7	11,7	-4,3	-1,4	4,5
set.	-96,4	118,0	0,5	2,5	4,6	1,4	5,1	-78,6	77,6	-15,0	6,1	-63,5	71,6	-22,9	2,8	32,7
ott.	-110,0	91,5	-0,5	-0,9	-2,2	-3,8	-2,2	-84,2	67,9	-47,8	-2,2	-36,5	70,1	-23,0	2,2	26,7
nov.	-154,9	108,7	0,4	3,2	-3,9	-4,4	1,5	-115,7	73,9	-14,2	12,0	-101,6	61,9	-35,6	-7,1	30,1
dic.	-30,1	-5,5	0,1	2,5	0,7	5,4	-2,6	-34,8	-36,3	-28,7	-14,2	-6,0	-22,2	3,8	13,8	30,9
2007 gen.	-142,1	169,5	-1,5	5,7	1,0	1,3	-5,0	-91,7	144,7	-27,1	9,4	-64,6	135,3	-49,8	-30,8	24,1

Fonte: BCE.

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

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

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

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2003	-151,3	-0,6	135,2	-0,1	-0,9	-94,6	-	-	-2,3	4,3	28,8	0,3
2004	-257,0	-3,9	242,2	2,9	-6,2	-39,3	-29,6	-9,7	-4,3	9,4	23,0	1,6
2005	-392,4	-3,2	478,3	1,6	-8,6	-150,8	-144,6	-6,2	-16,5	11,5	143,2	6,2
2005 3° trim.	-81,1	-5,3	120,5	2,8	1,4	-22,7	-6,8	-15,9	-6,6	2,0	27,2	-1,7
4° trim.	-90,9	3,4	124,6	-4,8	-1,7	-36,7	-50,3	13,6	0,9	4,9	47,5	0,9
2006 1° trim.	-131,8	-3,9	216,3	5,9	-3,9	-73,8	-65,5	-8,3	-8,4	4,3	59,8	5,4
2° trim.	-57,2	0,5	15,6	-5,5	-3,6	-36,7	-49,9	13,2	2,4	4,0	66,6	-4,9
3° trim.	-119,0	-0,9	159,5	1,6	2,4	-45,3	-53,6	8,3	-3,8	3,3	36,3	2,9

**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	27,8	1,7	0,0	-1,6	27,7	-2,5	1,9	-0,1	22,2	6,3	0,1	0,0
2004	12,4	1,2	0,5	4,0	6,7	-3,0	3,3	0,5	18,3	-12,2	-0,1	0,0
2005	18,0	3,9	-0,2	8,6	5,8	0,2	7,2	0,0	-4,9	3,3	0,0	0,0
2005 3° trim.	2,4	0,5	0,0	2,6	-0,7	1,4	1,4	0,0	-4,9	1,4	-0,1	0,0
4° trim.	8,3	1,2	-0,1	3,0	4,2	-2,1	6,1	0,0	-1,9	2,0	0,0	0,0
2006 1° trim.	6,1	0,8	0,0	3,4	2,4	6,2	-4,8	0,0	-3,6	4,6	0,0	-0,5
2° trim.	-1,4	1,4	0,0	-0,5	-3,0	0,9	2,4	0,0	-6,8	0,5	0,0	0,7
3° trim.	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,6	1,0	-2,9	0,0	-3,9	1,1	0,0	0,0

Fonte: BCE.

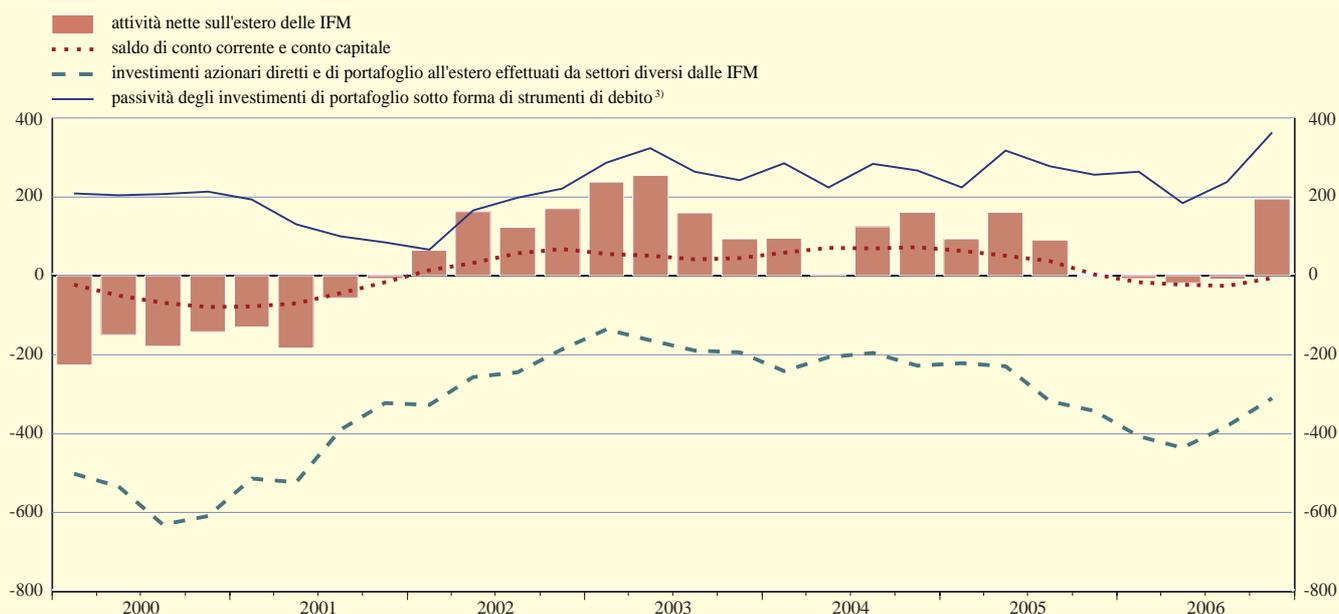
## 7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>2)</sup>	Strumenti di debito <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	72,2	-133,6	90,1	-196,0	113,9	266,7	-52,5	30,8	-6,6	-51,1	134,0	160,8
2005	3,7	-281,8	92,0	-258,2	239,6	256,1	-171,3	159,1	-10,7	-41,1	-12,7	0,5
2006	-6,3	-262,0	152,2	-222,3	242,5	362,9	-222,9	265,9	-5,7	-99,5	204,8	194,8
2005 4° trim.	-3,6	-72,4	36,6	-74,9	48,2	-7,8	-39,8	51,4	-6,2	46,0	-22,5	-33,1
2006 1° trim.	-10,8	-49,0	19,3	-124,4	116,1	73,8	-78,5	66,2	-8,5	-55,2	-51,0	-38,1
2° trim.	-9,2	-101,9	91,8	-20,4	29,2	98,2	-49,3	66,1	-2,8	-39,0	62,7	60,3
3° trim.	-2,6	-58,6	28,0	-40,5	34,5	72,8	-34,9	49,1	7,7	-49,5	5,9	1,7
4° trim.	16,4	-52,5	13,1	-36,9	62,8	118,1	-60,3	84,5	-2,0	44,2	187,2	170,9
2006 gen.	-9,4	-5,8	3,8	-47,1	31,8	3,6	-32,2	21,8	-2,9	12,4	-24,1	-12,4
feb.	0,4	-37,9	10,2	-42,6	31,3	31,0	-36,3	36,7	-3,3	-19,9	-30,4	-26,1
mar.	-1,9	-5,3	5,4	-34,7	52,9	39,2	-10,0	7,7	-2,3	-47,6	3,5	0,4
apr.	-7,0	-80,6	84,5	-16,6	-14,1	20,1	-18,8	32,7	-6,5	-10,4	-16,7	-16,4
mag.	-11,2	-10,8	10,5	-2,1	-12,2	60,9	-28,1	22,9	1,8	-20,5	11,3	6,4
giu.	9,0	-10,6	-3,1	-1,7	55,5	17,2	-2,4	10,6	1,8	-8,2	68,0	70,3
lug.	1,0	-15,0	7,1	-15,3	24,9	4,0	-12,5	7,2	3,3	-7,2	-2,4	3,8
ago.	-5,3	-1,1	0,2	-15,7	1,1	8,8	-3,9	4,0	-2,5	3,7	-10,8	-19,1
set.	1,7	-42,5	20,7	-9,5	8,5	60,0	-18,5	37,8	6,9	-46,0	19,2	17,0
ott.	2,0	-14,5	3,4	-20,8	6,2	31,9	-25,1	24,5	6,9	2,3	16,8	19,5
nov.	5,6	-10,2	1,0	-8,7	33,7	63,9	-39,6	31,6	-4,1	13,1	86,2	71,5
dic.	8,8	-27,8	8,7	-7,4	22,9	22,3	4,5	28,3	-4,8	28,8	84,2	80,0
2007 gen.	-3,5	-16,8	13,2	-16,4	34,0	51,3	-48,8	19,1	-5,2	-49,7	-22,8	-22,9
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2007 gen.	-0,4	-272,9	161,7	-191,6	244,7	410,6	-239,6	263,2	-7,9	-161,6	206,2	184,2

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

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2005 al 3° trim. 2006	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Crediti</b>												
<b>Conto corrente</b>	2.244,3	810,7	46,5	71,7	433,6	199,8	59,1	30,0	55,3	147,5	379,6	821,2
Beni	1.336,4	457,8	31,1	47,9	220,5	158,2	0,1	17,7	34,2	74,9	199,2	552,7
Servizi	424,2	148,6	8,3	11,5	102,9	20,7	5,3	6,2	11,8	41,3	78,7	137,5
Redditi	398,6	143,4	6,6	11,6	100,1	18,9	6,1	5,7	8,5	25,0	95,0	121,1
<i>di cui:</i> redditi da capitale	382,5	138,0	6,5	11,5	98,4	18,8	2,9	5,7	8,4	18,8	93,5	118,1
Trasferimenti correnti	85,1	61,0	0,5	0,7	10,2	2,0	47,6	0,4	0,8	6,3	6,7	10,0
<b>Conto capitale</b>	22,9	19,2	0,0	0,1	0,8	0,0	18,2	0,0	0,0	0,4	0,6	2,8
<b>Debiti</b>												
<b>Conto corrente</b>	2.281,3	723,8	38,8	68,5	364,8	157,4	94,2	21,6	84,9	139,5	336,9	974,5
Beni	1.322,1	368,8	26,9	44,4	170,4	127,1	0,0	10,6	53,0	67,6	128,7	693,5
Servizi	384,8	119,9	7,0	9,0	81,3	22,5	0,1	5,2	7,6	30,7	87,1	134,3
Redditi	417,8	136,4	4,4	14,3	104,5	6,6	6,6	4,5	24,0	35,8	113,9	103,1
<i>di cui:</i> redditi da capitale	407,7	131,2	4,4	14,2	103,3	2,7	6,6	4,4	23,9	35,3	113,1	99,8
Trasferimenti correnti	156,6	98,7	0,5	0,8	8,6	1,2	87,6	1,3	0,4	5,3	7,2	43,7
<b>Conto capitale</b>	13,3	1,7	0,0	0,2	1,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,5	1,2	9,7
<b>Saldo</b>												
<b>Conto corrente</b>	-37,0	86,9	7,6	3,2	68,8	42,4	-35,2	8,4	-29,6	8,0	42,6	-153,3
Beni	14,3	88,9	4,2	3,5	50,0	31,1	0,1	7,1	-18,8	7,3	70,6	-140,8
Servizi	39,3	28,7	1,3	2,5	21,6	-1,8	5,2	1,1	4,3	10,5	-8,4	3,1
Redditi	-19,2	7,0	2,1	-2,6	-4,3	12,3	-0,5	1,2	-15,5	-10,9	-19,0	18,0
<i>di cui:</i> redditi da capitale	-25,2	6,8	2,1	-2,6	-5,0	16,0	-3,7	1,3	-15,5	-16,5	-19,6	18,3
Trasferimenti correnti	-71,5	-37,7	0,0	-0,1	1,5	0,8	-39,9	-0,9	0,4	1,0	-0,6	-33,6
<b>Conto capitale</b>	9,6	17,4	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	18,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,6	-6,9

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

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2005 al 3° trim. 2006	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						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti diretti</b>	-125,6	-78,6	-2,2	14,8	-69,3	-21,9	0,0	-0,7	1,3	-4,9	-3,9	4,7	-43,5
All'estero	-301,4	-164,5	-0,5	2,7	-144,6	-22,1	0,0	-6,0	-3,4	-10,1	-38,0	-28,3	-51,0
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-248,4	-155,2	-0,9	-0,5	-132,4	-21,4	0,0	-1,9	-2,0	-6,8	-9,8	-23,4	-49,4
Debito	-53,0	-9,3	0,4	3,2	-12,2	-0,7	0,0	-4,1	-1,4	-3,3	-28,3	-5,0	-1,6
Nell'area dell'euro	175,8	86,0	-1,7	12,1	75,3	0,2	0,0	5,3	4,7	5,2	34,2	33,1	7,5
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	146,4	71,0	-2,4	11,7	60,8	0,8	0,0	3,9	4,0	10,2	8,9	42,5	5,9
Debito	29,4	15,0	0,7	0,4	14,4	-0,6	0,0	1,4	0,7	-5,1	25,3	-9,5	1,6

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 4° trim. 2005 al 3° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-466,8	-131,4	-0,7	-5,3	-121,4	-5,3	1,5	-7,3	-30,8	-4,2	-130,3	-93,9	-69,0
Azioni e altre partecipazioni	-168,3	-19,3	0,6	-3,3	-18,3	1,6	0,0	-1,6	-22,4	-2,6	-60,7	-33,1	-28,5
Strumenti di debito	-298,6	-112,1	-1,4	-2,1	-103,2	-7,0	1,5	-5,8	-8,3	-1,6	-69,6	-60,8	-40,4
Obbligazioni e notes	-258,2	-96,2	-1,8	-1,9	-84,5	-9,6	1,5	-4,3	-7,8	1,0	-62,0	-47,8	-41,1
Strumenti di mercato monetario	-40,4	-15,9	0,5	-0,2	-18,7	2,6	0,0	-1,5	-0,6	-2,5	-7,6	-12,9	0,7

### 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 4° trim. 2005 al 3° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Altri investimenti</b>	153,9	55,4	-1,1	7,0	45,8	-7,9	11,7	-0,8	34,2	-12,6	15,3	52,5	15,6	-5,5
Attività	-604,2	-397,2	-21,0	-1,8	-352,5	-21,8	-0,2	-2,1	20,2	-45,0	-22,5	-72,0	-0,9	-84,7
Amministrazioni pubbliche	6,6	-2,9	-0,1	-0,6	-1,7	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	-1,4	10,3
IFM	-402,8	-231,6	-20,3	-0,1	-190,5	-21,1	0,3	-1,6	19,8	-38,3	-26,8	-47,3	0,6	-77,6
Altri settori	-208,0	-162,7	-0,5	-1,1	-160,3	-0,7	-0,1	-0,6	0,4	-6,7	3,8	-24,7	-0,1	-17,4
Passività	758,1	452,6	19,9	8,7	398,3	13,9	11,9	1,3	14,0	32,4	37,7	124,5	16,5	79,2
Amministrazioni pubbliche	1,1	-1,5	0,0	0,0	-0,5	0,0	-1,0	0,0	-0,2	1,9	-0,7	0,0	2,9	-1,4
IFM	526,2	256,8	19,5	8,0	216,0	12,3	1,0	1,3	11,7	27,5	6,6	123,4	13,6	85,2
Altri settori	230,9	197,3	0,4	0,7	182,7	1,6	11,9	0,0	2,4	3,0	31,9	1,0	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							
2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Investimenti diretti</b>	325,9	-160,1	0,8	-17,3	-292,9	149,5	-0,2	25,2	4,7	35,3	-1,6	-13,9	-0,3	436,7
All'estero	2.711,1	937,9	33,8	81,0	651,8	171,4	0,0	76,1	68,8	241,8	558,1	316,1	0,0	512,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	2.184,7	735,5	29,7	56,8	502,1	146,8	0,0	64,9	63,6	193,8	419,2	297,1	0,0	410,7
Debito	526,4	202,5	4,1	24,2	149,6	24,5	0,0	11,2	5,2	48,1	138,9	19,0	0,0	101,5
Nell'area dell'euro	2.385,2	1.098,1	33,0	98,3	944,7	21,9	0,2	50,9	64,1	206,6	559,6	330,0	0,3	75,5
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.777,4	873,0	26,9	81,9	757,1	7,0	0,1	45,9	53,5	142,2	396,0	199,7	0,0	67,1
Debito	607,8	225,1	6,1	16,4	187,6	14,9	0,1	5,1	10,7	64,4	163,6	130,2	0,3	8,4
<b>Investimenti di portafoglio:</b>														
<b>attività</b>	3.874,8	1.197,9	61,2	119,3	860,9	86,5	69,9	83,3	270,3	122,3	1.307,2	411,4	30,8	451,5
Azioni e altre partecipazioni	1.733,6	421,8	10,9	46,5	342,3	22,1	0,0	21,6	182,3	112,1	616,8	155,6	1,4	222,0
Strumenti di debito	2.141,1	776,1	50,3	72,8	518,7	64,5	69,9	61,7	87,9	10,2	690,4	255,8	29,4	229,5
Obbligazioni e notes	1.826,4	647,7	45,9	61,6	407,9	62,5	69,8	60,2	62,3	7,8	591,3	228,6	28,7	199,8
Strumenti di mercato monetario	314,7	128,4	4,3	11,2	110,8	1,9	0,1	1,5	25,6	2,4	99,2	27,2	0,7	29,7
<b>Altri investimenti</b>	-307,9	-64,3	51,8	15,4	17,8	-4,3	-145,0	4,5	9,4	-81,5	-13,0	-216,6	-22,8	76,4
Attività	3.659,1	1.849,5	77,0	62,0	1.618,3	82,5	9,8	21,7	92,6	209,2	510,6	354,2	41,8	579,4
Amministrazioni pubbliche	102,0	17,2	0,2	0,3	8,9	0,3	7,5	0,1	0,1	0,1	3,3	1,2	35,8	44,2
IFM	2.519,6	1.426,4	65,7	44,5	1.243,0	72,2	0,9	11,6	67,1	122,0	316,3	245,0	5,4	325,9
Altri settori	1.037,5	406,0	11,0	17,2	366,4	10,0	1,4	10,0	25,4	87,2	191,0	107,9	0,6	209,3
Passività	3.967,0	1.913,9	25,2	46,6	1.600,5	86,9	154,8	17,2	83,1	290,7	523,6	570,7	64,6	503,1
Amministrazioni pubbliche	46,5	23,7	0,0	0,3	3,3	0,0	20,1	0,0	0,8	0,1	7,4	0,2	3,3	11,1
IFM	3.181,5	1.488,3	20,0	26,3	1.270,8	70,6	100,6	12,2	55,5	243,9	400,6	518,2	60,0	402,8
Altri settori	739,0	401,9	5,2	20,0	326,4	16,3	34,0	5,0	26,8	46,7	115,6	52,3	1,4	89,2

Fonte: BCE.

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

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

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

	Totale	Totale in percentuale del PIL	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7
Posizione patrimoniale netta verso l'estero							
2002	-714,9	-9,8	179,5	-940,9	-12,6	-307,1	366,1
2003	-787,9	-10,5	88,2	-916,1	-7,5	-259,2	306,7
2004	-832,2	-10,7	107,4	-996,6	-14,9	-209,1	281,0
2005	-818,9	-10,2	325,9	-1.142,6	-14,4	-307,9	320,1
2006 2° trim.	-870,1	-10,4	352,4	-1.229,7	-2,0	-314,6	323,8
3° trim.	-975,7	-11,6	394,5	-1.287,4	-15,5	-392,4	325,1
Attività							
2002	7.419,6	102,1	2.005,9	2.291,9	133,1	2.622,6	366,1
2003	7.961,1	106,4	2.169,7	2.658,3	160,8	2.665,6	306,7
2004	8.764,2	112,7	2.337,1	3.036,0	174,1	2.936,0	281,0
2005	10.801,1	134,4	2.711,1	3.874,8	236,1	3.659,1	320,1
2006 2° trim.	11.340,4	135,0	2.845,5	3.978,1	268,3	3.924,7	323,8
3° trim.	11.844,6	141,0	2.926,8	4.208,2	300,0	4.084,6	325,1
Passività							
2002	8.134,5	111,9	1.826,4	3.232,7	145,7	2.929,7	-
2003	8.749,0	116,9	2.081,6	3.574,4	168,3	2.924,7	-
2004	9.596,3	123,4	2.229,7	4.032,6	189,0	3.145,1	-
2005	11.620,0	144,6	2.385,2	5.017,4	250,5	3.967,0	-
2006 2° trim.	12.210,4	145,4	2.493,0	5.207,8	270,3	4.239,3	-
3° trim.	12.820,4	152,6	2.532,3	5.495,6	315,4	4.477,0	-

**2. Investimenti diretti**

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti					
	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	1.544,6	132,3	1.412,3	461,3	1,6	459,7	1.295,6	42,1	1.253,5	530,8	2,7	528,1
2003	1.726,9	124,3	1.602,6	442,8	2,1	440,7	1.510,0	46,2	1.463,8	571,5	3,0	568,5
2004	1.897,1	144,5	1.752,6	439,9	3,1	436,8	1.661,0	43,9	1.617,1	568,7	8,1	560,6
2005	2.184,7	166,5	2.018,2	526,4	6,9	519,5	1.777,4	45,9	1.731,5	607,8	9,9	597,8
2006 2° trim.	2.298,1	164,6	2.133,5	547,4	7,0	540,4	1.882,6	44,5	1.838,1	610,5	10,1	600,4
3° trim.	2.378,2	176,6	2.201,5	548,6	6,7	541,9	1.925,3	46,2	1.879,1	607,0	10,0	597,0

**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	
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,4	7,2	403,1	6,3	784,7	1.660,1	1,3	189,4	1,1	47,1	208,2
2003	1,7	53,6	11,5	1.026,4	1.570,7	9,3	461,2	6,3	846,8	1.755,7	1,1	191,5	0,5	48,5	248,0
2004	2,1	74,0	16,1	1.160,8	1.756,3	7,9	541,5	8,0	938,7	2.041,1	0,9	231,5	0,4	54,2	235,2
2005	3,0	100,8	26,6	1.603,3	2.428,0	8,3	693,6	10,1	1.114,5	2.271,7	0,8	260,6	0,4	52,9	317,7
2006 2° trim.	2,8	105,1	29,6	1.628,5	2.567,3	7,4	732,5	9,0	1.141,2	2.327,3	3,3	253,9	7,2	57,6	313,2
3° trim.	2,9	113,7	31,6	1.726,4	2.768,6	7,8	789,0	9,1	1.179,3	2.409,1	1,4	283,1	4,2	59,7	317,9

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			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	
2002	4,9	0,3	57,2	0,1	1,4	62,1	-	-	55,4	0,1	42,6	13,8
2003	5,2	0,7	66,0	0,1	0,2	58,7	53,3	5,5	42,4	0,0	42,3	3,8
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	0,2	62,1	54,2	7,9	42,6	0,0	42,4	3,4
2005	5,4	0,4	82,2	0,2	0,1	57,3	45,9	11,5	44,6	0,0	42,8	3,6
2006 2° trim.	8,2	0,4	90,6	0,2	0,1	60,0	40,1	19,9	43,6	0,0	39,8	3,3
3° trim.	7,4	0,4	95,6	0,2	0,1	47,8	36,4	11,4	43,6	0,0	46,5	3,4

	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	
2002	1.685,1	61,0	2.250,8	48,4	174,4	487,4	-	-	90,7	104,5	364,3	47,8
2003	1.737,9	38,6	2.243,2	30,9	168,9	528,7	203,3	325,4	84,3	106,8	385,9	45,7
2004	1.954,8	45,4	2.423,9	42,1	172,1	560,4	232,9	327,6	93,4	109,8	399,3	49,7
2005	2.457,3	56,4	3.046,8	52,3	184,4	721,2	370,3	350,9	131,8	124,7	545,2	69,1
2006 2° trim.	2.584,0	53,9	3.198,8	47,0	191,0	847,8	486,9	361,0	135,7	133,9	647,9	77,8
3° trim.	2.705,9	57,1	3.362,6	52,3	180,5	900,7	543,1	357,7	141,2	129,7	702,9	83,8

### 5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali													Per memoria:		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite net- te prede- terminate a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di onces			Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli				Stru- menti finanziari derivati				
								presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni					Obbli- gazioni e notes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistema															
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,6	37,7	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006 1° trim.	327,2	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
2° trim.	323,8	178,9	370,694	4,2	7,8	133,0	5,4	22,0	105,3	0,5	74,6	30,2	0,2	0,0	26,9	-19,1
3° trim.	325,1	174,2	367,958	4,5	7,0	139,4	4,5	25,3	109,7	0,5	79,1	30,0	-0,1	0,0	26,8	-21,9
2006 dic.	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	-	-	-	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 gen.	338,4	183,1	364,652	4,7	5,1	145,4	4,4	22,9	118,1	-	-	-	0,0	0,0	24,9	-24,0
feb.	337,3	183,1	364,205	4,6	4,5	145,1	4,1	26,6	114,1	-	-	-	0,0	0,0	23,6	-23,8
	delle quali detenute dalla Banca centrale europea															
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 1° trim.	40,5	11,1	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
2° trim.	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	0,0	18,6	6,5	0,0	0,0	3,5	0,0
3° trim.	40,8	10,1	21,312	0,2	0,0	30,5	1,4	3,8	25,3	0,0	18,4	6,9	0,0	0,0	2,9	-0,7
2006 dic.	39,9	9,9	20,572	0,4	0,0	29,6	1,6	1,5	26,5	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,3
2007 gen.	43,0	10,4	20,632	0,4	0,0	32,2	0,7	3,9	27,6	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,0
feb.	42,8	10,4	20,632	0,4	0,0	32,0	0,7	4,4	27,0	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-1,9

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)													
2003	-2,3	0,5	1.059,3	500,7	222,5	300,4	923,7	990,4	553,7	164,5	241,1	715,3	109,0
2004	8,9	9,4	1.148,3	548,4	247,5	313,4	997,4	1.075,1	604,7	183,5	256,0	770,6	129,1
2005	7,7	13,4	1.240,9	593,1	270,1	333,7	1.070,0	1.224,4	705,4	207,0	276,1	845,4	185,9
2006	11,1	13,2	1.380,9	664,4	289,7	364,1	1.186,4	1.392,0	825,9	207,1	302,4	941,8	224,2
2005 3° trim.	10,1	15,6	319,7	151,2	71,0	85,7	275,2	318,9	184,6	54,0	70,9	218,1	52,9
4° trim.	9,8	15,7	323,9	155,1	69,3	86,4	277,4	328,9	189,0	56,4	72,6	223,8	53,6
2006 1° trim.	15,9	22,3	333,4	159,8	71,7	89,0	283,3	336,9	197,9	52,7	74,1	223,9	55,2
2° trim.	9,3	14,2	338,6	162,6	71,5	89,6	290,2	344,8	204,3	51,9	75,1	231,4	56,9
3° trim.	8,1	10,4	347,3	168,4	72,1	91,3	298,5	355,2	213,3	51,3	75,8	239,9	59,9
4° trim.	11,6	7,3	361,5	173,7	74,4	94,1	314,3	355,1	210,4	51,2	77,5	246,5	52,1
2006 lug.	7,5	13,0	111,2	54,2	22,9	29,6	95,5	117,4	70,0	16,9	25,1	79,0	19,6
ago.	8,1	11,0	115,5	55,8	23,7	30,9	99,5	119,9	73,5	17,3	25,4	80,3	21,5
set.	8,5	7,5	120,7	58,4	25,5	30,8	103,5	117,9	69,9	17,1	25,4	80,6	18,8
ott.	15,9	13,6	119,3	57,5	24,7	30,9	102,2	117,8	69,9	17,2	25,8	80,8	18,0
nov.	12,5	6,1	120,1	58,3	25,0	30,9	105,4	116,2	69,2	16,9	25,9	81,2	17,0
dic.	6,5	2,3	122,1	57,9	24,7	32,3	106,8	121,1	71,3	17,0	25,9	84,5	17,2
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	1,0	3,7	109,1	105,8	107,9	114,9	109,3	102,0	100,6	95,3	110,5	100,2	104,9
2004	9,1	6,7	118,5	115,6	121,5	119,9	118,6	108,0	104,4	107,6	118,5	108,0	105,3
2005	4,7	5,2	124,5	120,2	130,9	125,0	124,6	114,2	108,2	122,2	124,6	116,0	110,4
2006	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 3° trim.	6,9	5,9	127,5	121,7	137,1	127,4	127,4	116,1	109,3	125,9	127,1	119,0	114,7
4° trim.	5,6	5,4	127,9	123,3	133,4	127,3	127,8	117,4	109,0	131,7	127,5	120,9	111,4
2006 1° trim.	10,6	8,3	129,9	125,2	136,6	129,9	129,2	116,9	110,1	121,3	128,7	119,1	107,0
2° trim.	5,2	3,5	131,8	127,3	136,5	130,2	132,5	119,2	111,9	122,3	131,7	123,4	105,6
3° trim.	5,1	4,2	134,8	130,6	138,0	132,9	135,6	122,2	116,3	122,0	131,2	126,7	113,9
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 lug.	4,5	5,2	129,8	126,9	131,5	129,0	130,7	120,6	113,4	120,9	130,2	125,6	108,4
ago.	4,9	4,3	134,1	129,1	135,8	134,9	135,4	123,1	119,6	122,9	131,4	127,2	121,0
set.	5,9	3,2	140,4	135,9	146,8	134,7	140,7	122,8	115,9	122,3	132,0	127,3	112,3
ott.	13,1	11,0	138,4	133,3	141,5	134,4	138,1	124,1	117,7	123,2	133,9	127,7	116,6
nov.	9,5	4,1	138,9	134,2	142,3	135,3	142,0	122,8	117,3	119,0	135,2	127,9	113,5
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
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	99,6	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
2006	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 3° trim.	3,0	9,2	100,1	101,0	95,8	102,5	98,8	107,2	114,4	93,6	101,1	98,7	150,2
4° trim.	4,0	9,8	101,1	102,2	96,1	103,4	99,3	109,4	117,5	93,5	103,1	99,7	156,8
2006 1° trim.	4,8	13,0	102,5	103,7	97,1	104,5	100,3	112,6	121,8	94,8	104,2	101,3	168,3
2° trim.	4,0	10,4	102,5	103,7	96,8	104,9	100,2	112,9	123,8	92,7	103,2	101,0	175,5
3° trim.	2,8	6,0	102,9	104,7	96,6	104,7	100,7	113,5	124,3	91,8	104,7	102,0	171,1
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 lug.	2,9	7,4	102,6	104,1	96,5	104,9	100,3	114,1	125,4	91,4	104,6	101,6	176,4
ago.	3,1	6,4	103,1	105,3	96,8	104,6	100,8	114,1	124,9	92,3	104,8	102,1	173,7
set.	2,4	4,1	102,9	104,7	96,5	104,6	101,0	112,4	122,6	91,6	104,5	102,4	163,3
ott.	2,5	2,3	103,3	105,2	97,0	105,0	101,6	111,2	120,7	91,6	104,5	102,2	150,6
nov.	2,7	1,9	103,6	105,8	97,4	104,6	101,8	110,8	120,0	93,1	103,9	102,6	146,0
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone	Altri paesi asiatici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>															
2003	1.059,3	24,9	38,6	194,6	117,5	29,2	63,3	24,8	167,0	35,2	31,3	135,1	59,4	37,7	100,6
2004	1.148,3	25,6	41,8	204,0	128,5	35,3	66,1	31,8	172,2	40,3	33,0	150,3	63,8	40,6	115,0
2005	1.240,9	28,8	44,9	202,5	144,3	43,0	70,5	34,6	184,7	43,2	34,0	165,6	72,8	46,9	125,0
2006	1.380,9	31,0	49,6	215,1	175,2	54,6	76,4	38,5	199,6	53,4	34,4	182,7	76,7	54,1	139,5
2005 3° trim.	319,7	7,4	11,4	51,4	36,6	11,2	17,9	9,1	47,4	11,3	8,5	43,9	19,3	12,2	32,1
4° trim.	323,9	7,5	11,3	51,5	38,8	11,3	17,8	9,5	48,6	11,6	8,6	41,8	19,1	12,4	34,2
2006 1° trim.	333,4	7,5	11,6	52,1	40,8	12,1	17,9	9,6	49,5	12,6	8,8	43,7	18,9	13,3	35,2
2° trim.	338,6	7,7	12,1	53,3	43,2	12,8	18,2	9,8	49,4	12,7	8,4	44,8	19,1	13,3	33,8
3° trim.	347,3	7,8	12,8	54,7	44,6	14,1	19,4	9,6	49,7	13,5	8,6	45,9	19,1	13,5	34,0
4° trim.	361,5	8,0	13,2	55,0	46,7	15,5	20,9	9,6	51,0	14,6	8,7	48,3	19,6	13,9	36,5
2006 lug.	111,2	2,6	4,2	17,6	14,3	4,5	6,4	3,1	16,1	4,3	2,8	14,8	6,3	4,3	10,0
ago.	115,5	2,6	4,2	18,9	15,0	4,6	6,4	3,2	16,8	4,4	2,9	14,8	6,3	4,6	10,8
set.	120,7	2,6	4,3	18,2	15,3	5,1	6,6	3,3	16,8	4,8	2,9	16,3	6,6	4,7	13,2
ott.	119,3	2,6	4,4	18,1	15,4	5,1	7,0	3,1	15,9	4,8	2,9	15,6	6,2	4,7	13,6
nov.	120,1	2,7	4,3	18,1	15,5	5,3	6,9	3,3	17,2	5,0	2,9	16,3	6,6	4,6	11,4
dic.	122,1	2,7	4,5	18,7	15,8	5,1	7,0	3,2	17,9	4,9	2,9	16,4	6,8	4,6	11,5
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2006	100,0	2,2	3,6	15,6	12,7	3,9	5,5	2,8	14,5	3,9	2,5	13,2	5,6	3,9	10,1
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>															
2003	990,4	23,7	36,9	138,7	101,9	47,4	50,5	19,3	110,3	74,4	52,1	141,7	68,2	39,7	85,6
2004	1.075,1	25,4	39,7	144,1	107,3	56,4	53,0	22,8	113,8	92,0	53,9	161,1	72,5	45,2	88,0
2005	1.224,4	26,3	42,1	152,1	117,8	75,9	57,8	24,8	120,1	117,7	52,9	189,5	95,4	53,3	98,7
2006	1.392,0	27,2	47,2	165,6	140,4	95,0	61,9	28,6	127,7	143,3	56,2	211,9	109,4	65,6	112,0
2005 3° trim.	318,9	6,6	10,7	39,3	30,0	19,9	14,8	6,1	30,9	31,4	13,6	49,7	25,4	14,0	26,6
4° trim.	328,9	6,6	11,0	39,5	31,0	20,5	15,2	6,6	31,1	32,1	13,8	52,7	26,1	14,8	28,0
2006 1° trim.	336,9	6,8	11,2	40,6	32,2	23,9	14,9	6,8	31,8	33,3	13,8	51,9	27,2	15,6	26,9
2° trim.	344,8	6,7	11,4	42,8	34,0	24,8	15,2	7,4	31,8	34,4	14,0	53,4	27,3	15,7	26,0
3° trim.	355,2	6,9	12,1	41,5	36,2	24,2	15,9	7,2	32,2	35,9	14,4	54,5	27,1	16,6	30,6
4° trim.	355,1	6,9	12,5	40,7	38,1	22,1	15,8	7,2	32,1	39,7	13,9	52,2	27,8	17,7	28,4
2006 lug.	117,4	2,5	4,0	14,0	11,7	7,6	5,3	2,4	10,8	11,8	4,8	17,9	9,0	5,6	10,0
ago.	119,9	2,2	4,0	14,1	12,0	8,8	5,4	2,4	10,8	11,8	4,8	18,3	9,3	5,6	10,3
set.	117,9	2,2	4,0	13,4	12,4	7,7	5,3	2,4	10,6	12,4	4,8	18,3	8,8	5,4	10,3
ott.	117,8	2,2	4,1	13,3	12,7	7,3	5,1	2,3	10,7	12,5	4,6	17,8	9,4	5,7	10,2
nov.	116,2	2,3	4,1	13,6	12,5	7,3	5,3	2,4	10,6	13,4	4,5	17,4	9,1	5,9	7,6
dic.	121,1	2,3	4,3	13,9	12,9	7,5	5,4	2,5	10,8	13,7	4,8	17,0	9,3	6,1	10,6
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	10,1	6,8	4,4	2,1	9,2	10,3	4,0	15,2	7,9	4,7	8,0
<i>Saldo</i>															
2003	68,9	1,2	1,7	55,9	15,6	-18,2	12,7	5,6	56,7	-39,2	-20,8	-6,6	-8,8	-2,0	15,0
2004	73,3	0,2	2,2	59,9	21,2	-21,1	13,1	8,9	58,5	-51,7	-20,8	-10,8	-8,7	-4,6	27,0
2005	16,5	2,6	2,8	50,4	26,5	-32,9	12,7	9,7	64,6	-74,5	-18,9	-23,9	-22,6	-6,4	26,3
2006	-11,1	3,8	2,4	49,4	34,8	-40,3	14,5	9,9	71,8	-89,9	-21,7	-29,2	-32,6	-11,5	27,5
2005 3° trim.	0,7	0,8	0,7	12,1	6,6	-8,7	3,1	2,9	16,5	-20,1	-5,1	-5,8	-6,0	-1,8	5,5
4° trim.	-5,1	0,9	0,4	12,0	7,8	-9,2	2,6	2,8	17,5	-20,5	-5,3	-10,9	-7,0	-2,5	6,2
2006 1° trim.	-3,5	0,7	0,4	11,4	8,6	-11,8	2,9	2,8	17,8	-20,7	-5,1	-8,2	-8,3	-2,3	8,2
2° trim.	-6,2	1,0	0,7	10,5	9,2	-12,0	3,0	2,4	17,6	-21,7	-5,6	-8,6	-8,2	-2,4	7,8
3° trim.	-7,9	0,8	0,7	13,2	8,4	-10,0	3,5	2,4	17,6	-22,4	-5,8	-8,6	-8,0	-3,0	3,4
4° trim.	6,4	1,2	0,7	14,3	8,6	-6,6	5,1	2,4	18,9	-25,0	-5,3	-3,9	-8,2	-3,8	8,1
2006 lug.	-6,2	0,1	0,2	3,6	2,5	-3,1	1,1	0,7	5,4	-7,5	-2,0	-3,1	-2,8	-1,3	0,0
ago.	-4,4	0,3	0,2	4,8	3,0	-4,2	1,1	0,8	6,0	-7,3	-2,0	-3,6	-3,0	-1,0	0,5
set.	2,8	0,4	0,3	4,8	2,9	-2,6	1,3	0,9	6,2	-7,6	-1,8	-1,9	-2,2	-0,7	2,9
ott.	1,5	0,5	0,3	4,8	2,7	-2,2	1,9	0,8	5,2	-7,8	-1,8	-2,2	-3,2	-1,0	3,4
nov.	3,9	0,3	0,2	4,6	3,0	-2,1	1,6	0,9	6,6	-8,4	-1,6	-1,1	-2,5	-1,3	3,8
dic.	1,0	0,4	0,2	4,9	2,9	-2,4	1,6	0,7	7,1	-8,9	-1,9	-0,6	-2,5	-1,6	0,9

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

## TASSI DI CAMBIO

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

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

	TCE-24						TCE-44	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	104,3	105,1	104,2	103,2	99,9	101,8	111,2	105,6
2005	103,3	104,1	102,5	100,9	97,4	99,3	109,7	103,7
2006	103,6	104,4	102,9	100,7	95,1	97,7	110,0	103,4
2006 1° trim.	101,7	102,5	101,0	99,0	94,1	96,6	107,4	101,2
2° trim.	103,8	104,6	103,0	100,9	95,1	98,2	110,1	103,6
3° trim.	104,5	105,3	103,7	101,4	95,7	98,3	111,2	104,5
4° trim.	104,6	105,3	104,1	101,5	95,3	97,8	111,3	104,3
2007 1° trim.	105,5	106,1	104,8	.	.	.	112,0	104,8
2006 mar.	101,9	102,9	101,4	-	-	-	107,6	101,4
apr.	103,0	104,0	102,5	-	-	-	108,8	102,5
mag.	104,0	104,9	103,3	-	-	-	110,5	104,0
giu.	104,2	104,9	103,3	-	-	-	111,1	104,4
lug.	104,5	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,7
ago.	104,6	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,6
set.	104,4	105,1	103,4	-	-	-	111,1	104,3
ott.	103,9	104,7	103,4	-	-	-	110,4	103,6
nov.	104,5	105,2	103,9	-	-	-	111,1	104,2
dic.	105,5	106,0	104,9	-	-	-	112,3	105,0
2007 gen.	104,9	105,5	104,2	-	-	-	111,5	104,3
feb.	105,4	106,0	104,7	-	-	-	111,9	104,6
mar.	106,1	106,7	105,4	-	-	-	112,7	105,4
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2007 mar.	0,7	0,7	0,7	-	-	-	0,8	0,8
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2007 mar.	4,1	3,7	3,9	-	-	-	4,8	3,9

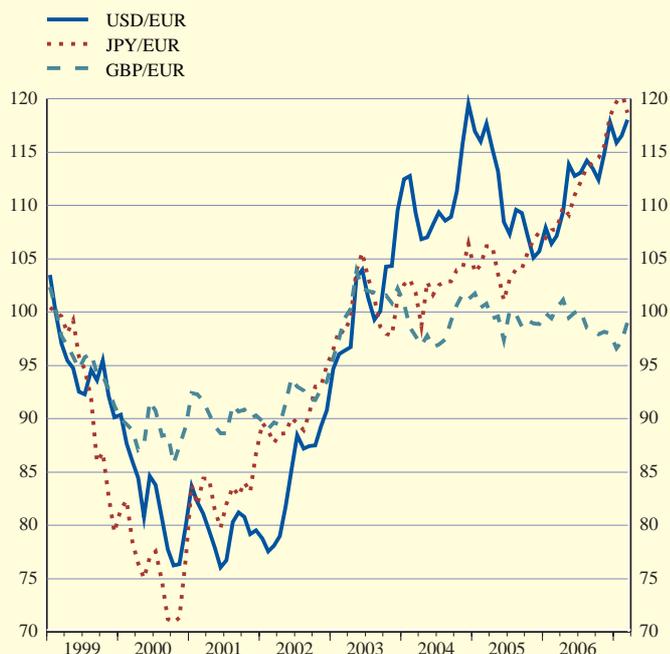
### F35 Tassi di cambio effettivi

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



### F36 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

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

## 8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2006 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
4° trim.	7,4557	9,1350	0,67314	1,2887	151,72	1,5928	1.209,29	10,0269	2,0091	1,4669	8,2712	1,6740
2007 1° trim.	7,4524	9,1894	0,67062	1,3106	156,43	1,6162	1.230,80	10,2334	2,0073	1,5357	8,1690	1,6670
2006 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
ott.	7,4555	9,2533	0,67254	1,2611	149,65	1,5898	1.202,31	9,8189	1,9905	1,4235	8,3960	1,6733
nov.	7,4564	9,1008	0,67397	1,2881	151,11	1,5922	1.205,01	10,0246	2,0049	1,4635	8,2446	1,6684
dic.	7,4549	9,0377	0,67286	1,3213	154,82	1,5969	1.222,34	10,2704	2,0354	1,5212	8,1575	1,6814
2007 gen.	7,4539	9,0795	0,66341	1,2999	156,56	1,6155	1.217,83	10,1390	1,9983	1,5285	8,2780	1,6602
feb.	7,4541	9,1896	0,66800	1,3074	157,60	1,6212	1.225,25	10,2130	2,0049	1,5309	8,0876	1,6708
mar.	7,4494	9,2992	0,68021	1,3242	155,24	1,6124	1.248,82	10,3464	2,0186	1,5472	8,1340	1,6704
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 mar.	-0,1	1,2	1,8	1,3	-1,5	-0,5	1,9	1,3	0,7	1,1	0,6	0,0
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 mar.	-0,2	-1,1	-1,3	10,2	10,1	2,8	6,6	10,9	3,6	11,2	2,0	1,0
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno <sup>1)</sup>	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	40,022	1,9533	40,510	
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	
2006	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	
2006 3° trim.	28,337	15,6466	0,57579	0,6960	3,4528	275,41	0,4293	3,9537	37,842	1,9558	3,5415	
4° trim.	28,044	15,6466	0,57748	0,6969	3,4528	260,25	0,4293	3,8478	35,929	1,9558	3,4791	
2007 1° trim.	28,037	15,6466	0,57915	0,7023	3,4528	252,32	0,4293	3,8863	34,347	1,9558	3,3812	
2006 set.	28,383	15,6466	0,57650	0,6961	3,4528	274,42	0,4293	3,9649	37,497	1,9558	3,5274	
ott.	28,290	15,6466	0,57672	0,6961	3,4528	267,10	0,4293	3,9014	36,804	1,9558	3,5191	
nov.	28,029	15,6466	0,57770	0,6970	3,4528	258,84	0,4293	3,8248	35,884	1,9558	3,4955	
dic.	27,778	15,6466	0,57811	0,6976	3,4528	253,97	0,4293	3,8125	34,967	1,9558	3,4137	
2007 gen.	27,840	15,6466	0,57842	0,6975	3,4528	253,88	0,4293	3,8795	34,751	1,9558	3,3922	
feb.	28,233	15,6466	0,57918	0,7003	3,4528	253,30	0,4293	3,8943	34,490	1,9558	3,3823	
mar.	28,057	15,6466	0,57985	0,7088	3,4528	249,86	0,4293	3,8859	33,813	1,9558	3,3692	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 mar.	-0,6	0,0	0,1	1,2	0,0	-1,4	0,0	-0,2	-2,0	0,0	-0,4	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 mar.	-2,1	0,0	0,8	1,8	0,0	-4,2	0,0	0,1	-9,8	0,0	-3,9	
	Yuan renminbi cinese <sup>2)</sup>	Kuna croata <sup>2)</sup>	Corona islandese	Rupia indonesiana <sup>2)</sup>	Ringgit malese <sup>2)</sup>	Dollaro neo-zelandese	Peso filippino <sup>2)</sup>	Rublo russo <sup>2)</sup>	Rand sud africano	Bath thailandese <sup>2)</sup>	Nuova lira turca <sup>3)</sup>	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777,052	
2005	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2006	10,0096	7,3247	87,76	11.512,37	4,6044	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	1,8090	
2006 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	
4° trim.	10,1339	7,3657	88,94	11.771,01	4,6734	1,9143	64,108	34,2713	9,4458	47,109	1,8781	
2007 1° trim.	10,1688	7,3656	89,28	11.934,33	4,5842	1,8836	63,609	34,4795	9,4919	44,538	1,8492	
2006 set.	10,0971	7,3945	89,31	11.646,15	4,6724	1,9453	64,029	34,0549	9,4553	47,640	1,8870	
ott.	9,9651	7,3913	86,29	11.569,46	4,6390	1,9066	63,022	33,8849	9,6481	47,068	1,8654	
nov.	10,1286	7,3482	89,29	11.772,03	4,6927	1,9263	64,186	34,2602	9,3616	47,049	1,8786	
dic.	10,3356	7,3564	91,59	12.003,18	4,6909	1,9094	65,274	34,7316	9,3092	47,224	1,8920	
2007 gen.	10,1238	7,3711	91,02	11.796,04	4,5596	1,8699	63,552	34,4578	9,3440	45,850	1,8536	
feb.	10,1326	7,3612	88,00	11.855,46	4,5706	1,8859	63,167	34,4060	9,3797	44,434	1,8260	
mar.	10,2467	7,3641	88,69	12.144,32	4,6212	1,8952	64,069	34,5680	9,7417	43,320	1,8659	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 mar.	1,1	0,0	0,8	2,4	1,1	0,5	1,4	0,5	3,9	-2,5	2,2	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 mar.	6,1	0,5	5,9	10,3	3,8	0,0	4,2	3,2	29,6	-7,5	16,1	

Fonte: BCE.

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

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

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

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



## 9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Romania	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
IACP														
2005	6,0	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	9,1	2,8	0,8	2,1
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	2,2	6,6	3,8	4,0	2,6	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2006 2° trim.	8,6	2,5	2,0	4,5	2,6	6,5	3,6	2,7	3,4	1,4	7,2	4,6	1,9	2,2
3° trim.	6,7	2,4	1,8	4,4	2,6	6,6	4,0	4,6	3,2	1,5	5,9	4,8	1,5	2,4
4° trim.	5,7	1,1	1,6	4,5	1,5	6,2	4,2	6,4	1,1	1,3	4,8	3,5	1,4	2,7
2006 ott.	5,2	0,8	1,4	3,8	1,7	5,6	3,7	6,3	1,7	1,1	4,8	3,1	1,2	2,4
nov.	5,9	1,0	1,8	4,7	1,3	6,3	4,4	6,4	0,9	1,3	4,7	3,7	1,5	2,7
dic.	6,1	1,5	1,7	5,1	1,5	6,8	4,5	6,6	0,8	1,4	4,9	3,7	1,4	3,0
2007 gen.	6,8	1,4	1,8	5,0	1,4	7,1	4,0	8,4	1,2	1,6	4,1	2,2	1,6	2,7
feb.	4,6	1,7	1,9	4,6	1,2	7,2	4,4	9,0	0,8	1,9	3,9	2,0	1,7	2,8
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL														
2003	0,3	-6,6	1,1	2,0	-6,3	-1,2	-1,3	-7,2	-10,0	-4,7	-1,5	-3,7	0,1	-3,3
2004	2,7	-2,9	2,7	2,3	-4,1	-0,9	-1,5	-6,5	-5,0	-3,9	-1,5	-3,0	1,8	-3,2
2005	2,4	-3,6	4,9	2,3	-2,3	0,1	-0,5	-7,8	-3,2	-2,5	-1,5	-3,1	3,0	-3,3
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL														
2003	46,0	30,1	44,4	5,7	69,1	14,4	21,2	58,0	70,2	43,9	21,5	42,7	51,8	38,9
2004	38,4	30,7	42,6	5,2	70,3	14,5	19,4	59,4	74,9	41,8	18,8	41,6	50,5	40,4
2005	29,8	30,4	35,9	4,5	69,2	12,1	18,7	61,7	74,2	42,0	15,9	34,5	50,4	42,4
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo														
2006 set.	4,40	3,90	3,79	-	4,28	4,38	4,28	7,58	4,34	5,48	7,49	4,79	3,70	4,44
ott.	4,26	3,89	3,88	-	4,26	4,55	4,28	7,47	4,34	5,40	7,56	4,42	3,73	4,51
nov.	4,38	3,78	3,78	-	4,26	4,95	4,28	7,01	4,34	5,20	7,56	4,25	3,62	4,45
dic.	4,18	3,68	3,78	-	4,26	4,90	4,28	6,81	4,33	5,14	7,42	4,15	3,65	4,54
2007 gen.	4,27	3,84	4,00	-	4,36	4,92	4,28	6,96	4,34	5,17	7,39	4,25	3,90	4,94
feb.	4,24	3,78	4,05	-	4,42	5,07	4,28	6,96	4,38	5,19	7,52	4,28	3,93	4,97
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo														
2006 set.	3,74	2,49	3,45	3,40	3,39	4,84	3,38	7,88	3,65	4,21	8,66	4,95	2,83	5,03
ott.	3,78	2,65	3,61	3,57	3,62	4,97	3,53	8,20	3,62	4,21	8,62	5,02	2,96	5,13
nov.	3,84	2,64	3,72	3,66	3,80	4,36	3,61	-	3,90	4,20	8,71	4,94	3,08	5,23
dic.	4,01	2,56	3,84	3,81	3,76	4,21	3,72	8,20	3,90	4,20	8,19	4,82	3,21	5,29
2007 gen.	4,06	2,58	3,92	3,90	3,82	3,82	3,79	8,15	3,85	4,20	6,69	4,50	3,35	5,49
feb.	4,09	2,59	3,99	3,94	3,87	5,61	3,87	-	4,10	4,20	7,13	4,60	3,43	5,57
PIL a prezzi costanti														
2005	6,2	6,1	3,1	10,5	3,9	10,6	7,6	4,2	3,0	3,5	4,1	6,0	2,9	1,9
2006	6,0	6,1	3,2	11,4	3,8	11,9	7,5	3,9	2,9	5,8	7,6	8,3	4,4	2,8
2006 2° trim.	6,4	6,1	3,0	11,8	4,2	11,1	8,4	4,0	2,6	5,6	7,7	6,7	5,0	2,8
3° trim.	6,7	6,0	3,0	11,0	3,8	11,9	6,9	3,9	2,3	5,9	8,2	9,8	4,5	3,0
4° trim.	5,7	5,8	3,1	11,2	3,6	11,7	7,0	3,4	3,6	6,6	7,6	9,6	4,9	3,0
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL														
2005	-11,0	-2,4	3,9	-9,5	-5,1	-11,2	-5,9	-6,0	-6,3	-1,4	-7,9	-8,6	6,3	-2,3
2006	-15,1	-4,0	2,4	-12,3	-5,9	-19,9	-9,7	-4,9	-	-1,7	-10,4	-8,4	-	-3,4
2006 2° trim.	-11,7	-5,9	2,7	-10,6	-2,3	-16,3	-8,3	-5,4	-7,3	-1,7	-13,6	-9,3	6,0	-3,0
3° trim.	-4,4	-5,1	4,5	-12,6	8,6	-22,7	-11,1	-4,2	2,9	-0,7	-9,5	-10,1	7,2	-3,5
4° trim.	-24,5	-5,3	1,4	-14,5	-19,5	-25,3	-10,0	-2,9	-	-2,6	-10,7	-7,3	-	-3,3
Costo del lavoro per unità di prodotto														
2005	2,4	-0,5	0,9	2,7	1,3	15,5	3,4	-	0,0	0,9	-	0,5	0,6	-
2006	4,5	-	2,0	5,7	1,9	13,8	7,0	-	-0,7	-	-	1,7	-0,6	-
2006 1° trim.	-	0,5	1,4	3,7	-	-	3,6	-	-0,1	-	-	1,9	-2,2	-
2° trim.	-	-	1,8	5,1	-	-	3,5	-	-0,6	-	-	3,7	-0,3	-
3° trim.	-	-	2,4	5,6	-	-	11,1	-	-0,9	-	-	0,5	0,5	-
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,3	7,2	7,3	17,8	7,1	16,3	7,4	4,8
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	4,7	6,8	5,6	7,5	7,4	13,8	7,4	13,4	7,0	5,3
2006 2° trim.	9,2	7,3	4,2	6,0	4,8	7,1	5,9	7,3	7,5	14,2	7,3	13,7	-	5,4
3° trim.	9,2	7,1	3,7	5,8	4,6	6,7	5,9	7,6	7,3	13,4	7,6	13,1	-	5,4
4° trim.	8,3	6,7	3,6	5,6	4,5	6,1	5,0	7,7	7,0	12,6	7,8	12,3	-	5,3
2006 ott.	8,3	6,8	3,6	5,8	4,5	6,2	5,1	7,6	7,1	12,9	7,8	12,7	-	5,3
nov.	8,3	6,7	3,6	5,5	4,5	6,1	5,0	7,7	7,1	12,6	7,8	12,4	-	5,4
dic.	8,3	6,6	3,5	5,4	4,5	5,9	4,9	7,7	6,9	12,3	7,8	11,9	-	5,4
2007 gen.	8,4	6,5	3,3	4,8	4,5	6,0	5,8	7,8	6,8	12,1	7,5	11,2	-	-
feb.	8,2	6,4	3,4	4,9	4,5	5,8	5,7	7,9	6,7	11,8	7,3	11,0	-	-

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

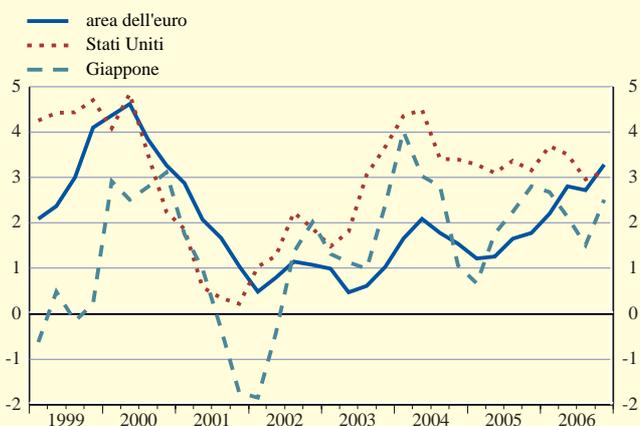
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2003	2,3	0,8	2,5	1,3	6,0	7,0	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	0,1	3,9	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	-0,1	3,2	4,0	5,1	4,4	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	-0,2	3,3	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2556	.	.
2006 1° trim.	3,6	1,9	3,7	4,9	4,7	4,6	4,76	4,57	1,2023	-2,3	49,8
2° trim.	4,0	0,1	3,5	5,5	4,6	4,7	5,21	5,07	1,2582	-2,3	48,6
3° trim.	3,3	-2,2	3,0	6,1	4,7	4,5	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
4° trim.	1,9	-0,4	3,1	3,6	4,5	5,0	5,37	4,63	1,2887	.	.
2007 1° trim.	.	.	.	.	4,5	.	5,36	4,68	1,3106	.	.
2006 nov.	2,0	-	-	2,9	4,5	5,0	5,37	4,60	1,2881	-	-
dic.	2,5	-	-	3,6	4,5	5,3	5,36	4,57	1,3213	-	-
2007 gen.	2,1	-	-	2,2	4,6	5,5	5,36	4,76	1,2999	-	-
feb.	2,4	-	-	2,9	4,5	5,6	5,36	4,73	1,3074	-	-
mar.	.	-	-	.	4,4	.	5,35	4,56	1,3242	-	-
Giappone											
2003	-0,2	-3,8	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	151,4
2004	0,0	-5,2	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,5	157,6
2005	-0,3	-0,5	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-5,9	164,2
2006	0,2	-2,6	2,2	4,6	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2006 1° trim.	-0,1	-1,6	2,7	3,2	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
2° trim.	0,2	-2,4	2,1	4,2	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
3° trim.	0,6	-2,9	1,5	5,4	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
4° trim.	0,3	-3,6	2,5	5,7	4,1	0,7	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 1° trim.	.	.	.	.	.	.	0,62	1,68	156,43	.	.
2006 nov.	0,3	-3,3	-	4,9	4,0	0,6	0,48	1,70	151,11	-	-
dic.	0,3	-3,1	-	4,9	4,1	0,7	0,56	1,64	154,82	-	-
2007 gen.	0,0	.	-	4,1	4,0	0,9	0,56	1,71	156,56	-	-
feb.	-0,2	.	-	2,6	4,0	1,0	0,59	1,71	157,60	-	-
mar.	.	.	-	.	.	.	0,71	1,62	155,24	-	-

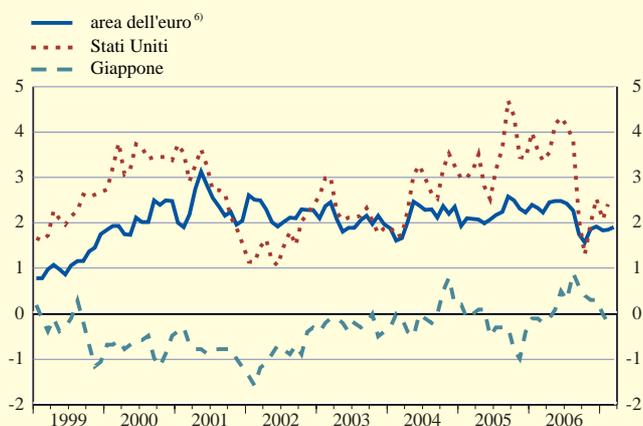
### F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.

2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.

5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

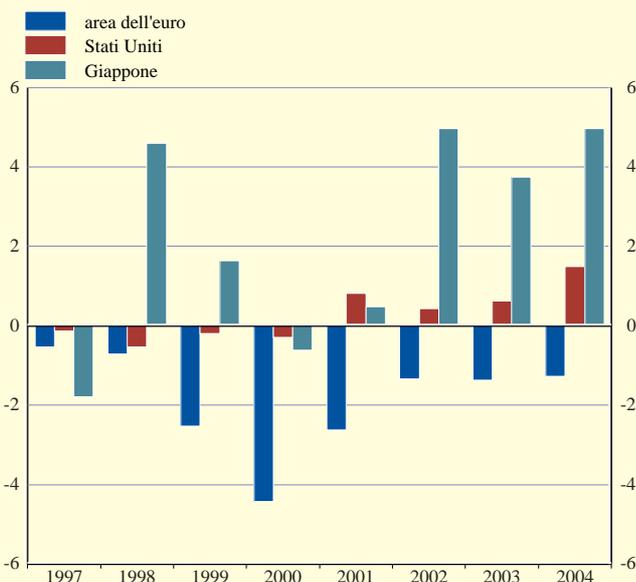
6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

9.2 Stati Uniti e Giappone  
(in percentuale del PIL)

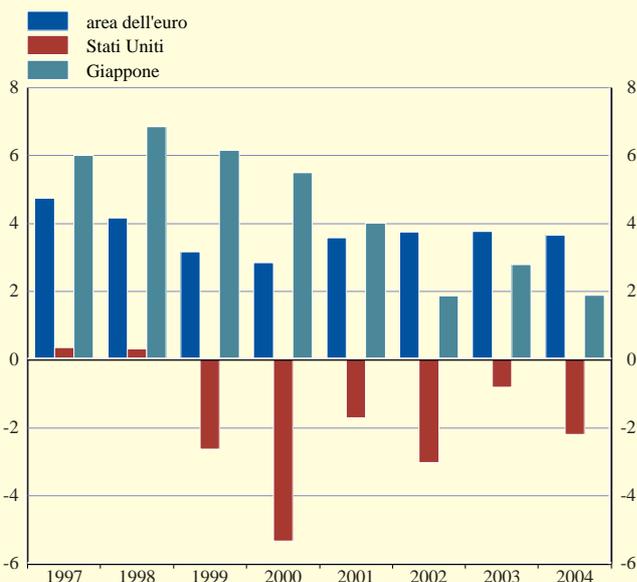
2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	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													
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	0,3	13,5	7,9	11,2	10,1
2005	12,9	19,7	-6,2	7,1	7,0	3,3	7,9	2,6	-1,0	13,8	4,9	9,6	9,7
2006	13,8	20,0	-6,2	7,6	7,3	2,3	8,2	1,4	-1,2	13,1	3,6	8,5	8,1
2005 1° trim.	13,2	19,8	-6,3	7,3	6,9	3,4	7,4	3,6	0,1	13,6	5,7	10,0	8,5
2° trim.	12,7	19,5	-6,1	6,9	7,0	3,4	7,9	3,1	-0,7	14,0	4,4	9,4	10,4
3° trim.	13,2	19,5	-5,7	6,8	7,0	3,5	8,5	1,4	-1,4	13,9	5,6	10,0	10,3
4° trim.	12,7	20,2	-6,8	7,3	7,1	3,1	7,9	2,3	-1,7	13,6	3,8	9,1	9,7
2006 1° trim.	14,5	20,3	-6,3	7,5	7,2	2,7	8,4	1,1	-0,8	13,6	5,4	9,1	9,4
2° trim.	13,6	20,2	-6,4	7,6	7,3	3,0	8,1	2,3	-1,5	13,3	1,9	8,2	8,5
3° trim.	13,3	20,0	-6,5	7,7	7,4	1,5	8,3	0,7	-1,9	12,9	4,4	8,3	7,3
4° trim.	14,0	19,4	-5,7	7,7	7,3	2,0	8,1	1,4	-0,7	12,6	2,7	8,4	7,4
Giappone													
2003	25,4	22,9	3,1	13,2	13,2	2,4	16,9	-5,4	0,2	3,6	0,3	7,0	-0,7
2004	25,8	22,8	3,6	13,6	13,4	4,2	17,8	-0,5	1,0	4,8	3,1	6,8	-1,0
2005	26,4	23,3	3,5	14,4	14,2	6,8	17,1	-4,9	-4,6	4,4	3,0	6,4	1,2
2006	.	24,1	.	.	.	1,6	.	0,4	0,2	.	4,1	0,0	-0,2
2005 1° trim.	31,6	25,9	3,7	.	.	10,5	.	-3,5	-1,7	.	-12,3	.	3,0
2° trim.	22,3	24,2	3,2	.	.	-15,6	.	-14,0	2,3	.	9,1	.	-6,4
3° trim.	24,6	23,6	3,8	.	.	6,2	.	2,0	0,5	.	-3,3	.	3,1
4° trim.	27,0	24,2	3,4	.	.	21,4	.	-9,6	-19,8	.	16,3	.	4,6
2006 1° trim.	31,9	23,8	4,2	.	.	8,6	.	-5,0	-3,1	.	-7,6	.	5,2
2° trim.	.	23,4	.	.	.	-24,3	.	-15,7	1,2	.	9,8	.	-9,9
3° trim.	.	24,3	.	.	.	8,3	.	2,9	-0,1	.	0,2	.	3,9
4° trim.	.	24,7	.	.	.	13,4	.	18,3	2,7	.	13,0	.	0,3

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 2006.

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

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

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

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

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

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

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

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA <sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette <sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni

derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 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 e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. 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 "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.int/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.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 della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate all'11 aprile 2007.

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, area dell'euro, Slovenia inclusa) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001 e per il 2007, calcolate rispettivamente su basi nel 2000 e nel 2006, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dovuto all'ingresso, nell'ordine, della Grecia e della Slovenia nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovenia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.int/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

Le serie statistiche che fanno riferimento alla composizione evolutiva dell'area dell'euro si basano sulla quella che era la composizione dell'area nel periodo al quale le stesse si riferiscono. Pertanto, i dati antecedenti il 2001 si riferiscono

agli Euro 11, ovvero, ai seguenti 11 stati membri dell'UE: Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. I dati dal 2001 al 2006, si riferiscono agli Euro 12, ovvero gli Euro 11 più la Grecia. A partire dal 2007 i dati si riferiscono agli Euro 13, ovvero gli Euro 12 più la Slovenia.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Romania, Slovacchia, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) ed il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a  $n$  anni” equivale a “non superiore a  $n$  anni”.

## PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 sono stati implementati il 10 marzo del 2004. In seguito a tali cambiamenti, l'inizio dei periodi di mantenimento coincide con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Un periodo di mantenimento transitorio è stato in vigore nella fase dal 24 gennaio al 9 marzo del 2004.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle banche centrali iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna

na 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

## MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse

dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

#### CONTI 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 il-

lustrano 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 (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, gli Euro 12 più la Slovenia) per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni

quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ch  di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine.

Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che   stato depurato dagli effetti della stagionalit . Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE   inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passivit  nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2   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 così come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria. Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile della BCE dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999 la colonna 1 riporta l'indice medio *overnight* dell'euro (Eonia). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel

periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i rendimenti dei titoli di Stato per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Fino al dicembre 1998 i rendimenti a due, tre, cinque e sette anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a dieci anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato. Fino al dicembre 1998 i rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali, ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza. Per gli Stati Uniti e il Giappone, i rendimenti a dieci anni sono medie nel periodo indicato.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

## **I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO**

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezio-

ne 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 sui 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

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.

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

## FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000 <sup>7)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 <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*

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.

*investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 5 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Al momento non è possibile, invece, ottenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area. Nelle tavole 6 e 7 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei

confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p.: le transazioni di b.d.p. che riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati 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

zioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.4 sono redatte sulla base delle posizioni nei confronti dei non residenti nell'area, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio. La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella sezione 7.5, insieme ai corrispondenti dati per la BCE. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul

sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione geografica (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina continentale non comprende Hong Kong.

Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.3). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

## TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva in-

dica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-24 è composto dai 14 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-44 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-24, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Islanda, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calco-

lo 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>



### 13 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

### 14 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 25 a 30 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2005. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2005. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

### 3 FEBBRAIO, 3 MARZO, 7 APRILE, 4 MAGGIO, 2 GIUGNO, 7 LUGLIO, 4 AGOSTO, 1° SETTEMBRE, 6 OTTOBRE E 3 NOVEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

### 1 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,25 per cento, con effetto

dall'operazione con regolamento il 6 dicembre 2005. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 3,25 e all'1,25 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2005.

### 16 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 30 a 40 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2006. Tale incremento tiene conto di due fattori: in primo luogo, ci si attende che le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro aumenteranno ulteriormente nel 2006; in secondo luogo, l'Eurosistema ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2007.

### 12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2004, cfr. le pagine 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE, le pagine 231-232 del Rapporto Annuale 2001 della BCE, la pagina 246 del Rapporto Annuale 2002 della BCE, le pagine 229-230 del Rapporto Annuale 2003 della BCE e le pagine 227-228 del Rapporto Annuale 2004 della BCE.

## **2 MARZO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

## **6 APRILE E 4 MAGGIO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

## **8 GIUGNO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

## **6 LUGLIO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

## **3 AGOSTO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

## **31 AGOSTO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

## **5 OTTOBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'11 ottobre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dall'11 ottobre 2006.

## **2 NOVEMBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

#### **7 DICEMBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 dicembre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,50 e al 2,50 per cento, a decorrere dal 13 dicembre 2006.

#### **22 DICEMBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 40 a 50 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2007. Tale incremento tiene conto dei seguenti aspetti: le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro sono cresciute marcatamente negli ultimi anni e ci si attende che aumentino ulteriormente nel 2007. L'Eurosistema, pertanto, ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2008.

#### **11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

#### **8 MARZO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

#### **12 APRILE 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.





## DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2006



Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2006. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra gennaio 2007 e marzo 2007. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica [info@ecb.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 2005*, aprile 2006.

### RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

*Rapporto sulla convergenza maggio 2006*.

*Rapporto sulla convergenza dicembre 2006*.

### ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

*La prevedibilità della politica monetaria della BCE*, gennaio 2006.

*Hedge fund: sviluppi e implicazioni sul piano delle scelte di policy*, gennaio 2006.

*Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro*, febbraio 2006.

*Politiche di bilancio e mercati finanziari*, febbraio 2006.

*L'importanza delle riforme della spesa pubblica per la crescita economica e la stabilità*, aprile 2006.

*La gestione di portafoglio presso la BCE*, aprile 2006.

*Regimi monetari e di cambio tra l'area dell'euro e alcuni paesi terzi e territori*, aprile 2006.

*Il contributo della BCE e dell'Eurosistema all'integrazione finanziaria europea*, maggio 2006.

*La lista unica nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema*, maggio 2006.

*L'emissione azionaria nell'area dell'euro*, maggio 2006.

*Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro*, luglio 2006.

*Competitività ed esportazioni dell'area dell'euro*, luglio 2006.

*La domanda settoriale di moneta: determinanti e andamenti recenti*, agosto 2006.

*L'evoluzione dei sistemi di pagamento di importo rilevante nell'area dell'euro*, agosto 2006.

*Evoluzione demografica nell'area dell'euro: previsioni e conseguenze*, ottobre 2006.

*Conti finanziari e non finanziari integrati per i settori istituzionali dell'area dell'euro*, ottobre 2006.

*"Attivismo" della politica monetaria*, novembre 2006.

*Lo sviluppo finanziario nell'Europa centrale, orientale e sud-orientale*, novembre 2006.

*L'esperienza dell'Eurosistema dopo le operazioni di regolazione puntuale alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve*, novembre 2006.

*L'ampliamento dell'economia dell'UE e dell'area dell'euro*, gennaio 2007.

*Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro nell'area dell'euro nell'ultimo decennio*, gennaio 2007.

*L'espansione economica cinese nella giusta prospettiva*, gennaio 2007.

*Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro*, febbraio 2007.

*Gli accordi dell'UE per la gestione delle crisi finanziarie*, febbraio 2007.

*Le rimesse degli emigrati verso le regioni confinanti con l'UE*, febbraio 2007.

*La comunicazione della politica monetaria ai mercati finanziari*, aprile 2007.

*Origini e implicazioni dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro*, aprile 2007.  
*Il raccordo disavanzo-debito delle amministrazioni pubbliche*, aprile 2007.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

#### **LEGAL WORKING PAPER SERIES**

- 1 *The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments*, di K. M. Löber, febbraio 2006.
- 2 *The application of multilingualism in the European Union context*, di P. Athanasiou, marzo 2006.
- 3 *National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview*, di J. Garcia-Andrade e P. Athanasiou, ottobre 2006.

#### **OCCASIONAL PAPERS SERIES**

- 43 *The accumulation of foreign reserves*, a cura di una *task force* del Comitato per le Relazioni internazionali, febbraio 2006.
- 44 *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, a cura di una *task force* del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, aprile 2006.
- 45 *Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts*, di N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi e N. Vidalis, maggio 2006.
- 46 *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence*, di F. Altissimo, M. Ehrmann e F. Smets, giugno 2006.
- 47 *The reform and implementation of the Stability and Growth Pact*, di R. Morris, H. Ongena e L. Schuknecht, giugno 2006.
- 48 *Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries*, a cura della *Task Force* sull'allargamento del Comitato per le Relazioni Internazionali, luglio 2006.
- 49 *Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem*, di U. Bindseid e F. Papadia, agosto 2006.
- 50 *Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market*, di M. Laganà, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes e A. Persauda, agosto 2006.
- 51 *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*, di A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger e T. Westermann, agosto 2006.
- 52 *Cross-border labour mobility within an enlarged EU*, di F.F. Heinz e M. Ward-Warmedinger, ottobre 2006.
- 53 *Labour productivity developments in the euro area*, di R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker e J. Turunen, ottobre 2006.
- 54 *Quantitative quality indicators for statistics – An application to euro area balance of payment statistics*, di V. Damia e C. Picòn Aguilar, novembre 2006.
- 55 *Globalisation and euro area trade – Interactions and challenger*, di U. Baumann e F. Di Mauro, marzo 2007.
- 56 *Assessing fiscal soundness: theory and practice*, di N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother e J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 *Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe*, di S. Herrmann e E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 *Long-term growth prospects for the Russian economy*, di R. Beck, A. Kamps e E. Mileva, marzo 2007.

**WORKING PAPERS SERIES**

- 707 *Ramsey monetary policy with labour market frictions*, di E. Faia, gennaio 2007.
- 708 *Regional housing market spillovers in the United States: lessons from regional divergences in a common monetary policy setting*, di I. Vansteenkiste, gennaio 2007.
- 709 *Quantifying and sustaining welfare gains from monetary commitment*, di P. Levine, P. McAdam e J. Pearlman, gennaio 2007.
- 710 *Pricing of settlement link services and mergers of central securities depositories*, di J. Tapking, gennaio 2007.
- 711 *What 'hides' behind sovereign debt ratings?*, di A. Afonso, P. Gomes e P. Rother, gennaio 2007.
- 712 *Opening the black box: structural factor models with large cross-sections*, di M. Forni, D. Giannone, M. Lippi e L. Reichlin, gennaio 2007.
- 713 *Balance of payment crises in emerging markets: how early were the 'early' warning signals?*, di M. Bussière, gennaio 2007.
- 714 *The dynamics of bank spreads and financial structure*, di R. Gropp, C. Kok Sørensen e J.-D. Lichtenberger, gennaio 2007.
- 715 *Emerging Asia's growth and integration: how autonomous are business cycles?*, di R. Ruffer, M. Sánchez e J.-G. Shen, gennaio 2007.
- 716 *Adjusting to the euro*, di G. Fagan e V. Gaspar, gennaio 2007.
- 717 *Discretion rather than rules? When is discretionary policy-making better than the timeless perspective?*, di S. Sauer, gennaio 2007.
- 718 *Drift and breaks in labour productivity*, di L. Benati, gennaio 2007.
- 719 *US imbalances: the role of technology and policy*, di R. Bems, L. Dedola e F. Smets, gennaio 2007.
- 720 *Real price wage rigidities in a model with matching frictions*, di K. Kuuster, febbraio 2007.
- 721 *Are survey-based inflation expectations in the euro area informative?*, di R. Mestre, febbraio 2007.
- 722 *Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach*, di F. Smets e R. Wouters, febbraio 2007.
- 723 *Asset allocation by penalised least squares*, di S. Manganelli, febbraio 2007.
- 724 *The transmission of emerging market shocks to global equity markets*, di L. Cuadro Saez, M. Fratzscher e C. Thimann, febbraio 2007.
- 725 *Inflation forecasts, monetary policy and unemployment dynamics: evidence from the United States and the euro area*, di C. Altavilla e M. Ciccarelli, febbraio 2007.
- 726 *Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions*, di M. Andersson, febbraio 2007.
- 727 *Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data*, di P. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini e H. Stahl, febbraio 2007.
- 728 *Price changes in Finland: some evidence from micro CPI data*, di S. Kurri, febbraio 2007.
- 729 *Fast micro and slow macro: can aggregation explain the persistence of inflation?*, di F. Altissimo, B. Mojon e P. Zaffaroni, febbraio 2007.
- 730 *What drives business cycles and international trade in emerging market economies?*, di M. Sánchez, febbraio 2007.
- 731 *International trade, technological shocks and spillovers in the labour market: A GVAR analysis of the US manufacturing sector*, di P. Hiebert e I. Vansteenkiste, febbraio 2007.
- 732 *Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles*, di R. Adalid e C. Detken, febbraio 2007.
- 733 *Mortgage interest rate dispersion in the euro area*, di C. Kok Sørensen e J.-D. Lichtenberger, febbraio 2007.

- 734 *Inflation risk premia in the term structure of interest rates*, di P. Hördahl, e O. Tristani, febbraio 2007.
- 735 *Market-based compensation, price informativeness and short-term trading*, di R. Calcagno e F. Heider, marzo 2007.
- 736 *Transaction costs and informational cascades in financial markets: theory and experimental evidence*, di M. Cipriani e A. Guarino, marzo 2007.
- 737 *Structural balances and revenue windfalls: the role of asset prices revisited*, di R. Morris e L. Schuknecht, marzo 2007.
- 738 *Commodity prices, money and inflation*, di F. Browne e D. Cronin, marzo 2007.
- 739 *Exchange rate pass-through in emerging markets*, di M. Ca'Zorzi, E. Hahn e M. Sánchez, marzo 2007.
- 740 *Transition economy convergence in a two-country model: implications for monetary integration*, di J. Brůha e J. Podpiera, marzo 2007.
- 741 *Sectoral money demand models for the euro area based on a common set of determinants*, di J. von Landesberger, marzo 2007.
- 742 *The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: similarities and differences*, di D. Gerdesmeier, F. P. Mongelli e B. Roffia, marzo 2007.
- 743 *Credit market and macroeconomic volatility*, di C. Mendicino, marzo 2007.
- 744 *International financial linkages of Latin American banks: the effects of political risk and deposit dollarisation*, di F. Ramon-Ballester e T. Wezel, marzo 2007.

#### **ALTRE PUBBLICAZIONI**

- Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables*, gennaio 2006 (disponibile solo online).
- Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling*, gennaio 2006 (disponibile solo online).
- Euro Money Market Survey 2005*, gennaio 2006.
- Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, febbraio 2006.
- Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report)*, febbraio 2006 (disponibile online; copie cartacee solo in inglese).
- Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet*, febbraio 2006 (disponibile online).
- Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment*, febbraio 2006 (disponibile solo online).
- National implementation of Regulation ECB/2001/13*, febbraio 2006 (disponibile solo online).
- Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)*, marzo 2006.
- ECB statistics: an overview*, aprile 2006.
- TARGET Annual Report 2005*, maggio 2006.
- Financial Stability Review*, maggio 2006.
- Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)*, giugno 2006 (disponibile solo online).
- Communication on TARGET2*, luglio 2006 (disponibile solo online).
- Government Finance Statistics Guide*, agosto 2006.
- Implementation of banknote recycling framework*, agosto 2006.
- L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, settembre 2006.

*Differences in MFI interest rates across euro area countries*, settembre 2006.  
*Indicators of financial integration in the euro area*, settembre 2006.  
*Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries*, ottobre 2006 (disponibile solo online).  
*EU banking structures*, ottobre 2006.  
*EU banking sector stability*, novembre 2006.  
*The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics*, novembre 2006.  
*Third progress report on TARGET2*, novembre 2006 (disponibile solo online).  
*The Eurosystem's view of a 'SEPA for cards'*, novembre 2006 (disponibile solo online).  
*Financial Stability Review*, dicembre 2006.  
*The European Central Bank - History, role and functions*, seconda edizione rivista, dicembre 2006.  
*Assessment of accounting standards from a financial stability perspective*, dicembre 2006 (solo online).  
*Research Bulletin No. 5*, dicembre 2006.  
*Extension of the transmission period laid down in the ECB Banknote Recycling Framework for six euro area countries*, dicembre 2006.  
*Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2005 data (Blue Book)*, dicembre 2006.  
*Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem Credit Assessment Framework*, dicembre 2006 (solo online).  
*Correspondent central banking model (CCBM) - procedure for Eurosystem counterparties*, dicembre 2006 (solo online).  
*Government finance statistics guide*, gennaio 2007.  
*Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament*, gennaio 2007.  
*Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament*, gennaio 2007.  
*Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report*, febbraio 2007.  
*List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves*, febbraio 2007 (disponibile solo online).  
*Financial statistics for a global economy - Proceedings of the 3rd ECB Conference on statistics*, febbraio 2007.  
*Euro Money Market Study 2006*, febbraio 2007 (disponibile solo online).  
*Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament*, febbraio 2007.  
*Monetary financial institutions and markets statistics sector manual*, marzo 2007.  
*Financial Integration in Europe*, marzo 2007.  
*TARGET2-Securities – The blueprint*, marzo 2007 (disponibile solo online).  
*TARGET2-Securities – Technical feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).  
*TARGET2-Securities – Operational feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).  
*TARGET2-Securities – Legal feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).  
*TARGET2-Securities – Economic feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).

#### **OPUSCOLI INFORMATIVI**

*The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks*, maggio 2006.  
*TARGET2 – Securities brochure*, settembre 2006.  
*The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market*, novembre 2006.





## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [*other investment*]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [*general government*]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [*euro area*]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

**Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [*equities*]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]:** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [*write-off*]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conto capitale [capital account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [current account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conto finanziario [financial account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva fra residenti e non residenti.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli e detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [yield curve]:** rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]:** i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei più ampi conti finanziari annuali.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt (general government)]:** il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

**Deflazione [deflation]:** calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]:** categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]:** l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]:** misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]:** tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

**Eurosistema [*Eurosystem*]:** il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

**Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]:** assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

**Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]:** fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

**Forze di lavoro [*labour force*]:** il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]:** istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

**Impieghi disponibili [*job vacancies*]:** termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

**Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]:** indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

**Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]:** indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

**Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]:** indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività in attesa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi BCE.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

**Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

**Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]:** misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

**Inflazione [*inflation*]:** aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]:** transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro (“investimenti diretti all'estero”) e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (“investimenti diretti nell'area dell'euro”).

**M1:** aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2:** aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

**M3:** aggregato monetario ampio che ci compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (*exchange rate mechanism II*)]:** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM BCE.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

**Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere da una BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight a fronte di attività idonee.

**Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (p.p.p.)*]:** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [gross domestic product (GDP)]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [labour productivity]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [industrial production]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit-debt adjustment (general government)]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche BCE.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [debt-to-GDP ratio (general government)]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [deficit ratio (general government)]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato [compensation per employee]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati.

**Riserva obbligatoria [reserve requirement]:** ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

**Riserve ufficiali [international reserves]:** attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Stabilità dei prezzi [price stability]:** il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore

al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF):** indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione [*write-down*]:** correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]:** medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-24 (comprendente i 14 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e i 10 principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-44 (composto dal TCE-24 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

**Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]:** i tassi di interesse praticati 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.

**Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]:** limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

**Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]:** titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

**Titolo di debito [*debt security*]:** promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

**Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]:** tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

**Volatilità implicita [*implied volatility*]:** la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.