



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

**05 | 2007**

06 | 2007

07 | 2007

08 | 2007

09 | 2007

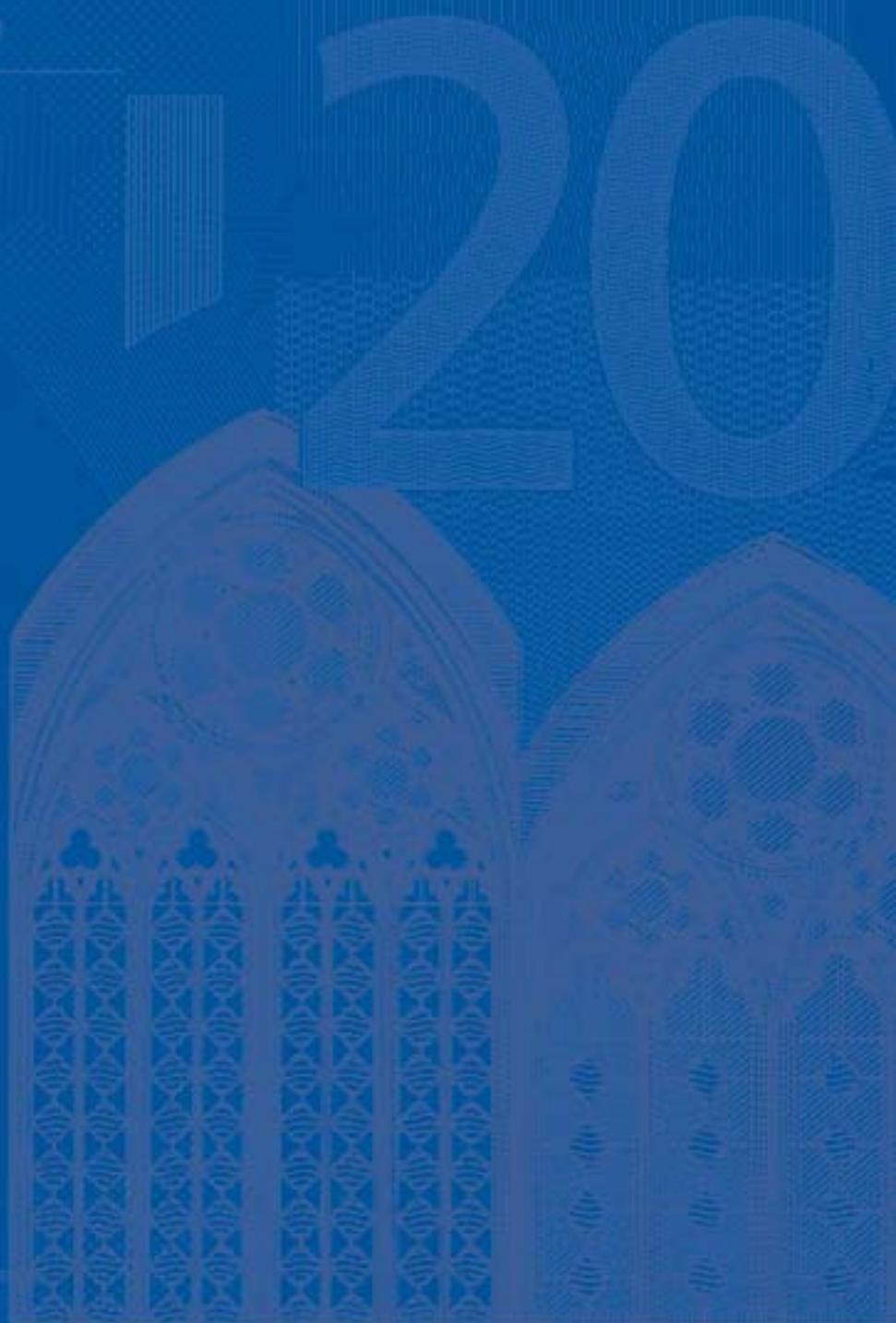
10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007

**BOLLETTINO MENSILE  
MAGGIO**

IE ECB EZB EKT EKP





BANCA CENTRALE EUROPEA  
EUROSISTEMA



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



## BOLLETTINO MENSILE MAGGIO 2007

© Banca Centrale Europea, 2007

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main - Germany

**Indirizzo postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main - Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

<http://www.ecb.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'8 maggio 2007.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



## INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>	<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>		<b>ALLEGATI</b>	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	14	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2006	V
Prezzi e costi	39	Glossario	XI
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	53		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	58		
<b>Riquadri:</b>			
1 Risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro	17		
2 La scomposizione settoriale dei titoli del settore privato detenuti dalle istituzioni finanziarie monetarie	23		
3 La domanda di obbligazioni da parte degli investitori istituzionali e andamento dei rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro	31		
4 Misurazione e valutazione dell'impatto dei prezzi amministrati sull'inflazione misurata sullo IAPC	40		
5 Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro	46		
6 I risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE per il secondo trimestre del 2007	49		
<b>ARTICOLI:</b>			
Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro	65		
Concorrenza e <i>performance</i> economica del settore dei servizi nell'area dell'euro	77		
Determinanti della crescita negli stati membri dell'UE in Europa centrale e orientale	93		
Operazioni di riacquisto di azioni proprie nell'area dell'euro	107		

## 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 10 maggio 2007, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione del Consiglio direttivo del 12 aprile hanno ulteriormente confortato le motivazioni alla base della decisione di innalzare i tassi di interesse assunta nella riunione dell'8 marzo. È essenziale vigilare con molta attenzione per evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Ciò, a sua volta, concorrerà ad assicurare che le aspettative d'inflazione di medio-lungo periodo nell'area dell'euro restino saldamente ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. L'ancoraggio delle aspettative 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 connotarsi come accomodante, considerando i livelli contenuti dei suoi tassi d'interesse di riferimento, la forte espansione di moneta e credito e le condizioni di liquidità abbondante nell'area dell'euro 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 riguarda innanzitutto l'analisi economica, i più recenti indicatori e i risultati delle ultime indagini congiunturali confermano che l'espansione dell'attività economica è proseguita nel primo trimestre del 2007 e continua a essere solida e generalizzata. Guardando al futuro, le prospettive di crescita a medio termine permangono favorevoli nell'area dell'euro. Vi sono le condizioni affinché l'espansione in atto proceda a ritmi sostenuti. La crescita dell'economia è divenuta più equilibrata fra le regioni del mondo e, malgrado una certa moderazione negli ultimi trimestri, resta vigorosa. Le condizioni esterne seguitano, dunque, a sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. La domanda interna dell'area dovrebbe altresì preservare il suo slancio. Gli investimenti dovrebbero continuare

a essere dinamici, beneficiando di un prolungato periodo caratterizzato da condizioni di finanziamento favorevoli, ristrutturazione dei bilanci, utili societari elevati e guadagni di efficienza delle imprese. Anche i consumi dovrebbero rafforzarsi ulteriormente nel corso del 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.

I rischi per questo favorevole scenario di crescita sono sostanzialmente bilanciati nel breve periodo. Su orizzonti più lunghi restano complessivamente orientati verso il basso, essendo connessi soprattutto a fattori esterni, quali i timori di un intensificarsi delle pressioni protezionistiche, la possibilità di ulteriori rincari del petrolio e la preoccupazione circa eventuali turbolenze connesse agli squilibri mondiali.

Per quanto concerne i prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per aprile un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC dell'1,8 per cento, a fronte dell'1,9 di marzo. Nei prossimi mesi, in assenza di ulteriori rincari del petrolio, la volatilità dei corsi dell'energia osservata nel 2006 darà luogo a significativi effetti base, che influenzeranno fortemente il profilo dei tassi di inflazione sui dodici mesi. Tenuto conto dell'attuale livello delle quotazioni del greggio e dei relativi contratti *future*, l'inflazione dovrebbe registrare un certo calo nei mesi a venire, per poi riprendere a salire verso la fine dell'anno e oscillare intorno al 2 per cento.

Nell'orizzonte di medio periodo rilevante ai fini della politica monetaria le prospettive per l'andamento dei prezzi rimangono soggette a rischi al rialzo, connessi segnatamente al crescente grado di utilizzo della capacità produttiva nell'economia dell'area dell'euro, nonché alla possibilità di nuovi rincari del petrolio e di ulteriori incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette oltre a quelli annunciati e decisi finora. In misura più rilevante, una dinamica dei salari più accentuata rispetto alle attese correnti potrebbe comportare significativi rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, considerato an-

che lo slancio favorevole dei mercati del lavoro negli ultimi trimestri. Il Consiglio direttivo segue con particolare attenzione le trattative salariali nei paesi dell'area dell'euro. È di cruciale importanza che le parti sociali mostrino senso di responsabilità, continuando a evitare dinamiche salariali che finiscano per generare pressioni inflazionistiche ed effetti negativi sul potere d'acquisto di tutti i cittadini dell'area dell'euro. In tale contesto, è altresì importante rilevare che gli accordi salariali dovrebbero essere sufficientemente differenziati e tenere conto delle posizioni in termini di competitività di prezzo, del livello di disoccupazione tuttora elevato in numerose economie nonché dell'andamento della produttività dei diversi settori.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. L'espansione monetaria di fondo resta vigorosa, in un contesto già caratterizzato da liquidità abbondante. Il protrarsi della forte crescita della moneta trova riscontro nell'accelerazione di M3, che a marzo ha raggiunto un tasso di incremento del 10,9 per cento sui dodici mesi, nonché nei ritmi di espansione del credito persistentemente elevati. Tale evoluzione della moneta e del credito è in parte riconducibile al livello contenuto dei tassi di interesse e alla crescita economica sostenuta. L'andamento del credito e della moneta nel breve periodo può essere anche influenzato dal profilo della curva dei rendimenti e da fattori esterni, nonché essere soggetto a un certo grado di volatilità. Indipendentemente da questi aspetti transitori vi sono, comunque, diverse indicazioni del fatto che l'aumento dei tassi di interesse a breve termine influisce sulla dinamica monetaria, pur non avendone finora significativamente attenuato il vigore complessivo. Gli incrementi dei tassi a breve termine hanno, ad esempio, comportato un rallentamento dell'aggregato ristretto M1 negli ultimi trimestri, ma la sua espansione sui dodici mesi rimane sostenuta. Allo stesso modo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato mostra segnali di stabilizzazione dalla metà del 2006, pur continuando a registrare valori a due cifre.

Nel complesso, tenuto conto sia dei fattori a breve termine sia della perdurante vigorosa espansione di fondo della moneta e del credito, vi sono chiare indicazioni di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Di fatto, dopo diversi anni di forte crescita della moneta, la liquidità nell'area dell'euro è abbondante secondo tutte le misure plausibili. In questo contesto, gli andamenti monetari continuano a richiedere un'osservazione molto attenta, soprattutto alla luce della crescita sostenuta dell'attività economica e della dinamica ancora vivace dei mercati immobiliari.

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 accentuata 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 seguirà quindi a vigilare con molta attenzione per 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 su 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 riguarda le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo accoglie con soddisfazione il recente impegno assunto dai ministri finanziari dei paesi dell'area dell'euro, riuniti il 20 aprile a Berlino in sede di Eurogruppo, di sfruttare appieno l'attuale fase di crescita economica e le entrate fiscali superiori alle attese per portare

avanti politiche di bilancio equilibrate evitando di seguire un orientamento prociclico, in linea con le disposizioni del Patto di stabilità e crescita. Il Consiglio direttivo ritiene che a tal fine occorra attuare con rigore i bilanci previsti per il 2007, evitare sconfinamenti della spesa e destinare per intero le entrate aggiuntive impreviste alla riduzione del disavanzo e del debito. Per il 2008 ci si attende che i paesi con squilibri di bilancio residui perseguano obiettivi di bilancio più ambiziosi rispetto ai programmi. In tal modo, tutti i paesi dell'area dell'euro dovrebbero raggiungere al più presto e comunque entro il 2010 l'obiettivo a medio termine di una solida posizione di bilancio. Ogni paese dovrebbe, inoltre, evitare di condurre politiche di bilancio che alimentino squilibri macroeconomici. Ciò consentirebbe agli Stati partecipanti all'area dell'euro di prepararsi ad affrontare condizioni economiche meno favorevoli.

Come ribadito a più riprese, il Consiglio direttivo sostiene appieno le riforme strutturali tese a rafforzare la concorrenza, innalzare la produttività e promuovere la flessibilità del sistema economico, stimolando la crescita potenziale del PIL in termini reali e l'occupazione. L'espansione della produttività consente anche l'incremento dei salari reali senza generare un impatto negativo sull'occupazione, sostenendo di conseguenza l'aumento dei redditi delle forze di lavoro nell'area dell'euro. Negli ultimi anni la crescita media dei salari nell'insieme dell'area è

stata piuttosto moderata, fornendo un contributo essenziale alla creazione di posti di lavoro e alla riduzione della disoccupazione. È importante che proceda questa evoluzione favorevole della situazione dei mercati del lavoro, concorrendo a una ripresa prolungata e sostenuta. A tale proposito, è necessaria una sufficiente differenziazione delle retribuzioni al fine di migliorare le opportunità di impiego per i lavoratori meno qualificati nonché in settori e in regioni ad alta disoccupazione. Inoltre, la rimozione degli ostacoli alla mobilità del lavoro aiuterebbe ad affrontare gli squilibri nei mercati del lavoro a livello locale e ad accrescere la flessibilità delle economie dell'area dell'euro nell'aggiustamento agli shock. L'area potrebbe trarre importanti benefici dal perseguimento di tali politiche, in termini di dinamismo economico, creazione di posti di lavoro, minore disoccupazione e aumento del reddito *pro capite*.

Questo numero del Bollettino contiene quattro articoli. Il primo esamina l'evoluzione dell'inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro; il secondo analizza il grado di concorrenza nel settore dei servizi dell'area dell'euro e i relativi effetti sulla produttività del lavoro e l'andamento dei prezzi; il terzo passa in rassegna le principali determinanti della crescita negli Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale; il quarto presenta, infine, un impianto teorico e l'evidenza disponibile sul riacquisto di azioni da parte delle società nell'area dell'euro.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

La crescita dell'economia mondiale resta nell'insieme relativamente robusta, benché in lieve moderazione. Gli andamenti dei prezzi a livello internazionale continuano a risentire delle variazioni nei corsi dei beni energetici. I rischi per le prospettive economiche mondiali sono connessi a un aumento delle spinte protezionistiche, a possibili nuovi rialzi delle quotazioni petrolifere nonché ai timori in merito a un disordinato riassorbimento degli squilibri internazionali.

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

Sebbene in lieve moderazione, l'economia mondiale rimane nell'insieme relativamente vigorosa. L'attività industriale ha continuato a espandersi a ritmi piuttosto sostenuti nei paesi dell'OCSE (esclusa l'area dell'euro) agli inizi dell'anno. I risultati delle indagini recenti segnalano inoltre un lieve rafforzamento del settore manifatturiero. Il settore dei servizi, dopo aver evidenziato alcuni segnali di indebolimento nel primo trimestre, sembra aver ripreso slancio in aprile.

Gli andamenti dei prezzi a livello internazionale risentono ancora delle variazioni nei corsi dei beni energetici. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione al consumo complessiva è salita in marzo, mentre il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto su livelli relativamente moderati. I risultati delle indagini sui prezzi degli input segnalano qualche ulteriore aumento delle pressioni dal lato dei costi.

#### STATI UNITI

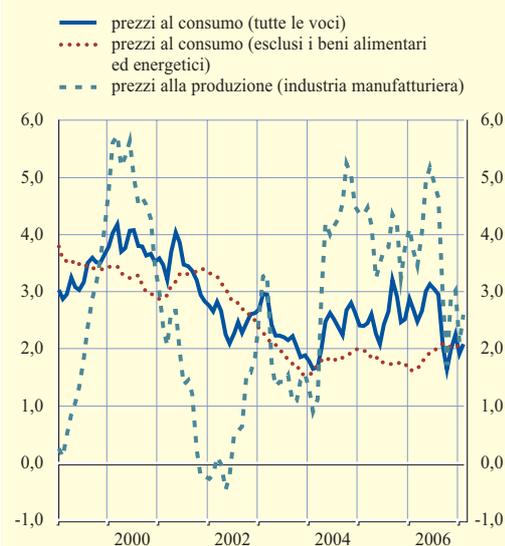
Negli Stati Uniti le stime preliminari indicano un calo del PIL in termini reali nel primo trimestre (all'1,3 per cento sul periodo precedente, in ragione d'anno). Ciò ha riflesso il contributo fortemente negativo dell'interscambio commerciale netto e una spesa inferiore da parte del governo federale. Anche gli investimenti in edilizia residenziale hanno continuato a esercitare un notevole impatto frenante sulla crescita economica (scendendo del 17 per cento sul periodo precedente, in ragione d'anno). Nel contempo i consumi continuano a mostrare una buona tenuta (+3,8 per cento sul periodo precedente, in ragione d'anno).

Per quanto concerne i prezzi, negli ultimi mesi le spinte inflazionistiche si sono lievemente intensificate, soprattutto a causa dei rincari dei beni energetici e di quelli alimentari. Di conseguenza, in marzo l'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è stata pari al 2,8 per cento, mentre il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici si è collocato su un livello inferiore (2,5 per cento).

Il 9 maggio il Federal Open Market Committee ha deciso per la settima volta consecutiva di mantenere invariato al 5,25 per cento il tasso obiettivo sui *federal funds*.

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

## GIAPPONE

In Giappone è proseguita la ripresa costante dell'economia, mentre l'inflazione è rimasta contenuta. La crescita è stata sorretta dal vigore delle esportazioni e dalla tenuta della domanda interna, che ha tratto particolare sostegno dagli investimenti delle imprese. L'indagine Tankan della Banca del Giappone pubblicata in marzo mostra che il clima di fiducia resta favorevole, nonostante un lieve peggioramento tra le grandi imprese manifatturiere. Nel settore non manifatturiero, le aziende di grandi dimensioni continuano a segnalare condizioni di mercato positive. Le imprese giapponesi hanno rivisto al rialzo le vendite e gli utili riferiti all'esercizio finanziario 2006 (conclusosi nel marzo 2007). Nell'insieme, l'ultima indagine Tankan segnala prospettive favorevoli per l'economia nipponica sul breve periodo.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione è rimasta modesta. Negli ultimi mesi il tasso misurato sull'indice dei prezzi al consumo è diminuito, riflettendo in parte il contributo negativo delle componenti petrolifere. Di conseguenza, in febbraio la variazione dell'IPC sui dodici mesi è tornata negativa per la prima volta dall'aprile 2006. In marzo l'IPC complessivo e quello calcolato al netto degli alimentari freschi sono scesi rispettivamente dello 0,1 e 0,3 per cento sui dodici mesi, dopo essersi ridotti dello 0,2 e 0,1 per cento nel mese precedente.

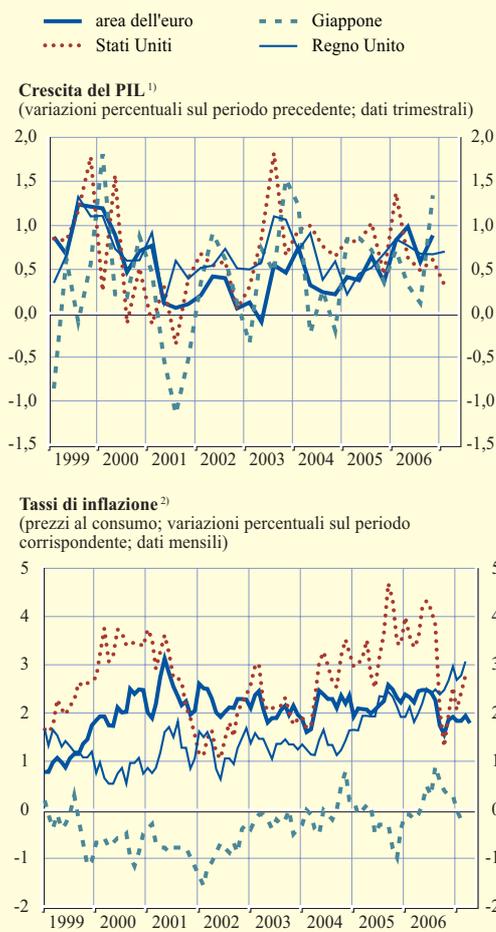
Nella riunione del 27 aprile la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,50 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

## REGNO UNITO

Nel Regno Unito la stima preliminare indica una crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente pari allo 0,7 per cento nel primo trimestre, invariata rispetto ai due trimestri precedenti. Benché non siano ancora disponibili le componenti di spesa del PIL, il tasso di incremento delle vendite al dettaglio (0,4 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre) segnala una lieve moderazione della dinamica dei consumi rispetto agli ultimi tre mesi dello scorso anno. Per contro, i risultati delle indagini evidenziano intenzioni di investimento persistentemente elevate e una crescita sostenuta delle esportazioni.

In marzo il tasso di crescita sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è salito al 3,1 per cento, trainato da un'ampia gamma di beni e servizi. Negli ultimi mesi l'incremento

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.

delle retribuzioni medie è stato modesto se calcolato al netto delle gratifiche, mentre è lievemente aumentato nei tre mesi fino a febbraio una volta tenuto conto di queste ultime.

Il 10 maggio il *Monetary Policy Committee* della Bank of England ha deciso di aumentare di 25 punti base al 5,5 per cento il tasso ufficiale sulle riserve delle banche commerciali.

### 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 marzo gli andamenti dell'inflazione sono stati diversi nei vari paesi.

In Danimarca e in Svezia l'espansione del PIL in termini reali sul periodo precedente si è lievemente intensificata nel quarto trimestre. In entrambe le economie l'attività è stata trainata principalmente dalla domanda interna. A marzo l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta pari all'1,9 per cento in Danimarca ed è lievemente diminuita, 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 riconducibile principalmente alle esportazioni nette. A marzo 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 invece collocata su livelli più elevati (9,0 e 3,7 per cento, rispettivamente). Nel caso dell'Ungheria, il livello attualmente elevato dell'inflazione è principalmente ascrivibile agli effetti del pacchetto di risanamento delle finanze pubbliche.

### PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia, e in particolare nelle principali economie della regione, l'economia ha continuato a crescere a un ritmo sostenuto. A marzo diversi paesi hanno registrato un ulteriore aumento dell'inflazione misurata sull'IPC, benché le spinte inflazionistiche siano rimaste nell'insieme moderate in tutta la regione.

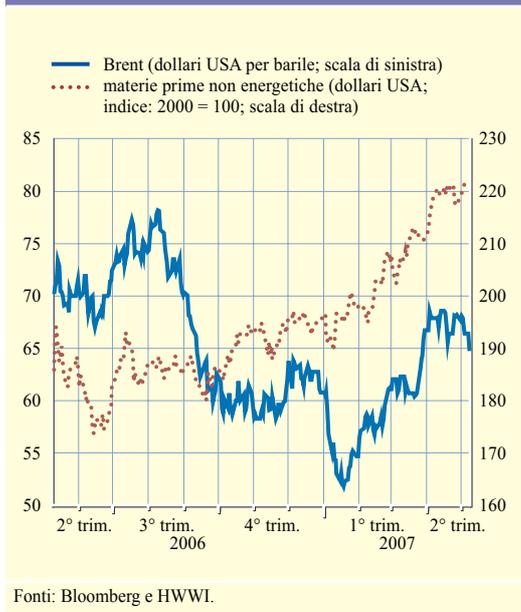
In Cina nel primo trimestre la crescita del PIL è salita all'11,1 per cento (in ragione d'anno), dal 10,4 del trimestre precedente. Gli indicatori congiunturali dell'attività economica segnalano che la forte espansione dell'intercambio commerciale netto e degli investimenti ha costituito il principale fattore alla base dell'accelerazione del prodotto nel primo trimestre. Nonostante una lieve moderazione delle esportazioni in marzo, l'avanzo commerciale ha continuato ad ampliarsi e nel primo trimestre è salito a un livello cumulato di 47 miliardi di dollari statunitensi, quasi doppio rispetto al periodo corrispondente del 2006. Al vigore dell'attività si è accompagnata un'intensificazione delle spinte inflazionistiche. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 3,3 per cento in marzo, dal 2,7 di febbraio, in parte a causa dalla componente volatile dell'indice rappresentata dai prodotti alimentari. Reagendo esplicitamente all'accelerazione dell'attività economica e all'eccesso di liquidità, in aprile la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha aumentato due volte il coefficiente di riserva, per un totale di 100 punti base, portandolo all'11 per cento dopo l'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento deciso in marzo.

### AMERICA LATINA

In America latina la crescita è rimasta sostenuta, pur continuando a evidenziare alcune differenze tra le varie economie. Per quanto concerne il Brasile, l'incremento del PIL in termini reali nel

quarto trimestre del 2006 è stato rivisto al rialzo (al 4,7 per cento, contro una stima iniziale del 3,8). In marzo la produzione industriale è aumentata del 3,9 per cento sui dodici mesi. Il 18 aprile la banca centrale ha ridotto per la quindicesima volta consecutiva il proprio tasso di interesse di riferimento di 25 punti base, al 12,5 per cento. Con riferimento all'Argentina, in marzo la produzione industriale è cresciuta del 7 per cento sui dodici mesi. In aprile le spinte inflazionistiche sono rimaste sostenute, all'8,9 per cento sui dodici mesi. In Messico la produzione industriale si è mantenuta invariata in febbraio dopo due mesi di debole espansione. Ciò potrebbe segnalare un incipiente rallentamento dell'attività economica. In aprile l'inflazione sui dodici mesi è stata pari al 4,0 per cento. In questo contesto, il 27 aprile il Banco de México ha innalzato il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base (al 7,25 per cento).

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



## 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Dopo essere aumentati verso la fine di marzo, in aprile i corsi petroliferi sono stati piuttosto variabili pur mantenendosi su livelli elevati. L'8 maggio il greggio di qualità Brent era quotato a 64,7 dollari al barile, circa il 7 per cento in più rispetto agli inizi dell'anno. Le condizioni tese sul mercato delle benzine hanno continuato a rappresentare uno dei principali fattori alla base degli andamenti delle quotazioni petrolifere. Il pesante ricorso alle scorte statunitensi di benzine e le interruzioni non programmate della fornitura elettrica hanno intensificato le spinte al rialzo sui prezzi per l'emergere di preoccupazioni in merito all'adeguatezza dell'offerta in vista dei picchi di domanda durante l'estate. Sullo sfondo delle condizioni tese dei fondamentali di mercato, il contesto geopolitico e i conseguenti timori circa la sicurezza degli approvvigionamenti hanno continuato a costituire un importante elemento di spinta dei corsi petroliferi. È probabile che il margine ancora limitato di capacità inutilizzata lungo la catena di fornitura petrolifera, il nuovo vigore della crescita della domanda e il contesto geopolitico mantengano le quotazioni petrolifere elevate e anche volatili nel breve periodo. Permane un considerevole grado di incertezza sui prezzi del petrolio. Gli operatori si attendono, al momento, che restino su livelli elevati anche nel medio periodo: i contratti *future* sul petrolio con scadenza nel dicembre 2009, infatti, sono attualmente scambiati a 68,8 dollari statunitensi.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati notevolmente negli ultimi mesi, raggiungendo un ulteriore massimo in maggio. Il recente incremento è riconducibile soprattutto alle materie prime industriali, nel contesto di un rincaro dei metalli e delle materie prime agricole. Allo stesso tempo i corsi dei prodotti alimentari si sono lievemente indeboliti su base mensile, per il calo dei prezzi dei semi oleosi, degli oli e dei cereali. In aprile l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche risultava superiore di circa il 27 per cento rispetto al livello di un anno prima.

### I.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Nonostante una lieve moderazione del ritmo di crescita in vari paesi, le prospettive per il contesto esterno e quindi per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro rimangono favorevoli. A marzo il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito (IAC) dell'OCSE ha continuato a evidenziare un andamento calante in gran parte delle economie avanzate. Nel contempo i corrispondenti indicatori per le grandi economie emergenti segnalano una robusta espansione in Cina e una crescita costante in India e Brasile.

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

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

*Il vigore della dinamica monetaria di fondo è rispecchiato dal sostenuto tasso di variazione sui dodici mesi di M3, salito ulteriormente in marzo al 10,9 per cento. Sebbene l'espansione del credito abbia continuato ad essere all'origine del robusto ritmo di crescita della moneta, la stabilizzazione del tasso di incremento dei prestiti al settore privato fa ritenere che i rialzi dei tassi di interesse di riferimento della BCE abbiano influenzato gli andamenti monetari. Al contempo forti afflussi di capitale nell'area dell'euro spiegano gran parte dell'ulteriore rafforzamento delle dinamiche di M3. La robusta crescita della moneta va pertanto valutata con cautela nel quadro dell'attuale evoluzione dei mercati finanziari mondiali e dell'assenza di inclinazione della curva dei rendimenti nell'area dell'euro. Nel complesso, date le condizioni di liquidità già abbondante, il vigore dell'espansione monetaria di fondo segnala rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo, soprattutto in un contesto di miglioramento dell'attività economica.*

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

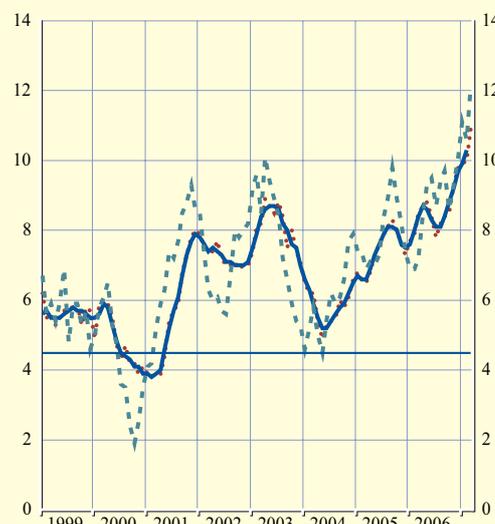
In marzo il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 ha segnato un ulteriore forte aumento, al 10,9 per cento dal 10,0 di febbraio. L'andamento è ascrivibile a un incremento sul mese precedente molto elevato in marzo, osservabile anche nell'ulteriore aumento del tasso di variazione sui sei mesi espresso in ragione d'anno. L'insieme di queste misure indica che in marzo M3 ha raggiunto i ritmi di espansione più sostenuti dall'inizio della Terza fase dell'UEM (cfr. figura 4).

I dati più recenti su moneta e credito confermano le valutazioni degli ultimi mesi secondo cui la graduale rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria in atto da dicembre 2005 ha avuto un impatto sugli andamenti monetari. Dal lato delle componenti, i più elevati tassi di riferimento della BCE hanno inciso sulla composizione della crescita di M3. Ciò è riscontrabile nel tasso di crescita di M1, risultato relativamente moderato per via dell'effetto frenante del maggiore costo opportunità di detenere strumenti compresi nell'aggregato. Allo stesso tempo l'inclinazione nulla della curva dei rendimenti connessa ai recenti aumenti dei tassi di interesse a breve ha accresciuto l'attrattiva delle attività monetarie liquide incluse in M3 (ma non in M1) rispetto a quelle finanziarie a più lungo termine non comprese in M3, come evidenziato dalla rapida espansione degli strumenti a breve non inclusi in M1. Dal lato delle contropartite, l'impatto del rialzo dei tassi di interesse si è manifestato nell'andamento del tasso di incremento dei prestiti al settore privato dell'area dell'euro che, pur restando sostenuto, ha mostrato una stabilizzazione dalla seconda metà del 2006.

**Figura 4 Crescita di M3 e valore di riferimento**

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

- M3 (media mobile centrata a tre termini del tasso di crescita sui dodici mesi)
- ... M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
- - - M3 (tasso di crescita semestrale annualizzato)
- valore di riferimento (4<sup>1/2</sup> per cento)



Fonte: BCE.

L'elevato tasso di crescita di M3 è ascrivibile al perdurante vigore dell'indebitamento del settore privato, ma il rafforzamento della dinamica monetaria negli ultimi mesi è da ricondurre all'aumento della posizione netta sull'estero delle IFM, e va pertanto considerato alla luce degli andamenti sui mercati finanziari internazionali. A riguardo, è probabile che i forti afflussi di capitale nell'area dell'euro riflettano la relativa appetibilità presentata attualmente dalle attività dell'area per gli investitori esteri.

Nella prospettiva di medio-lungo periodo idonea alla valutazione delle tendenze di crescita della moneta e del credito, i dati più recenti continuano a mostrare una forte espansione di entrambi questi aggregati. Il vigore della dinamica monetaria di fondo è riflesso dalla robusta crescita di M3. In un contesto di liquidità già abbondante, gli andamenti monetari di fondo segnalano rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine, soprattutto in presenza di un rafforzamento dell'attività economica. Tuttavia, considerati gli andamenti attuali sui mercati finanziari globali e l'inclinazione nulla della curva dei rendimenti nell'area dell'euro, il vigore della dinamica monetaria va valutato con cautela.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In marzo il tasso di incremento sui dodici mesi di M1 è aumentato lievemente, al 7,0 per cento dal 6,6 di febbraio, di riflesso a una ripresa della crescita sia del circolante, sia dei depositi *overnight* (cfr. tavola 1).

Il tasso di espansione dei depositi a breve diversi da quelli *overnight* è salito in marzo al 12,6 per cento dall'11,6 di febbraio; l'andamento ha riflesso una ripresa della crescita dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), mentre si è ulteriormente intensificato il tasso di decremento dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi). La relativa appetibilità dei depositi a termine a breve scadenza potrebbe essere dovuta alla loro remunerazione, che ha seguito sostanzialmente il rialzo dei tassi di mercato

**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 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 feb.	2007 mar.
<b>M1</b>	<b>46,8</b>	<b>9,8</b>	<b>7,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>
Banconote e monete in circolazione	7,4	11,9	11,4	11,1	10,5	10,2	10,5
Depositi <i>overnight</i>	39,4	9,5	7,0	6,0	6,1	6,0	6,3
<b>M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)</b>	<b>38,3</b>	<b>8,5</b>	<b>9,5</b>	<b>11,1</b>	<b>11,9</b>	<b>11,6</b>	<b>12,6</b>
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	19,1	15,3	19,7	25,2	29,5	29,4	32,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	19,2	3,8	2,4	1,1	-0,8	-1,4	-1,8
<b>M2</b>	<b>85,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,4</b>	<b>8,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,4</b>
<b>M3 - M2 (= strumenti negoziabili)</b>	<b>14,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>11,3</b>	<b>16,8</b>	<b>18,0</b>	<b>19,8</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>9,0</b>	<b>10,1</b>	<b>10,0</b>	<b>10,9</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>9,5</b>	<b>9,2</b>	<b>8,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	<b>7,7</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		1,0	-0,9	-3,1	-4,5	-4,1	-4,9
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		0,3	-0,6	-0,3	-1,3	-0,8	-1,4
Credito al settore privato		11,8	11,9	11,9	11,1	10,8	10,8
Prestiti al settore privato		11,2	11,2	11,1	10,5	10,3	10,5
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>8,7</b>	<b>8,5</b>	<b>9,0</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>	<b>10,1</b>

Fonte: BCE.

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

a breve, aumentando sia rispetto a quella dei depositi *overnight*, sia a quella dei depositi a risparmio a breve termine.

È probabile che l'attuale inclinazione nulla della curva dei rendimenti abbia generalmente accresciuto l'attrattiva delle attività monetarie liquide comprese in M3 (ma non in M1) rispetto a quella degli strumenti finanziari a più lungo termine. Ciò risulta particolarmente evidente nell'ulteriore forte incremento del tasso di crescita degli strumenti negoziabili inclusi in M3, salito in marzo al 19,8 per cento dal 18,0 di febbraio. L'andamento è in gran parte riconducibile alla domanda di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, che possono risultare interessanti per gli investitori istituzionali dal momento che i fondi con i rendimenti più elevati risultano più remunerativi del corrispondente tasso di interesse di riferimento sul mercato monetario. L'incremento sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine è rimasto molto elevato in marzo. La dinamica sostenuta di questa componente potrebbe ricollegarsi all'aumento dei tassi di riferimento della BCE da dicembre 2005, giacché i titoli di debito a breve termine a tasso variabile permettono agli investitori di beneficiare degli aumenti dei tassi di interesse che sopraggiungono prima della scadenza del titolo.

In marzo si è registrata una forte accelerazione 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. All'andamento hanno contribuito tutti i settori detentori di moneta. Di particolare rilievo è stato l'aumento del tasso di variazione delle consistenze detenute sia da società non finanziarie sia da intermediari finanziari, ma anche quelle detenute dalle famiglie hanno ulteriormente accelerato, continuando a fornire il principale contributo al ritmo di espansione dei depositi di M3.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, l'elevato ritmo di crescita di M3 ha continuato ad essere in gran parte riconducibile alla dinamica dei prestiti al settore privato. In marzo il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è salito al 10,5 per cento dal 10,3 di febbraio. Il perdurare di una sostenuta domanda di prestiti rispecchia l'attuale vigore dell'attività economica e le condizioni di finanziamento generalmente favorevoli nell'area dell'euro.

L'aumento dei prestiti al settore privato in marzo è ascrivibile alla forte domanda proveniente dagli intermediari finanziari non monetari (diversi dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione). Per contro, il tasso di variazione dei prestiti al settore privato non finanziario è diminuito al 12,4 per cento dal 12,6 di febbraio, principalmente per effetto di una domanda meno forte di prestiti a più lungo termine. Questa recente moderazione della domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie è coerente con l'esperienza storica, la quale suggerisce che tale domanda reagisce ai rialzi dei tassi di interesse con un ritardo maggiore rispetto a quella delle famiglie.

Il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie è sceso al 7,9 per cento in marzo, dall'8,1 del mese precedente (cfr. tavola 2). La perdurante forte attività di prestito alle famiglie ha continuato a essere attribuibile principalmente all'indebitamento per l'acquisto di abitazioni, il cui tasso di variazione è diminuito all'8,9 per cento in marzo, proseguendo il calo costante degli ultimi dodici mesi, dal massimo del 12,1 per cento raggiunto a marzo del 2006. Questa tendenza discendente è coerente sia con la moderazione della crescita dei prezzi delle abitazioni e il rallentamento dell'attività sul mercato degli immobili residenziali osservati nel corso del 2006 in diversi paesi dell'area dell'euro, sia con l'aumento dei tassi ipotecari nell'area. Un calo della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è stato altresì rilevato dall'indagine sul credito bancario di aprile (cfr. riquadro 1). Il tasso di incremento del credito al consumo è salito al 7,3 per cento in marzo, dal 6,7 di febbraio.

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 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 feb.	2007 mar.
<b>Società non finanziarie</b>	41,9	11,0	11,9	13,0	12,8	12,6	12,4
Fino a 1 anno	29,6	8,4	9,2	10,3	9,5	9,1	9,3
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	18,7	15,8	19,0	20,5	19,9	19,6	18,6
Oltre 5 anni	51,7	11,0	11,2	12,0	12,4	12,3	12,0
<b>Famiglie <sup>2)</sup></b>	48,8	9,7	9,3	8,6	8,0	8,1	7,9
Credito al consumo <sup>3)</sup>	12,8	8,2	8,5	8,0	7,2	6,7	7,3
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	71,0	12,0	11,2	10,2	9,4	9,4	8,9
Altri prestiti	16,2	2,1	2,3	2,7	3,3	3,4	4,2
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	1,0	41,2	36,7	29,1	27,7	28,8	20,5
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	8,2	19,0	17,3	16,4	12,3	10,8	16,0

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.

## Riquadro 1

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

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema in aprile <sup>1)</sup>. Questa indagine include per la prima volta le risposte di banche site in Slovenia. Con riferimento al primo trimestre del 2007 le banche hanno segnalato un leggero allentamento netto dei criteri per la concessione di prestiti o di linee di credito a favore delle imprese <sup>2)</sup>. Questo andamento fa seguito a un periodo, protrattosi negli ultimi trimestri, di fondamentale stazionarietà o lieve allentamento dei criteri. Le banche hanno nel contempo indicato il perdurare di una domanda netta di prestiti alle imprese marcatamente positiva <sup>3)</sup>. Tale domanda è stata per lo più originata da fattori economici, in particolare il maggiore fabbisogno di finanziamento per investimenti fissi, aumento delle scorte e capitale circolante, nonché da fattori finanziari, riconducibili alla domanda di prestiti per finanziare operazioni di fusione e acquisizione. Stando alle attese, nel secondo trimestre la domanda netta di prestiti o di linee di credito alle imprese dovrebbe rimanere consistentemente positiva.

Per quanto riguarda la concessione di prestiti alle famiglie, le banche hanno segnalato nel primo trimestre un lieve allentamento dei criteri applicati ai mutui per l'acquisto di abitazioni, di portata sostanzialmente analoga a quello del trimestre precedente. All'allentamento dei criteri hanno

- 1) Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata l'11 maggio 2007 ed è disponibile in inglese sul sito Internet della BCE.
- 2) Il saldo percentuale netto riportato è stato -4 per cento. Il saldo percentuale netto fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un inasprimento dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo percentuale positivo indicherebbe che le banche hanno mostrato la tendenza a inasprire i criteri ("inasprimento netto"), mentre un negativo indicherebbe che le banche hanno mostrato la tendenza ad allentarli ("allentamento netto").
- 3) L'espressione "domanda netta" fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che hanno segnalato un aumento della domanda di prestiti e quella delle banche che ne segnalano una contrazione.

contribuito la pressione concorrenziale, mentre la percezione dei rischi legati alle prospettive del mercato degli immobili residenziali ha concorso in misura maggiore a un inasprimento netto rispetto al trimestre precedente. La domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è diminuita significativamente nel primo trimestre, in ragione del brusco deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali, e le banche non prevedono variazioni sostanziali per il secondo trimestre.

Come nel quarto trimestre del 2006, nel periodo in esame le banche hanno lievemente allentato in termini netti i criteri per la concessione di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie, per lo più a seguito della maggiore concorrenza delle banche e, in una certa misura, delle attese favorevoli sull'attività economica. La domanda netta di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti si è mantenuta positiva e dovrebbe restare molto positiva nel secondo trimestre.

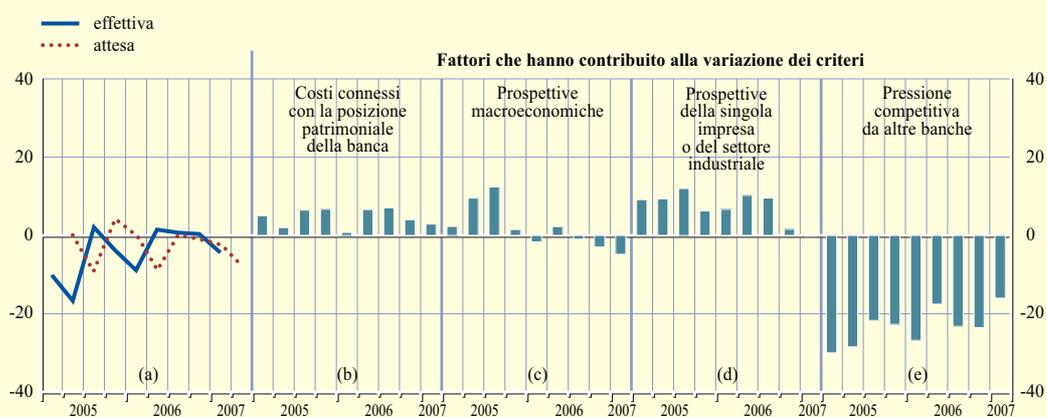
### Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

**Criteri per la concessione del credito.** Nel primo trimestre i criteri per la concessione di prestiti o di linee di credito alle imprese hanno registrato un leggero allentamento netto (cfr. figura A, riquadro a). Ciò fa seguito al periodo di fondamentale stazionarietà o lieve allentamento dei criteri che ha caratterizzato gli ultimi trimestri. Le banche hanno inoltre previsto un leggero allentamento netto nel trimestre successivo, soprattutto per i prestiti a breve termine.

All'allentamento netto dei criteri di concessione del credito ha continuato a contribuire in misura importante, ancorché minore rispetto ai trimestri precedenti, la concorrenza di altri istituti bancari (cfr. figura A, riquadro e), nonché, per la terza volta successiva, le attese più favorevoli sull'attività economica generale (cfr. figura A, riquadro c). Diversamente dagli anni precedenti, per la prima volta le prospettive settoriali o specifiche a singole imprese non hanno agito in direzione di un inasprimento netto (cfr. figura A, riquadro d).

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

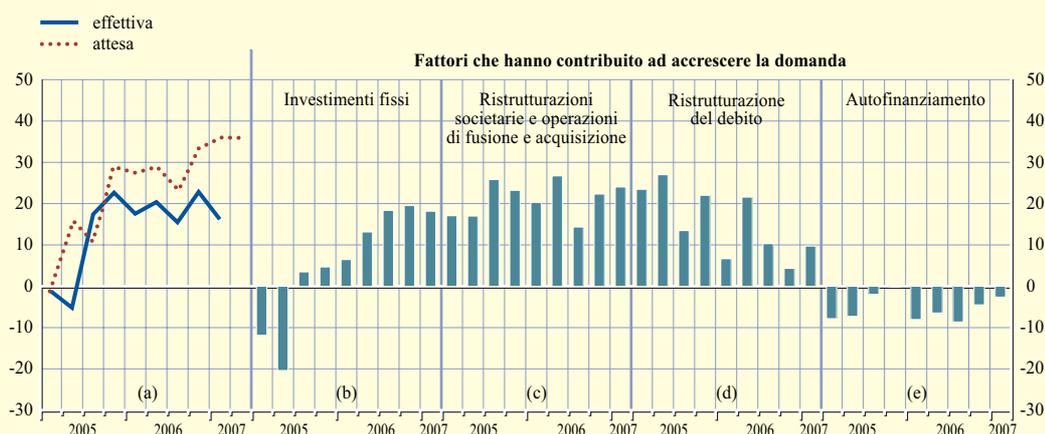
(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2007 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di aprile 2007.

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

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole incremento” e “hanno registrato un moderato incremento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato una moderata contrazione” e “hanno registrato una notevole contrazione”. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l’indagine è stata condotta. I valori “attesi” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2007 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di aprile 2007.

In termini di dimensioni dei prenditori, l’allentamento netto ha interessato soprattutto i criteri per la concessione di credito alle grandi imprese. I criteri applicati alle piccole e medie imprese sono rimasti sostanzialmente invariati nel primo trimestre del 2007, dopo aver registrato una serie di lievi inasprimenti netti nel 2006. A livello di scadenze, rispetto al trimestre precedente i criteri sono stati allentati maggiormente per i prestiti a lungo termine che per quelli a breve.

**Domanda di prestiti.** In linea con le sei indagini precedenti, nel primo trimestre la domanda netta di prestiti alle imprese è stata molto positiva, pur se in calo rispetto al periodo precedente (16 per cento in aprile contro il 23 di gennaio; cfr. figura B, riquadro a). Essa dovrebbe mantenersi molto positiva nel secondo trimestre. In termini di dimensioni dei prenditori, la maggiore domanda netta di prestiti ha continuato a provenire dalle piccole e medie imprese (16 per cento) anziché dalle grandi (12 per cento), sebbene il differenziale si sia ridotto rispetto ai trimestri precedenti. La domanda è stata positiva per tutte le scadenze, sebbene sia proseguita la tendenza calante di quelli a lungo termine.

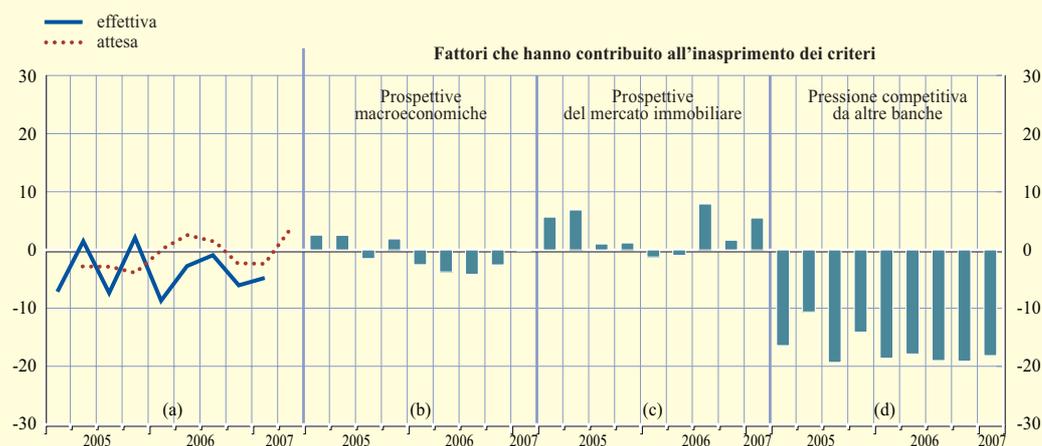
Stando agli istituti interpellati, i fattori alla base del perdurare di una domanda netta molto positiva hanno continuato a essere di natura sia finanziaria sia non finanziaria: tra questi, i fabbisogni per investimenti fissi, scorte e capitale circolante, attività di fusione e acquisizione e le operazioni di ristrutturazione societaria (cfr. figura B, riquadri da b a d). Il ricorso a fonti di finanziamento alternative di tipo interno (fornite dall’aumento degli utili) ha contribuito a moderare la domanda netta di prestiti, anche se meno che nell’indagine precedente (cfr. figura B, riquadro e).

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

**Criteri per la concessione del credito.** Nel primo trimestre le banche hanno segnalato un lieve allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni, di portata sostanzialmente analoga a quello del trimestre precedente (cfr. figura C, riquadro a). Per il secondo trimestre le banche prevedono un leggero inasprimento netto. La principale de-

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

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2007 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di aprile 2007.

terminante a favore di un allentamento dei criteri ha continuato ad essere la concorrenza di altri istituti (cfr. figura C, riquadro d), mentre le prospettive del mercato degli immobili residenziali hanno fornito, in misura maggiore rispetto al trimestre precedente, un contributo in direzione di criteri più stringenti (cfr. figura C, riquadro c). L'allentamento è stato attuato principalmente mediante una riduzione, in media, dei margini sui prestiti, un allungamento delle scadenze e una diminuzione degli oneri diversi dai tassi di interesse. Allo stesso tempo, i margini sui prestiti più rischiosi hanno continuato a contribuire a un inasprimento netto, anche se in modo lievemente inferiore rispetto alla maggior parte dei trimestri precedenti.

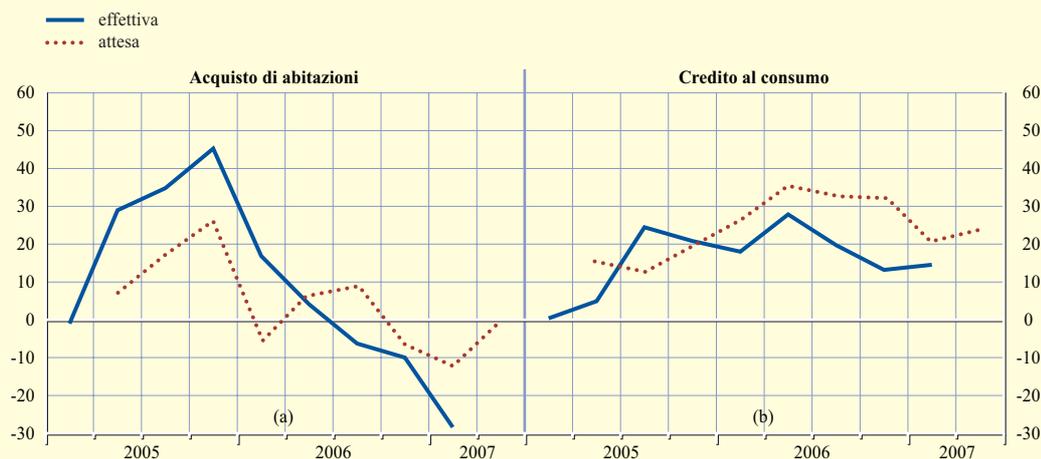
**Domanda di prestiti.** La domanda netta di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si è notevolmente ridotta nel primo trimestre (-28 per cento nell'indagine di aprile contro -10 per cento in gennaio; cfr. figura D, riquadro a). Per il secondo trimestre le banche non prevedono variazioni sostanziali. Il calo del primo trimestre è stato dovuto in gran parte al brusco deterioramento delle valutazioni sulle prospettive del mercato degli immobili residenziali. Diversamente dalle indagini precedenti, anche il clima di fiducia dei consumatori ha concorso lievemente alla domanda netta negativa di prestiti.

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

**Criteri per la concessione del credito.** Nel primo trimestre le banche hanno segnalato un lieve allentamento netto dei criteri applicati alle domande di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie, di portata sostanzialmente analoga a quello del trimestre precedente (cfr. figura E, riquadro a). Stando alle previsioni degli istituti i criteri dovrebbero mantenersi sostanzialmente invariati nel secondo trimestre. Tra i fattori che hanno concorso all'allentamento netto dei criteri figurano le pressioni concorrenziali da altre banche e le aspettative favorevoli riguardo all'attività economica generale (cfr. figura E, riquadri b e d).

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

(saldi percentuali)

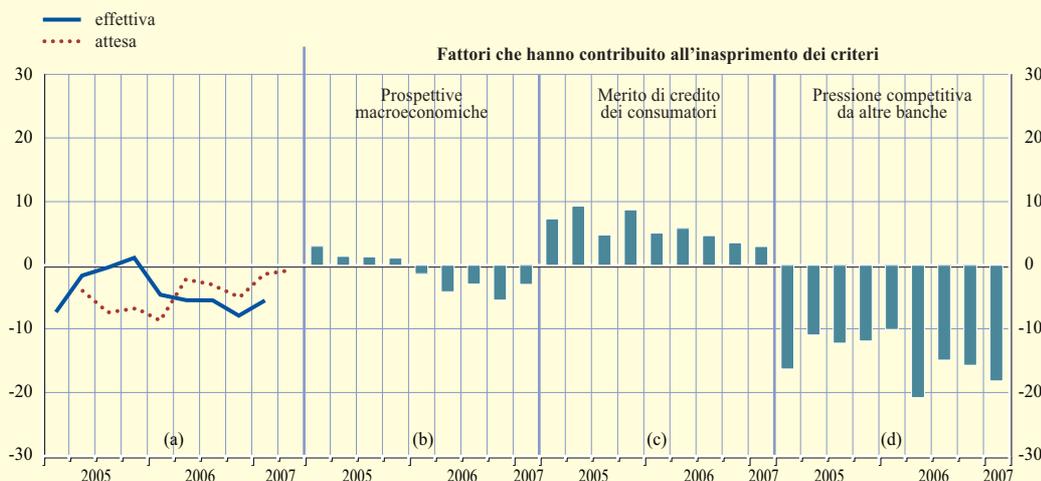


Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione". I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2007 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di aprile 2007.

Le banche hanno indicato che i timori sul merito di credito dei consumatori sono stati la principale determinante a favore di un inasprimento dei criteri per la concessione di credito al consumo (cfr. figura E, riquadro c).

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

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2007 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di aprile 2007.

I margini sui prestiti medi hanno contribuito notevolmente all'allentamento netto, invertendo per lo più il movimento rilevato dall'indagine di gennaio. Anche l'allungamento delle scadenze ha concorso al rilassamento dei criteri. Allo stesso tempo, i margini sui prestiti con più elevato profilo di rischio hanno fornito un contributo all'inasprimento netto leggermente maggiore rispetto al periodo precedente, benché gli andamenti degli ultimi trimestri abbiano mostrato una certa variabilità. Gli altri termini e condizioni sono rimasti fondamentalmente immutati su base netta rispetto al trimestre precedente.

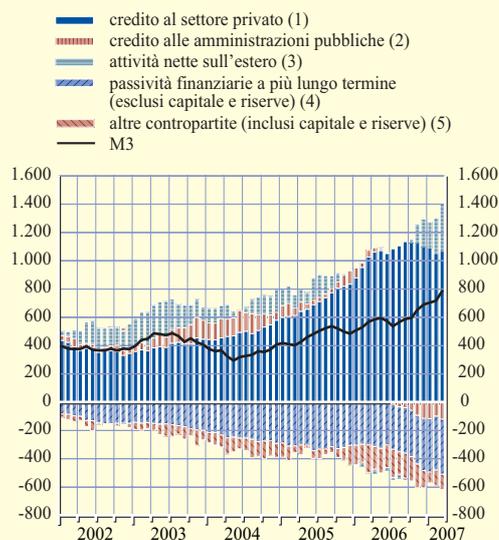
**Domanda di prestiti.** Le banche hanno indicato che la domanda netta di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie è rimasta positiva nel primo trimestre, su un livello (15 per cento) sostanzialmente analogo a quello del trimestre precedente (13 per cento; cfr. figura D, riquadro b). Stando alle attese delle banche, la domanda netta dovrebbe mantenersi molto positiva nel secondo trimestre. Le principali determinanti alla base della domanda netta positiva di credito al consumo hanno continuato ad essere la spesa in beni durevoli e, anche se in misura minore rispetto ai trimestri precedenti, l'andamento del clima di fiducia dei consumatori. L'impatto esercitato dal risparmio delle famiglie è rimasto molto contenuto.

La crescita del credito complessivo concesso dalle IFM a residenti nell'area dell'euro ha registrato in marzo una nuova flessione, imputabile a un'ulteriore moderazione della domanda di credito alle amministrazioni pubbliche, a fronte di un'invariata domanda di credito delle IFM da parte del settore privato. L'andamento del credito al settore privato è tuttavia il risultato di dinamiche divergenti quanto agli acquisti di titoli da parte delle IFM, con, da una parte, un'accelerazione delle consistenze di titoli diversi da azioni e, dall'altra, un ulteriore rallentamento delle consistenze di azioni e altre partecipazioni (cfr. il riquadro 2 relativo alla scomposizione settoriale dei titoli del settore privato acquistati dalle IFM).

Tra le altre contropartite di M3, l'incremento delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è salito al 10,1 per cento dal 9,9 di febbraio. Benché la domanda di prestiti continui a spiegare l'elevato livello di espansione monetaria dal lato delle contropartite, gran parte dell'accelerazione registrata da M3 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 93 miliardi di euro in marzo, portando il flusso sui dodici mesi a 335 miliardi di euro dai 251 di febbraio (cfr. figura 5). Mentre a novembre e dicembre del 2006 questi afflussi netti si sono limitati a pochi paesi dell'area dell'euro, gli andamenti recenti hanno interessato un numero maggiore di economie dell'area. Gli ultimi mesi rappresentano il periodo di maggiore afflusso di capitali verso il settore privato dell'area dell'euro

**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.

(escluse le IFM), il che riflette probabilmente l'attuale relativa appetibilità delle attività dell'area per gli investitori stranieri.

Nel complesso, i rialzi dei tassi di interesse di riferimento della BCE hanno inciso sugli andamenti monetari. Ciò è evidenziato dalla stabilizzazione della crescita dei prestiti al settore privato non finanziario e dal contributo relativamente modesto di M1 all'espansione di M3. Al tempo stesso, i forti afflussi di capitale nell'area dell'euro hanno concorso ampiamente all'ulteriore rafforzamento della dinamica di M3. Il sostenuto ritmo di crescita dell'aggregato va valutato con cautela, considerati gli attuali andamenti sui mercati finanziari internazionali e l'appiattimento della curva dei rendimenti nell'area dell'euro.

## Riquadro 2

### LA SCOMPOSIZIONE SETTORIALE DEI TITOLI DEL SETTORE PRIVATO DETENUTI DALLE ISTITUZIONI FINANZIARIE MONETARIE

Una parte del credito totale che le IFM erogano al settore privato assume la forma di titoli di debito (ovvero titoli non azionari) oppure di azioni e altre partecipazioni. Le IFM acquistano titoli emessi da società non finanziarie e da intermediari finanziari (diversi dalle IFM). Il recente andamento di questa tipologia di credito rispetto a quello dei prestiti è stato analizzato nel numero di aprile 2007 di questo Bollettino<sup>1)</sup>. Il presente riquadro analizza in maggiore dettaglio la composizione settoriale dei titoli emessi dal settore privato e detenuti dalle IFM dell'area dell'euro.

#### La dimensione settoriale nella struttura del credito delle IFM

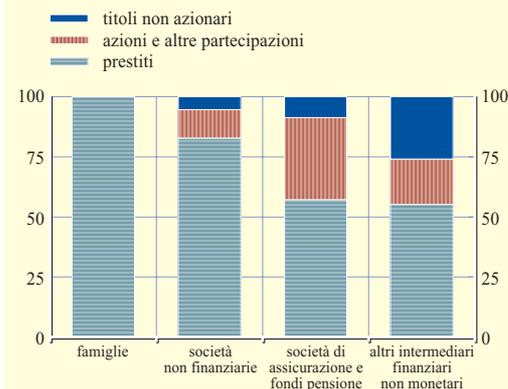
Nel periodo compreso tra il 2003 e il 2006, per il quale sono disponibili dati dettagliati sul credito per settore, il credito concesso dalle IFM alle famiglie era costituito quasi interamente da prestiti<sup>2)</sup>. Nel caso delle società non finanziarie, circa il 10 per cento del credito è stato fornito sotto forma di azioni acquistate e il 5 per cento sotto forma di titoli di debito acquistati (cfr. figura A). Per gli altri intermediari finanziari (AIF) nonché per le società di assicurazione e fondi pensione (SAFP), la proporzione del credito erogato attraverso titoli detenuti dalle IFM è stata di gran lunga superiore, con un'incidenza del 45 per cento in ciascun caso. Tuttavia, sussistono anche differenze fra questi due settori di intermediazione finanziaria: mentre nel caso delle SAFP la quota di titoli di debito è nettamente inferiore a quella di azioni e altre partecipazioni, nel caso delle AIF è vero il contrario. Nel considerare queste ripartizioni, si deve ovviamente notare che gli importi in termini assoluti del credito erogato ai singoli settori presentano considerevoli differenze. Nel dicembre 2006, ad esempio, il credito complessivo delle IFM alle società non finanziarie era di 4.607 miliardi di euro, mentre quello alle AIF era di 1.364 miliardi. Ciò significa che, nonostante le azioni e altri titoli di capitale detenuti dalle IFM rappresentino solo il 12 per cento del credito alle società non finanziarie ma il 19 per cento di quello agli AIF, le consistenze di azioni detenute dalle IFM ed emesse da società non finanziarie sono tuttavia di un ordine di grandezza maggiore, in termini assoluti, di quelle emesse dagli AIF.

1) Cfr. il riquadro *Variazioni recenti nella composizione della crescita del credito ai residenti nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2007 di questo Bollettino.

2) I titoli emessi dal "settore delle famiglie" comprendono strumenti emessi da imprese individuali catalogate nel settore delle "famiglie e istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie".

**Figura A Componenti del credito erogato alle diverse categorie appartenenti al settore privato**

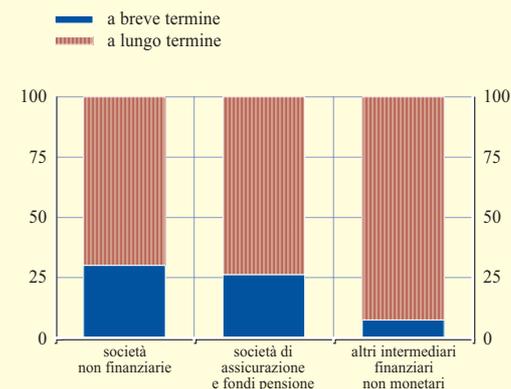
(in percentuale del totale del credito a ciascuna categoria, media del periodo 2003-2006)



Fonte: BCE.

**Figura B Scomposizione per scadenza dei titoli di debito del settore privato detenuti dalle IFM**

(in percentuale dei titoli di debito di ciascuna categoria del settore privato detenuti dalle IFM; media del periodo 2003-2006)



Fonte: BCE.

Nota: i titoli di debito a breve termine sono quei titoli con scadenza fino a un anno, mentre i titoli a lungo termine sono quelli aventi scadenza superiore ad un anno.

Guardando più da vicino i titoli di debito che le IFM acquistano dai singoli settori, sembra che tali titoli abbiano per la maggior parte una scadenza superiore a un anno, indipendentemente dal settore emittente (cfr. figura B).

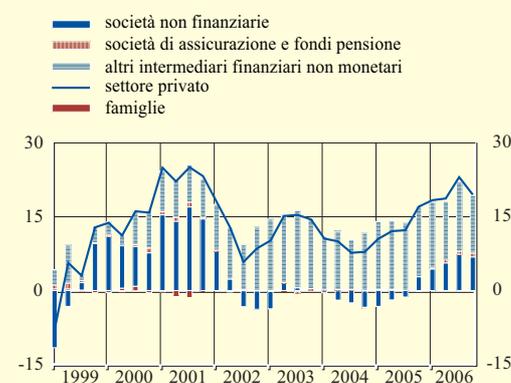
### La dimensione settoriale nell'andamento dei titoli detenuti dalle IFM

Nel periodo a partire dal 1999 gli acquisti da parte delle IFM dell'area dell'euro di titoli del settore privato hanno mostrato un chiaro profilo ciclico, con un rafforzamento osservato soprattutto negli anni 1999-2000 e nuovamente dal 2005. Per l'intero periodo a partire dal 1999, una scomposizione per settore è disponibile solo per gli acquisti da parte delle IFM di titoli di debito, mentre per quelli di azioni e altre partecipazioni i dati settoriali sono disponibili solo a partire dal 2003.

Analizzando in primo luogo gli acquisti di titoli di debito da parte delle IFM, la figura C suggerisce che il profilo ciclico della crescita di questa tipologia di credito sia determinato dagli acquisti di titoli di debito delle società non finanziarie. Nel dicembre 2006 questi strumenti hanno rappresentato 6,9 punti percentuali del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito detenuti dalle IFM, pari al 20 per cento, facendo seguito ad un costante aumento dai contributi negativi del 2005. Un rafforzamento analogo si è osservato nel perio-

**Figura C Contributi alla crescita delle consistenze di titoli di debito del settore privato detenute dalle IFM**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



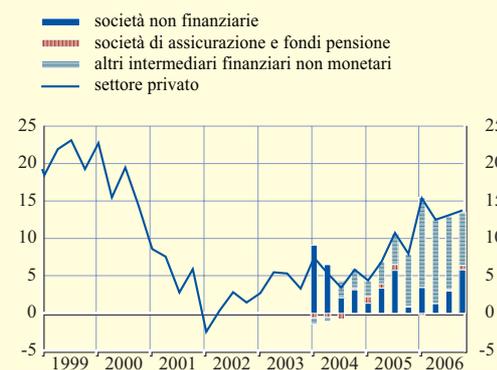
Fonte: BCE.

Nota: i titoli emessi dal settore delle famiglie includono quegli strumenti emessi dalle imprese individuali che ricadono nella categoria "famiglie e organizzazioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie".

do 1999-2000, cui all'epoca era riconducibile quasi l'intero andamento del tasso di crescita dei titoli di debito del settore privato detenuti dalle IFM. Nel contempo gli acquisti di titoli di debito emessi dagli AIF svolgono un ruolo più importante, pur mostrando un profilo meno ciclico: il contributo è costantemente aumentato fino al 2003 per poi rimanere sostanzialmente stabile su un livello elevato, aggiungendo 11,7 punti percentuali al tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito del settore privato detenuti dalle IFM nel dicembre del 2006. Questo mercato contribuito potrebbe riflettere l'importanza dell'attività di cartolarizzazione dei prestiti nell'area dell'euro, per cui ad esempio le IFM di un paese dell'area possono acquistare strumenti di cartolarizzazione dei mutui ipotecari concessi in altri paesi dell'area in sostituzione di investimenti diretti in tali mercati immobiliari.

**Figura D Contributi alla crescita delle consistenze di azioni e altre partecipazioni del settore privato detenute dalle IFM**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Quanto agli acquisti da parte delle IFM di azioni e altre partecipazioni, il rafforzamento del tasso di crescita sul periodo corrispondente a partire dal 2005 riflette in particolare contributi più elevati provenienti dall'acquisto di azioni emesse dal settore degli AIF, mentre il contributo di quello di azioni emesse dalle società non finanziarie ha oscillato attorno a un livello più contenuto (cfr. figura D). Ciò potrebbe essere connesso a una maggiore propensione da parte delle IFM a detenere investimenti in capitale di rischio attraverso organismi specializzati nella gestione delle attività anziché investire direttamente in tali strumenti.

Considerata l'attuale entità degli acquisti da parte delle IFM di titoli emessi dalle SAFF, questi hanno in media un impatto marginale sull'andamento dei titoli complessivamente detenuti dalle IFM. Le singole transazioni, tuttavia, possono essere rilevanti e variano significativamente nel tempo.

Per riassumere, la scomposizione dei titoli del settore privato detenuti dalle IFM dell'area dell'euro indica che la grande maggioranza di strumenti ha una natura di lungo termine. Inoltre, la scomposizione settoriale degli acquisti di titoli da parte delle IFM indica un'importanza crescente dei titoli di debito e delle azioni emessi dal settore degli AIF. Più specificatamente, i sostanziali acquisti di titoli di debito degli AIF potrebbero riflettere l'importanza crescente della cartolarizzazione come forma di redistribuzione dei rischi fra le IFM, mentre l'aumento delle azioni di AIF detenute potrebbe indicare una crescente propensione da parte delle IFM a detenere investimenti in capitale di rischio attraverso organismi specializzati nella gestione delle attività.

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

*In febbraio l'espansione dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è proseguita a un tasso vigoroso, leggermente superiore a quello del mese precedente. L'andamento risulta da tassi di incremento invariati o in crescita in tutti i settori emittenti. Nonostante un lieve aumento, le emissioni di azioni quotate sono rimaste relativamente modeste.*

## TITOLI DI DEBITO

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è salito all'8,2 per cento dall'8,0 di gennaio (cfr. tavola 3). I titoli a tasso variabile sono aumentati a un ritmo significativamente superiore rispetto a quelli a tasso fisso, pur segnando i primi un rallentamento e i secondi un'accelerazione in febbraio. Sembra quindi che gli emittenti continuino a rispondere all'elevata domanda di titoli a tasso variabile in un contesto caratterizzato da una curva dei rendimenti relativamente piatta. Quanto alla struttura per scadenze, a febbraio il tasso di crescita delle emissioni di titoli a breve termine è salito lievemente, al 5,9 per cento, e quello delle emissioni a lungo termine è aumentato all'8,4 per cento dall'8,2 di gennaio.

Il tasso di espansione dei titoli di debito emessi da società non finanziarie ha continuato a collocarsi su un livello inferiore rispetto a quelli relativi alle emissioni delle IFM e delle istituzioni finanziarie non monetarie; a febbraio tuttavia ha evidenziato un lieve aumento, raggiungendo il 5,3 per cento (cfr. figura 7). Nonostante le accelerazioni degli ultimi mesi, e il rallentamento dei prestiti erogati dalle IFM nello stesso periodo, l'espansione dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è ancora relativamente modesta rispetto a quella dei prestiti bancari. In termini di struttura per scadenze, tra gennaio e febbraio il tasso di variazione è diminuito nel caso delle emissioni a lungo termine, dal 6,2 al 5,5 per cento, mentre è aumentato in misura significativa per le emissioni a breve termine, dallo 0,2 al 4,2 per cento.

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM ha registrato un ulteriore, ancorché lieve, aumento al 10,7 per cento dal 10,5 di gennaio, a indicazione che le banche stanno continuando a raccogliere i fondi necessari per soddisfare la notevole domanda che deriva dall'espansione vigorosa dei prestiti a società non finanziarie. All'origine dell'incremento complessivo dei tassi di crescita dei titoli di debito emessi vi è stata la significativa accelerazione delle emissioni a lungo termine, connessa principalmente con la robusta crescita dei titoli a tasso variabile, mentre il tasso di variazione dei titoli a breve termine è diminuito notevolmente, dal 17,0 per cento di gennaio al 13,9 in febbraio.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2007 feb.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 gen.	2007 feb.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>11.312</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>
IFM	4.700	9,0	9,2	8,4	9,8	10,5	10,7
Società finanziarie non monetarie	1.203	25,5	26,5	26,6	28,9	27,0	27,0
Società non finanziarie	648	3,2	3,4	4,2	4,8	5,2	5,3
Amministrazioni pubbliche	4.761	3,7	3,0	2,8	2,8	2,2	2,4
<i>di cui:</i>							
Amministrazioni centrali	4.455	3,2	2,5	2,3	2,4	1,9	2,1
Altre amministrazioni pubbliche	306	11,9	11,5	11,8	9,1	7,4	5,8
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>6.228</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>
IFM	1.081	1,2	1,5	1,8	2,0	2,1	2,5
Società finanziarie non monetarie	633	3,5	2,2	1,5	1,1	0,8	0,9
Società non finanziarie	4.513	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

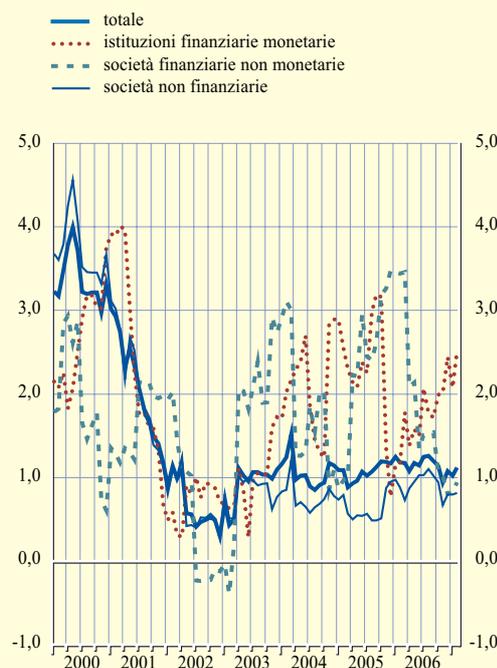
(tassi di crescita sui dodici mesi)



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.

Il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è stato pari al 27 per cento in febbraio, invariato rispetto al mese precedente. Sebbene il tasso di incremento complessivo rimanga significativamente superiore a quello degli altri settori, dal novembre 2006 ha evidenziato una tendenza calante, forse riconducibile a una stabilizzazione del numero di transazioni connesse all'attività di fusione e acquisizione, nonché a cambiamenti nelle modalità di finanziamento di queste operazioni.

In febbraio il tasso di espansione dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è aumentato leggermente al 2,4 per cento dal 2,2 di gennaio. Le emissioni del settore delle amministrazioni centrali hanno continuato a crescere a un tasso relativamente modesto, pari al 2,1 per cento, mentre è rimasta significativamente più sostenuta la crescita dell'emissione nel settore delle altre amministrazioni pubbliche, con un tasso pari al 5,8 per cento, pur in notevole flessione rispetto al 7,4 per cento di gennaio, confermando la tendenza calante osservata dopo il massimo dell'agosto 2006.

## AZIONI QUOTATE

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro si è collocato all'1,1 per cento, in lieve aumento rispetto a gennaio. L'andamento è principalmente riconducibile al più elevato tasso di espansione delle azioni quotate emesse da istituzioni finanziarie monetarie, salito al 2,5 per cento in febbraio dal 2,1 di gennaio (cfr. figura 7). Il tasso di incremento delle azioni quotate emesse da società non finanziarie, che rappresentano generalmente la vasta maggioranza delle emissioni lorde totali, è rimasto invariato allo 0,8 per cento. Il livel-

lo modesto dell'emissione netta di questo settore potrebbe essere collegato al perdurante vigore dell'attività di riacquisto di azioni proprie, alla redditività ancora elevata e alle privatizzazioni di società mediante operazioni di *leveraged buyout*. Il tasso di espansione delle azioni quotate emesse da società finanziarie non monetarie è rimasto invariato all'1,1 per cento, mentre quello relativo agli investitori istituzionali, quali le imprese di assicurazione e i fondi pensione, si è accresciuto lievemente allo 0,8 per cento.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

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

I tassi di interesse del mercato monetario con scadenza superiore a un mese, aumentati nel periodo compreso fra il 1° aprile e il 9 maggio, hanno registrato gli incrementi più pronunciati nel segmento a più lungo termine della gamma delle scadenze. Il tasso di interesse a un mese, invece, è rimasto stabile al 3,86 per cento. Rispetto ai livelli degli inizi di aprile, i tassi di interesse con scadenza a tre, sei e i dodici mesi sono aumentati di 11-13 punti base per collocarsi il 9 maggio rispettivamente al 4,05, 4,16 e 4,32 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 33 punti base degli inizi di aprile ai 46 del 9 maggio (cfr. figura 8).

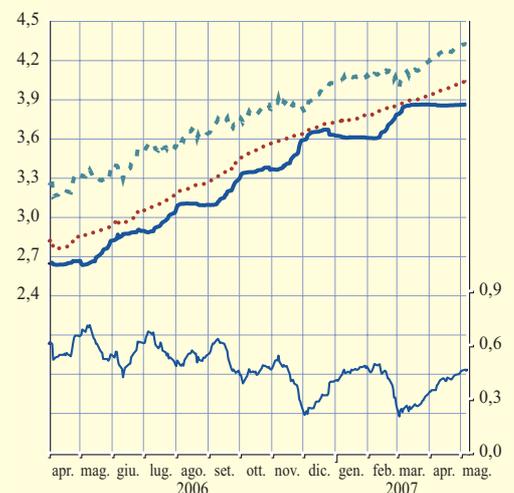
Il 9 maggio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2007 si situavano rispettivamente al 4,14, 4,27 e 4,36 per cento, registrando un aumento rispetto ai livelli degli inizi di aprile rispettivamente di 2, 5 e 11 punti base.

Il 12 aprile il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE, per cui il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è rimasto stabile al 3,75 per cento. Verso la fine del periodo di mantenimento, terminato il 17 aprile, l'Eonia è lievemente diminuito, toccando il 16 aprile il 3,69 per cento, in quanto le condizioni di liquidità prevalenti erano relativamente abbondanti secondo le percezioni degli operatori di mercato. Considerato il volume dell'eccesso di liquidità previsto dalla BCE alla fine del periodo di mantenimento, il 17 aprile è stata lanciata un'operazione di regolamento puntuale (*fine-tuning*) finalizzata all'assorbimento di liquidità. In tale operazione, gli operatori di mercato hanno offerto 42,2 miliardi

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

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

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



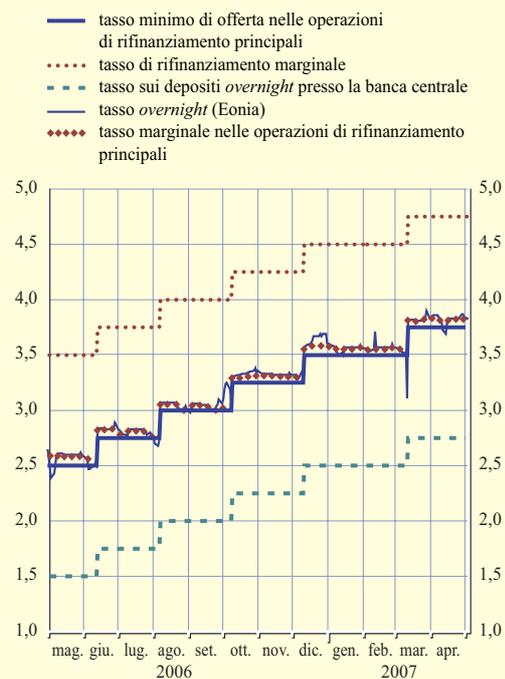
Fonti: BCE e Reuters.

di euro, di cui la BCE ha accettato 22,5 miliardi. L'Eonia ha concluso il periodo di mantenimento al 3,79 per cento (cfr. figura 9). Nelle prime settimane del nuovo periodo di mantenimento che termina il 14 maggio, l'Eonia è rimasto stabile al 3,83 per cento, ovvero 8 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta. Il 30 aprile l'Eonia è poi salito al 3,87 per cento a causa degli effetti di fine mese. Dopo il 1° maggio l'Eonia è lievemente diminuito per collocarsi il 9 maggio al 3,70 per cento, ovvero 5 punti base al di sotto del livello attuale del tasso minimo di offerta, in condizioni prevalenti di liquidità abbondante.

Nel periodo di mantenimento iniziato il 18 aprile 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 3,81-3,82 per cento e a un tasso medio del 3,82-3,83 per cento. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema, condotta il 26 aprile, il tasso marginale e quello medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 3,96 e al 3,97 per cento, ossia a 5 e 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 corso di aprile e agli inizi di maggio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati nell'area dell'euro, mentre quelli dei titoli comparabili di Stati Uniti e Giappone sono rimasti in larga misura invariati. L'aumento dei tassi a lungo termine dell'area dell'euro è stato sospinto principalmente da un incremento analogo dei rendimenti obbligazionari reali a lungo termine, suggerendo che gli operatori di mercato sono tornati a essere più ottimisti riguardo alle prospettive di crescita dell'economia dell'area. Per contro, fra la fine di marzo e gli inizi di maggio le attese di inflazione e i relativi premi al rischio, riflessi nei tassi di inflazione di pareggio, hanno subito variazioni solo modeste nell'area dell'euro.*

In aprile i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro hanno proseguito il moderato andamento ascendente, mentre nel complesso i tassi a lungo termine in altri principali mercati sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. figura 10). Nell'area, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati di circa 17 punti base fra fine marzo e il 9 maggio, quando si sono collocati al 4,3 per cento. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni hanno concluso il periodo in esame su un livello del 4,7 per cento circa, sostanzialmente pari a quello prevalente alla fine di marzo. Di conseguenza, il 9 maggio il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato decennali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro si è ulteriormente ridotto a circa 40 punti base, il livello più basso dal novembre del 2004. Dal momento che le variazioni dei rendimenti nominali in queste due economie sono riconducibili principalmente a variazioni dei corrispondenti

rendimenti reali, probabilmente la riduzione del differenziale fra tassi di interesse riflette, in una certa misura, una revisione del parere degli operatori di mercato sulle prospettive di crescita a favore dell'area dell'euro. Anche in Giappone il rendimento dei titoli di stato decennali ha subito variazioni molto modeste dalla fine di marzo, collocandosi all'1,7 per cento alla fine del periodo in rassegna. Le misure della volatilità implicita dei mercati obbligazionari sono rimaste sostanzialmente invariate nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, suggerendo che l'incertezza degli operatori di mercato circa le prospettive di breve termine per i mercati obbligazionari è rimasta piuttosto contenuta in termini storici.

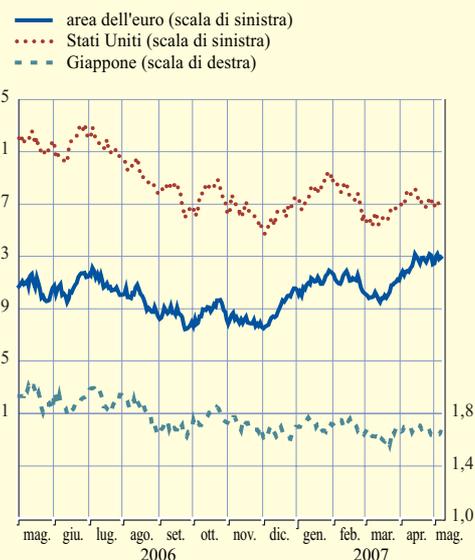
Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono rimasti nell'insieme sostanzialmente invariati in aprile e agli inizi di maggio, seppure con distinte oscillazioni nel corso del periodo. Agli inizi di aprile i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono aumentati moderatamente, ma tale incremento è stato riassorbito più tardi nel corso del mese, soprattutto dopo la pubblicazione dell'inatteso basso tasso di crescita del PIL in termini reali per il primo trimestre del 2007. I rendimenti dei titoli di Stato indicizzati a lungo termine si sono mossi in parallelo con i rendimenti nominali, lasciando i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine quasi invariati nel periodo in esame. Il 9 maggio il tasso di inflazione di pareggio ricavato dai titoli con scadenza nel 2015 si è collocato su un livello del 2,4 per cento circa.

L'incremento dei tassi di interesse nominali a lungo termine dell'area dell'euro è stato sospinto prevalentemente da aumenti analoghi dei rendimenti reali a lungo termine. Il rendimento dei titoli con scadenza nel 2015 è aumentato di 18 punti base per collocarsi il 9 maggio su un livello del 2,0 per cento. L'andamento suggerisce che gli operatori di mercato sono tornati a essere più ottimisti circa le prospettive di crescita per l'economia dell'area. Queste opinioni sono state suffragate dalla pubblicazione di dati generalmente positivi nel periodo in esame. Nonostante i recenti incrementi, i rendimenti obbligazionari dell'area continuano a collocarsi su livelli moderati. Come discusso nel riquadro 3, tale andamento potrebbe essere in parte connesso a quello della domanda di titoli obbligazionari da parte degli investitori istituzionali.

Nel periodo in esame i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine, invece, hanno registrato nel complesso variazioni lievi nell'area dell'euro. Il 9 maggio il tasso di 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 rimasto su un livello del 2,1 per cento circa (cfr. figura 11). Inoltre, i tassi di inflazione di pareggio con scadenza a cinque e dieci anni si sono collocati su livelli del tutto analoghi agli inizi di maggio, a indicazione che le attese di inflazione e i premi per il rischio sull'inflazione hanno mostrato un profilo piuttosto piatto su questi orizzonti.

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

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

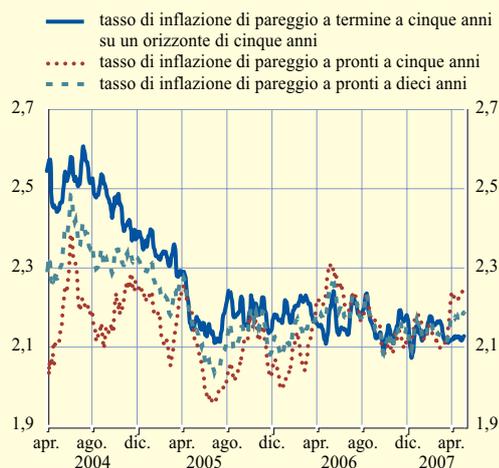


Fonti: Bloomberg e Reuters.

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**

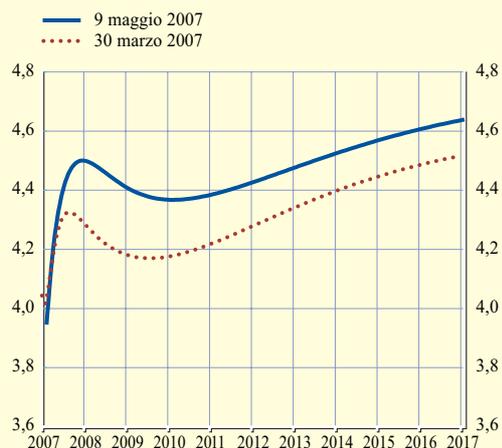
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri)



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*.

Nel periodo in esame la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nell'area dell'euro si è spostata verso l'alto su quasi tutti gli orizzonti (cfr. figura 12). La decisione adottata dal Consiglio direttivo il 12 aprile di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE è stata ben anticipata dai mercati e pertanto non ha comportato una revisione sostanziale delle attese sui tassi di interesse futuri nel breve periodo. Il generale spostamento verso l'alto di questa curva potrebbe quindi riflettere principalmente una revisione al rialzo da parte degli investitori delle prospettive di crescita per l'economia dell'area dell'euro sugli orizzonti sia di breve sia di più lungo periodo.

### Riquadro 3

#### LA DOMANDA DI OBBLIGAZIONI DA PARTE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI E L'ANDAMENTO DEI RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI NELL'AREA DELL'EURO

I rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro e in altri principali mercati si sono collocati su livelli molto bassi negli anni recenti. Vi è evidenza in favore della tesi secondo cui i bassi rendimenti obbligazionari a lungo termine riflettono, in larga misura, livelli insolitamente bassi di premi per il rischio dei mercati obbligazionari, soprattutto in termini reali<sup>1)</sup>. Diverse argomentazioni avanzate per spiegare il basso premio al rischio nei mercati obbligazionari

1) Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei tassi di interesse reali a lungo termine* nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino; Alexopoulos, I., Drudi, F. e Scheithauer, J., *What accounts for the low level of interest rates?*, documento redatto per il Paper n. 27 del CSFG sul sito Internet della BRI; nonché il riquadro *I premi per il rischio sul tasso di interesse reale e sull'inflazione nel mercato obbligazionario dell'area dell'euro* nel numero di aprile 2007 di questo Bollettino.

mondiali suggeriscono che certi gruppi di investitori abbiano incrementato in misura considerevole la propria domanda di obbligazioni a più lungo termine, spingendo verso l'alto i prezzi dei titoli a lungo termine e riducendone di conseguenza i rendimenti. Ad esempio, si sostiene che in anni recenti una domanda notevolmente accresciuta di obbligazioni statunitensi soprattutto da parte delle banche centrali asiatiche (per investire le riserve accumulate in valuta estera) e dei paesi esportatori di petrolio (per rimettere in circolazione gli utili inattesi provenienti dai forti rincari delle materie prime) abbia avuto tali effetti sui rendimenti obbligazionari statunitensi, che poi si sono trasmessi all'area dell'euro e ad altri principali mercati di riflesso all'elevato grado di sostituibilità fra titoli di Stato nei paesi sviluppati.

Nella stessa ottica, si è altresì sostenuto che gli investitori istituzionali abbiano mostrato una domanda più vigorosa di obbligazioni in relazione, fra l'altro, alle modifiche apportate all'assetto normativo e alle regole contabili, nonché all'invecchiamento della popolazione e all'incremento delle aspettative di vita. Questo riquadro presenta un'evidenza preliminare e puramente descrittiva riguardo alla domanda di obbligazioni a lungo termine da parte di società di assicurazione, fondi pensione e fondi comuni obbligazionari dell'area dell'euro, nonché del suo potenziale impatto sui tassi di interesse a lungo termine nell'area.

Nella figura A sono rappresentati gli acquisti netti sul periodo corrispondente di obbligazioni a lungo termine da parte di società di assicurazione e fondi pensione dell'area dell'euro (in percentuale rispetto alle consistenze in essere totali di titoli di Stato a lungo termine denominati in euro) e i rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area (raffigurati su scala invertita) a partire dal terzo trimestre del 1998. Dal momento che una domanda più elevata di obbligazioni determinerebbe, *ceteris paribus*, rendimenti obbligazionari inferiori, la figura può suggerire che la domanda da parte di società di assicurazione e fondi pensione dell'area possa davvero aver svolto un ruolo nel determinare l'andamento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'area negli anni recenti. I periodi di domanda di titoli di Stato elevata e in crescita sono stati in genere associati a rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine bassi e in calo. Ciò sembra trovare conferma nella figura B, che riporta le vendite nette sul periodo corrispondente di fondi obbligazionari e i rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area a partire dal quarto trimestre del 2003. La figura indica che il livello più basso dei rendimenti obbligazionari negli anni recenti ha coinciso con la domanda più elevata di fondi obbligazionari.

Tuttavia, la quota di acquisti netti di obbligazioni a lungo termine da parte delle società di assicurazione e fondi pensione dell'area dell'euro (in percentuale rispetto alle consistenze in essere totali di titoli di Stato a lungo termine denominati in euro), benché aumentata,

**Figura A Acquisti netti di obbligazioni a lungo termine da parte di società di assicurazione e fondi pensione**

(flussi sul periodo corrispondente in percentuale dell'ammontare di titoli di stato a lungo termine denominati in euro; valori percentuali in ragione d'anno)



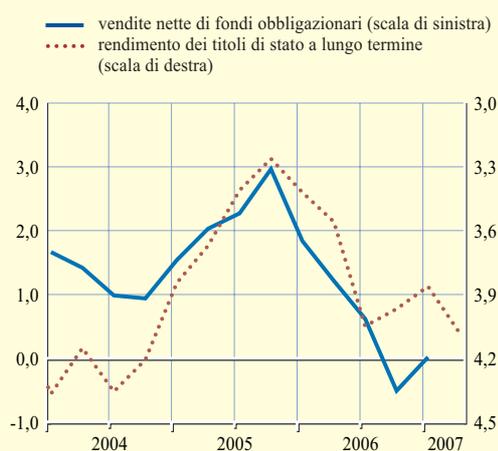
Fonti: BCE e Reuters.

Nota: per obbligazioni a lungo termine si intende titoli non azionari a lungo termine. Per titoli di stato si intende titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

è rimasta relativamente modesta, collocandosi al 3,5 per cento circa. Inoltre, l'evidenza disponibile suggerisce che gli effetti diretti delle modifiche alle norme in materia di pensioni e contabilità sui tassi di interesse a lungo termine sono piuttosto contenuti, con stime pari al massimo a -15 punti base<sup>2)</sup>. Infine, è anche possibile che il profilo osservato di comovimento abbia riflesso fattori terzi comuni. Ad esempio, durante il crollo repentino dei mercati azionari imputabile alle tecnologie dell'informazione, iniziato nel 2000, l'accresciuta domanda di obbligazioni da parte di società di assicurazione e fondi pensione ha riflesso l'intenzione di ridurre gradualmente la quota di azioni nel proprio portafoglio di attività. Nel contempo, la fine del *boom* della tecnologia si è accompagnata con un periodo di attività economica più debole e inferiori pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro che, a loro volta, hanno contribuito a rendimenti obbligazionari inferiori.

**Figura B Vendite nette di fondi obbligazionari**

(flussi sul periodo corrispondente in percentuale dell'ammontare di titoli di stato a lungo termine denominati in euro; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE, EFAMA e Reuters.

Nota: per i fondi obbligazionari si intendono fondi obbligazionari di OICVM. Per titoli di stato si intende titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

Nel complesso, le rappresentazioni grafiche del presente riquadro suggeriscono una relazione negativa fra l'andamento della domanda di obbligazioni da parte degli investitori istituzionali e i rendimenti dei titoli stessi a lungo termine nell'area dell'euro. Il profilo di comovimento è coerente in larga misura con l'ipotesi che una più vigorosa domanda di obbligazioni da parte degli investitori istituzionali abbia contribuito a rendimenti obbligazionari inferiori. Tuttavia, i volumi interessati sono piuttosto modesti in termini di consistenze di titoli di Stato (cfr. figure A e B), il che indebolisce l'argomentazione secondo cui la più vigorosa domanda di obbligazioni da parte degli investitori istituzionali dell'area dell'euro abbia avuto un impatto importante sui rendimenti obbligazionari a lungo termine. Nel contempo si deve tenere presente che l'analisi presentata è molto parziale e che altri fattori della domanda e dell'offerta hanno un ruolo nella determinazione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine e, analogamente, potrebbero aver comportato il comovimento osservato fra la domanda di obbligazioni da parte degli investitori istituzionali e i rendimenti obbligazionari. In particolare, i dati presentati in questo riquadro si riferiscono solamente alla domanda di obbligazioni da parte di residenti nell'area dell'euro (e solo per un settore specifico), mentre in un contesto mondiale di prodotti e mercati finanziari altamente integrati i rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro tendono a essere fortemente condizionati da fattori internazionali<sup>3)</sup>. Effetti aggiuntivi sui rendimenti dell'area potrebbero quindi essere riconducibili a un'accresciuta domanda di obbligazioni a lungo termine da parte di investitori istituzionali provenienti dall'esterno dell'area mediante l'aumento dei propri investimenti nelle attività dell'area oppure attraverso effetti di propagazione dai mercati obbligazionari mondiali.

2) Cfr. la tavola 4 in *Institutional investors, global savings and asset allocation*, Paper n. 27 del CSFG, 2006; nonché la tavola 5 in Rudebusch, G., Swanson E., Wu, T. (2006), *The bond yield 'conundrum' from a macro-finance perspective*, Working Paper della Federal Reserve Bank of San Francisco n. 2006-16.

3) Cfr. il riquadro *L'andamento della correlazione fra le curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e degli Stati Uniti* nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In febbraio la maggior parte dei tassi di interesse delle IFM ha mantenuto l'andamento al rialzo, mentre alcuni tassi bancari sono lievemente diminuiti. I tassi di interesse su depositi a lungo termine sono diminuiti sia per le famiglie sia per le società non finanziarie. Su un orizzonte più lungo, la trasmissione dei tassi di interesse di mercato a quelli bancari è stata più pronunciata per quelli a breve termine.

In febbraio i tassi di interesse delle IFM a breve termine su depositi e prestiti hanno mostrato la tendenza ad aumentare lievemente sulla scorta dei tassi di mercato, seppure con andamenti contrastanti (cfr. tavola 4 e figura 13). Fra la fine di gennaio e la fine di febbraio i tassi di interesse su prestiti a

**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 febbraio 2007 <sup>2)</sup>		
	2006 1° trim.	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 gen.	2007 feb.	2006 lug.	2006 ott.	2007 gen.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui depositi</b>									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,36	2,56	2,87	3,26	3,33	3,36	67	33	3
con durata prestabilita oltre due anni	2,43	2,57	2,68	2,84	2,90	2,67	-12	-17	-23
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	1,98	2,03	2,26	2,37	2,35	2,35	27	6	0
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,37	2,52	2,68	2,86	2,97	3,07	50	33	10
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie	1,15	1,23	1,36	1,53	1,60	1,62	37	17	2
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,48	2,70	2,98	3,47	3,49	3,48	70	29	-1
con durata prestabilita oltre due anni	3,34	3,23	3,70	4,04	4,08	4,01	9	-18	-7
<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	6,77	7,15	7,89	7,65	7,79	7,72	40	9	-7
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,74	4,02	4,31	4,54	4,65	4,70	59	28	5
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,23	4,51	4,63	4,55	4,58	4,67	12	8	9
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,30	5,46	5,69	5,80	5,90	5,98	46	22	8
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,23	4,47	4,74	5,08	5,16	5,22	64	31	6
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,19	4,40	4,59	4,67	4,65	4,75	30	15	10
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,50	3,74	4,02	4,49	4,45	4,51	67	29	6
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,22	4,26	4,48	4,63	4,72	4,70	22	23	-2
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,72	2,99	3,34	3,68	3,75	3,82	72	32	7
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	3,22	3,47	3,62	3,79	3,94	3,96	38	27	2
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,47	3,78	3,70	3,83	4,02	4,02	18	25	0

Fonte: BCE.

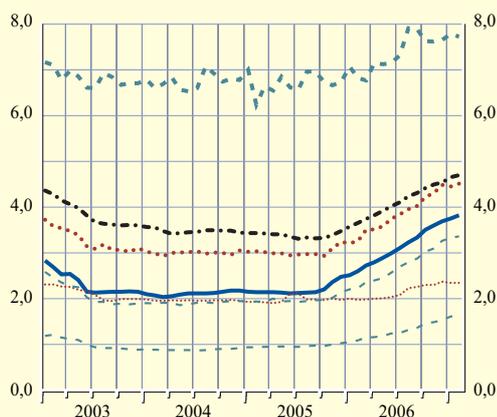
1) I tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di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

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

**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 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



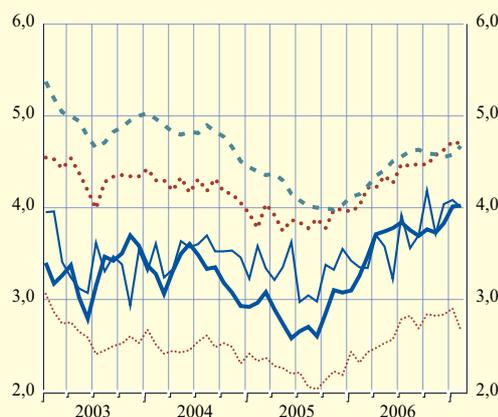
Fonte: BCE.

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.

breve termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono ulteriormente aumentati di 5 punti base mentre quelli su prestiti a breve termine alle famiglie per consumo sono diminuiti di 7 punti base. Nel contempo i tassi di interesse delle IFM su prestiti alle società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono aumentati di 6 punti base per prestiti di grande e piccola entità. Inoltre, i tassi bancari sui depositi delle famiglie sono aumentati di 3 punti base, mentre sono lievemente diminuiti quelli sui depositi di società non finanziarie.

In una prospettiva di più lungo periodo, la trasmissione degli aumenti dai tassi di interesse di mercato a breve termine a quelli bancari, in ritardo agli inizi del 2006 dopo l'inizio del relativo ciclo di crescita, ha recuperato terreno negli ultimi mesi. Fra settembre 2005 e febbraio 2007 il tasso di mercato monetario a tre mesi è aumentato di 168 punti base. Nel contempo i tassi di interesse delle IFM su depositi per le famiglie con scadenza fino a un anno sono aumentati di 140 punti base. I tassi delle IFM sui prestiti a breve termine alle famiglie per consumo, invece, sono aumentati solo di 77 punti base, seppure da livelli di gran lunga superiori. Inoltre, i tassi di interesse bancari sui prestiti con determinazione iniziale del tasso pari a un anno sono aumentati di circa 149 punti

base per i prestiti alle società non finanziarie e di 138 punti base per i mutui per l'acquisto di abitazioni.

In febbraio i tassi di interesse delle IFM a lungo termine sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie sono diminuiti rispettivamente di 23 e 7 punti base rispetto al mese precedente (cfr. tavola 4 e figura 14), mentre i rendimenti dei titoli di Stato a due anni sono lievemente aumentati. Nel contempo i tassi delle IFM a lungo termine su prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e su prestiti a società non finanziarie fino a 1 milione di euro sono aumentati di circa 10 punti base. Tuttavia, i tassi a lungo termine su prestiti a società non finanziarie di oltre 1 milione sono lievemente diminuiti (cfr. figura 14).

Nel caso dei tassi a lungo termine, la trasmissione degli aumenti dei tassi di interesse dal settembre 2005 è ancora in ritardo. I rendimenti dei titoli di Stato a due e cinque anni sono aumentati rispettivamente di 175 e 142 punti base fra settembre 2005 e febbraio 2007. Nello stesso periodo i tassi sui depositi a lungo termine delle famiglie sono aumentati solo di 64 punti base. Quanto ai tassi sui 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 circa 67 punti base. Nel caso dei prestiti a società non finanziarie con determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni, i tassi di interesse delle IFM sono aumentati di un valore compreso fra i 69 e gli 82 punti base, a seconda dell'entità del prestito. Alla base della riduzione dei margini bancari potrebbe esserci l'accresciuta concorrenza da parte di altre banche nonché di operatori non bancari. La trasmissione piuttosto lenta ai tassi sui prestiti a lungo termine, tuttavia, è in linea con l'esperienza storica e riflette in parte una variazione graduale dei tassi di interesse da parte delle banche.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

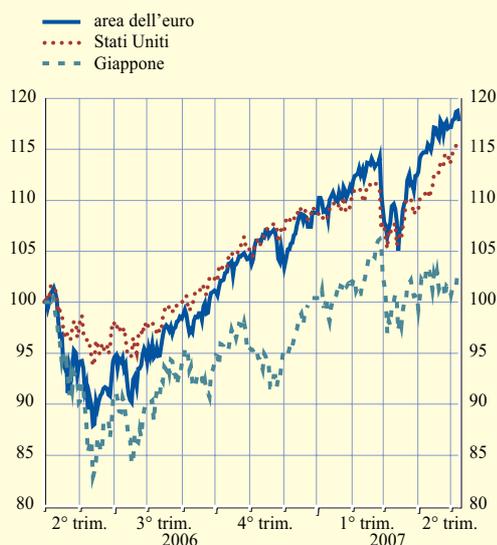
*Nell'area dell'euro e negli Stati Uniti i corsi azionari sono ulteriormente aumentati fra la fine di marzo e gli inizi di maggio. I risultati del mercato azionario dell'area in tale periodo sono stati in genere sostenuti dal protrarsi della vigorosa crescita degli utili effettivi e attesi che, a sua volta, potrebbe anche essere connessa all'uscita di dati generalmente favorevoli sull'attività economica nell'area. Nel contempo l'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta su livelli modesti nei principali mercati.*

Gli indici azionari ampi hanno continuato a crescere nei principali mercati nel corso di aprile e agli inizi di maggio (cfr. figura 15). Le quotazioni dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, misurate dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard and Poor's 500, sono aumentate rispettivamente del 5 e del 6 per cento circa fra la fine di marzo e il 9 maggio 2007, mentre i corsi azionari giapponesi, misurati dall'indice Nikkei 225, nello stesso periodo sono aumentati moderatamente. Nel contempo l'incertezza nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni su azioni, nel complesso ha registrato variazioni modeste nei principali mercati. Pertanto, l'incertezza dei mercati azionari a livello mondiale è rimasta su livelli relativamente bassi agli inizi di maggio (cfr. figura 16).

Negli Stati Uniti, i mercati azionari hanno mostrato una certa capacità di tenuta a fronte della pubblicazione di dati contrastanti sull'economia del paese. Ad esempio, la flessione della fiducia dei consumatori, la minore crescita della spesa personale e la crescita del PIL inferiore alle attese nel primo trimestre hanno influito solo temporaneamente e in misura marginale sull'indice Standard

Figura 15 Indici dei corsi azionari

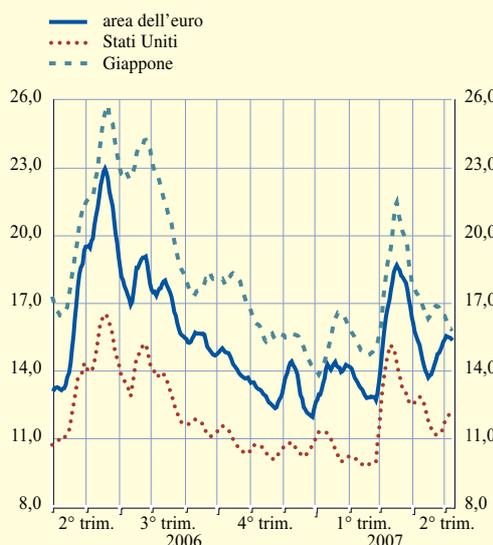
(indice: 1° maggio 2006 = 100; dati giornalieri)



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.

& Poor's 500, che ha continuato ad aumentare nel corso di aprile sulla base di una solida crescita degli utili. Di fatto, la crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per le società comprese nell'indice Standard & Poor's 500 è rimasta sostanzialmente invariata rispetto a marzo, collocandosi al 14 per cento circa. Nel contempo, secondo i dati I/B/E/S (*Institutional Brokers' Estimate System*), le aspettative degli analisti sulla crescita degli utili nei prossimi dodici mesi sono rimaste su livelli elevati, pari all'8 per cento circa in aprile, mentre le attese di crescita degli utili a lungo termine sono rimaste sul livello elevato del 12 per cento. Inoltre, la flessione complessiva delle quotazioni petrolifere nei mesi recenti potrebbe aver favorito l'andamento dei corsi azionari.

I corsi azionari dell'area dell'euro, misurati dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, hanno proseguito il rinnovato andamento ascendente nel periodo in esame, toccando il livello più alto degli ultimi sette anni. In genere, le notizie positive sull'attività economica nell'area potrebbero aver sostenuto i corsi azionari attraverso l'impatto probabilmente positivo sulle prospettive relative agli utili delle società presenti nell'indice, che potrebbe aver compensato gli effetti negativi dei tassi di interesse a lungo termine più elevati (cfr. sezione 2.4). Le misure basate sulle indagini delle attese di crescita degli utili sono rimaste vigorose nel corso di aprile e hanno continuato a sostenere l'andamento favorevole dei mercati azionari dell'area. Secondo i dati di I/B/E/S, in aprile 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, nonostante l'andamento in lieve flessione in atto da settembre, la crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per le società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx è rimasta elevata in aprile, a un tasso del 15 per cento circa. I corsi azionari a livello mondiale

potrebbero aver beneficiato altresì di una riduzione dei premi al rischio, che riflettono un aumento della propensione al rischio degli investitori, come suggerisce ad esempio l'indagine *Global Fund Manager Survey* di aprile realizzata da Merrill Lynch. Sebbene l'incremento sia stato notevole in tutti i settori dell'indice, i principali comparti che hanno determinato la vigorosa *performance* del mercato azionario dell'area dell'euro sono stati il settore tecnologico, quello industriale e quello finanziario, con un incremento pari al 6 per cento.

Nel complesso la volatilità implicita è rimasta sostanzialmente invariata nell'area dell'euro, indicando che è cambiata in misura modesta l'incertezza degli operatori di mercato circa le variazioni dei corsi azionari nel breve termine. Agli inizi di maggio, quindi, l'incertezza nei mercati azionari dell'area è rimasta su livelli relativamente bassi in termini storici. Inoltre, i differenziali delle obbligazioni societarie dell'area con *rating* più bassi si sono ancora lievemente ridotti nel periodo in rassegna, a possibile indicazione di una ripresa del calo generale dei premi al rischio richiesti dagli investitori per detenere attività più rischiose come i titoli azionari, dopo la temporanea inversione di tendenza di fine marzo.

## 3 PREZZI E COSTI

Si stima che in aprile l'inflazione misurata sullo IAPC si sia collocata all'1,8 per cento nell'area dell'euro. I dati disaggregati per le componenti dell'indice relativi a marzo indicano che i prezzi dei beni energetici hanno continuato a influenzare in maniera significativa l'inflazione. In generale, sarebbero presenti alcune pressioni sui prezzi in un contesto caratterizzato da una vigorosa attività economica. Di fatto, gli indicatori attualmente disponibili, come l'indice dei prezzi alla produzione e i risultati delle indagini congiunturali, suggeriscono il protrarsi di spinte sui prezzi interni dovute ai rincari degli input diversi dal lavoro e all'accresciuto potere delle imprese nel determinare i prezzi, mentre la dinamica salariale è rimasta contenuta fino alla fine dello scorso anno. In prospettiva, e a meno di ulteriori rincari del greggio, effetti base favorevoli derivanti dall'andamento delle quotazioni petrolifere nel 2006 dovrebbero contribuire a un lieve rallentamento dei prezzi fino ad agosto, mentre in seguito effetti base sfavorevoli potrebbero determinare un aumento dell'inflazione verso la fine dell'anno. L'inflazione resta soggetta a diversi rischi al rialzo, connessi in particolare alla possibilità che le pressioni sul costo del lavoro siano più vigorose di quanto attualmente anticipato, a causa dei vincoli che si profilano in alcuni segmenti del mercato del lavoro, ma anche per effetto di ulteriori rincari del greggio, di aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette oltre quelli già previsti nonché della trasmissione ai prezzi al consumo di prezzi alla produzione ancora elevati in un contesto caratterizzato da un accresciuto potere delle imprese nel determinare i prezzi.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER APRILE 2007

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in aprile l'inflazione armonizzata è calata all'1,8 per cento (cfr. tavola 5), dall'1,9 di marzo. Anche se i dati disaggregati per le componenti dello IAPC saranno disponibili solo a metà maggio, in aprile si è verificato un significativo effetto base, risultante dai passati andamenti dei beni energetici, che ha esercitato una spinta al ribasso di circa 0,2 punti percentuali sul tasso di incremento.

#### INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A MARZO 2007

L'incremento dell'inflazione armonizzata sui dodici mesi nell'area dell'euro dall'1,8 all'1,9 per cento tra febbraio e marzo è stato determinato principalmente da un consistente aumento della componente energetica dell'indice. Più in generale, tuttavia, negli ultimi mesi la crescita dello IAPC ha

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2005	2006	2006 nov.	2006 dic.	2007 gen.	2007 feb.	2007 mar.	2007 apr.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,2	2,2	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	1,8
Beni energetici	10,1	7,7	2,1	2,9	0,9	0,8	1,8	.
Alimentari non trasformati	0,8	2,8	4,4	3,7	3,7	2,8	2,9	.
Alimentari trasformati	2,0	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1	1,9	.
Beni industriali non energetici	0,3	0,6	0,8	0,9	0,9	1,1	1,2	.
Servizi	2,3	2,0	2,1	2,0	2,3	2,4	2,4	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	4,1	5,1	4,3	4,1	3,1	2,9	2,7	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	52,9	46,7	47,4	42,2	44,9	47,3	50,2
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,4	24,8	22,9	17,7	15,6	13,9	17,6	15,3

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

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

tratto vigore anche dal protrarsi degli incrementi in alcune componenti meno variabili. Questo andamento caratterizzato da incrementi graduali potrebbe rispecchiare alcune spinte verso l'alto sui prezzi derivanti dai rincari degli input e dall'accresciuto potere delle imprese nel determinare i prezzi, oltre all'aumento dell'IVA in Germania nel gennaio di quest'anno.

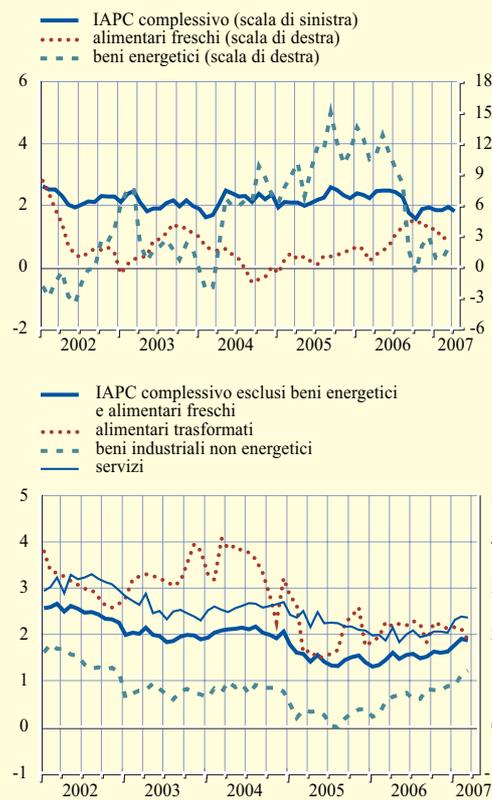
Per quanto concerne le componenti più variabili dello IAPC, una vigorosa accelerazione dei prezzi dei beni energetici si è contrapposta all'incremento relativamente stabile dei prezzi degli alimentari freschi. In marzo la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è aumentata all'1,8 per cento (cfr. figura 17), dallo 0,8 del mese precedente, principalmente a causa dei forti rincari di carburanti e lubrificanti per il trasporto privato. Mentre i prezzi degli alimentari freschi hanno accelerato dal 2,8 al 2,9 per cento tra febbraio e marzo, quelli corretti per stagionalità sono calati sul mese precedente, principalmente a causa delle condizioni meteorologiche favorevoli in Europa.

Per quanto riguarda le componenti meno variabili dell'indice, la crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici è aumentata all'1,2 per cento, confermando l'accelerazione osservata negli ultimi mesi. Sebbene in marzo l'inflazione nei servizi sia rimasta stabile al 2,4 per cento, nei mesi precedenti questa componente ha anch'essa mostrato un andamento al rialzo. Tra febbraio e marzo il tasso di variazione dei prezzi degli alimentari trasformati è calato dal 2,1 all'1,9 per cento.

L'andamento di prezzi amministrati e imposte indirette ha continuato a influenzare l'inflazione anche nei primi mesi del 2007, in particolare alla luce dell'incremento dell'IVA in Germania nel gennaio di quest'anno. Più in generale, come discusso nel riquadro 4, l'impatto dell'andamento di prezzi amministrati e imposte indirette sull'inflazione nell'area dell'euro si è accresciuto negli ultimi anni.

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

**Riquadro 4**

**MISURAZIONE E VALUTAZIONE DELL'IMPATTO DEI PREZZI AMMINISTRATI SULL'INFLAZIONE MISURATA SULLO IAPC**

Sebbene l'inflazione nel medio termine sia determinata in ultima analisi dagli andamenti della politica monetaria, l'analisi economica congiunturale e le previsioni richiedono la comprensione dei fattori alla base delle dinamiche disaggregate dello IAPC nel breve periodo. I due canali

principali attraverso cui i governi possono influire direttamente sul processo di determinazione dei prezzi sono le imposte indirette e i prezzi amministrati.

### Sviluppi statistici

Negli ultimi due anni l'Eurostat e gli istituti nazionali di statistica degli Stati membri dell'UE hanno condotto lavori mirati a calcolare un indice IAPC ausiliario che depuri l'indice complessivo dall'impatto diretto delle variazioni delle imposte indirette. Nel contempo la BCE, in collaborazione con le banche centrali nazionali del SEBC, ha compilato stime dei prezzi amministrati basate sullo IAPC. Tali stime sperimentali per l'area dell'euro vengono ora pubblicate per la prima volta in questo numero del Bollettino (cfr. tavola 5.1 della sezione "Statistiche dell'area dell'euro"). L'analisi esposta nel presente riquadro ha l'obiettivo di illustrare le nuove informazioni divenute disponibili sui prezzi amministrati e valutare l'influenza diretta di questi ultimi sull'inflazione dell'area.

Le nuove stime dei prezzi amministrati formulate dalla BCE mirano a mostrare l'andamento di un sottoinsieme di prezzi nel paniere dello IAPC che sono direttamente fissati o significativamente influenzati dai governi (incluse le amministrazioni centrali, regionali e locali nonché le autorità di regolamentazione nazionali) mediante misure diverse dalle modifiche delle imposte indirette. Alcuni esempi di prezzi amministrati comprendono i prezzi dei trasporti locali, le spese d'istruzione, i canoni di locazione regolamentati e le tariffe telefoniche, che, a seconda delle prassi nazionali, possono richiedere l'autorizzazione delle autorità di regolamentazione. Le stime vengono elaborate dalla BCE sulla base dei sottoindici dello IAPC e dei pesi dei paesi dell'area dell'euro pubblicati dall'Eurostat. I risultati per l'area si fondano su una valutazione delle prassi nazionali di amministrazione dei prezzi per i beni e i servizi contenuti in ciascuno dei 93 sottoindici dettagliati dello IAPC<sup>1)</sup>. Viene inoltre compilata una scomposizione per i prezzi completamente amministrati (ossia fissati direttamente dai governi) e per i prezzi principalmente amministrati (ovvero i cui andamenti sono influenzati in misura molto significativa dai governi o dalle autorità di regolamentazione nazionali)<sup>2)</sup>. Va notato che, a causa della difficoltà di isolare l'impatto delle decisioni governative da quello di altri fenomeni che influenzano il processo di determinazione dei prezzi, le stime possono fornire solo un'approssimazione delle variazioni dei prezzi dovute a decisioni amministrative e dovrebbero pertanto essere interpretate con cautela<sup>3)</sup>.

### Impatto dei prezzi amministrati sull'inflazione misurata sullo IAPC

Secondo le nuove stime dell'indice dei prezzi amministrati basato sullo IAPC, nel periodo dal gennaio 2002 al marzo 2007<sup>4)</sup> il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi amministrati è stato pari, in media, al 2,5 per cento. Esso è salito da un minimo dell'1,2 per cento verso l'inizio del periodo a un massimo del 3,5 per cento in dicembre 2004, per poi collocarsi al 2,7 per cento in marzo 2007 (cfr. figura A). Da maggio 2003 i prezzi amministrati hanno registrato una cresci-

1) Il fatto che le nuove stime tengano conto delle differenze nelle prassi nazionali di amministrazione dei prezzi nei paesi dell'area dell'euro rappresenta un miglioramento sostanziale rispetto alle stime precedentemente pubblicate (cfr. ad esempio il riquadro *Impatto della dinamica delle imposte indirette e dei prezzi amministrati sull'inflazione* nel numero di gennaio 2004 di questo Bollettino).

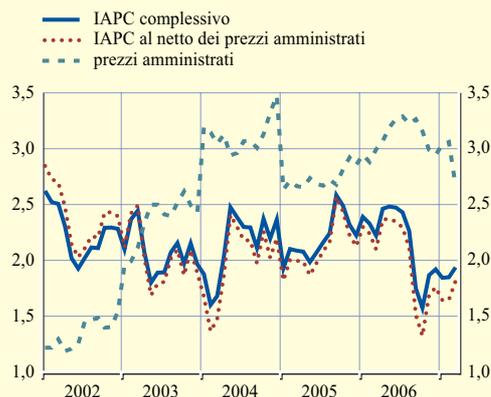
2) Le stime dei prezzi amministrati (inclusi questi sottoindici) possono essere scaricate dal sito Internet dello Statistical Data Warehouse della BCE all'indirizzo <http://sdw.ecb.int/browse.do?currentNodeId=2120778>.

3) Per ulteriori dettagli circa la metodologia utilizzata nell'elaborazione di questo indicatore cfr. <http://www.ecb.int/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.

4) Il nuovo indice dei prezzi amministrati basato sullo IAPC comincia da gennaio 2001.

**Figura A IAPC complessivo e prezzi amministrati**

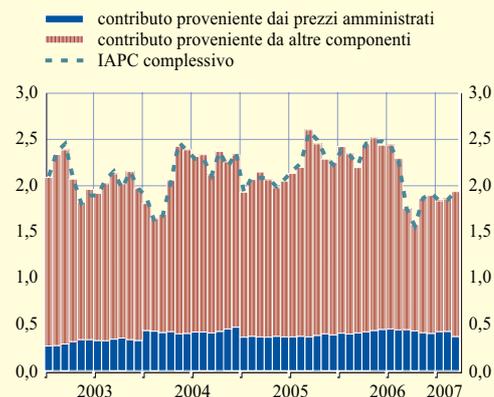
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e stime della BCE basate sui dati Eurostat.

**Figura B Contributo delle variazioni dei prezzi amministrati allo IAPC complessivo**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

ta più rapida di quella dello IAPC complessivo. Essi hanno pertanto intensificato le pressioni al rialzo sui prezzi, come risulta evidente anche raffrontando l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC per l'area dell'euro con un indice sintetico che esclude tali prezzi.

La quota totale dei prezzi amministrati nello IAPC complessivo è pari al 13,9 per cento nel 2007. Negli ultimi anni il contributo delle variazioni dei prezzi amministrati all'inflazione aggregata è stato significativo e non sembra correlato con i tassi di inflazione complessiva (cfr. figura B). In marzo 2007 il contributo era pari a 0,4 punti percentuali, in linea con la media dal 2003. Dopo il minimo di 0,3 punti percentuali toccato all'inizio del 2003, il contributo dei prezzi amministrati all'inflazione sui dodici mesi dell'area ha raggiunto un massimo di quasi 0,5 punti percentuali nel 2004, principalmente ascrivibile alla riforma sanitaria attuata in Germania.

Per quanto riguarda i prezzi completamente amministrati (cfr. figura C), le variazioni dei relativi tassi sui dodici mesi sono notevolmente più volatili rispetto a quelle dell'insieme della componente amministrata. I prezzi completamente amministrati hanno registrato la crescita minima (1 per cento) in ottobre e novembre 2002 e la crescita massima (4,9 per cento) in maggio e giugno 2006; l'attuale tasso del 3,3 per cento, registrato in marzo 2007, è ancora elevato. Tuttavia, questa componente ha un peso relativamente ridotto, pari al 3,5 per cento, nello IAPC complessivo.

È importante ricordare che la quantificazione precisa dell'impatto dei prezzi amministrati

**Figura C Componenti dei prezzi amministrati**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

sull'inflazione misurata dallo IAPC complessivo è soggetta a diverse incertezze. Ad esempio, sebbene il nuovo indice dei prezzi amministrati offra informazioni più precise rispetto a quelle disponibili in precedenza, inevitabilmente non è possibile operare una perfetta distinzione tra le variazioni di prezzo ascrivibili a interventi governativi e quelle riconducibili a andamenti di mercato, come le pressioni sui prezzi derivanti da una concorrenza imperfetta in alcuni mercati dei beni, i costi sottostanti e altri fattori fuori dal controllo dei governi. Sono pertanto inevitabili casi e decisioni limite nella classificazione di alcune voci.

Una valutazione dell'impatto diretto complessivo delle misure governative sulle dinamiche dell'inflazione dovrebbe inoltre tenere conto dell'influenza delle imposte indirette. Secondo le ultime proiezioni formulate dagli esperti della BCE<sup>5)</sup>, ci si attende che nel 2007 le imposte indirette forniscano all'inflazione misurata sullo IAPC per l'area dell'euro un contributo di 0,5 punti percentuali, significativamente superiore all'apporto di circa 0,2 punti percentuali registrato in media negli anni precedenti. Ulteriori informazioni saranno disponibili dopo che Eurostat e gli istituti nazionali di statistica avranno completato il progetto di calcolare un indice ausiliario basato sullo IAPC che mantenga le imposte indirette costanti nel tempo, assumendo una trasmissione completa e immediata delle variazioni delle aliquote d'imposta. I primi risultati dell'indice dovrebbero essere pubblicati dall'Eurostat entro la fine del 2007.

In generale, l'impatto delle politiche governative sull'inflazione dell'area dell'euro attraverso l'amministrazione dei prezzi e l'imposizione indiretta si è intensificato negli ultimi anni e sembra generalmente non trascurabile. Ciò deve essere tenuto in considerazione nel valutare le pressioni complessive sui prezzi al fine di mantenere i tassi di inflazione su un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio termine.

5) Cfr. il riquadro *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE* nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino.

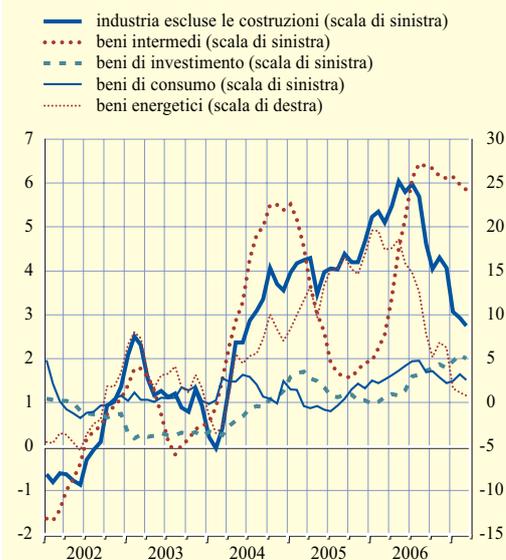
### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In marzo la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è calata lievemente al 2,7 per cento, dal 2,9 di febbraio (cfr. figura 18). Questo andamento è stato determinato principalmente dalla componente dei beni energetici, che ha rispecchiato effetti base derivanti da passati rincari petroliferi. Il tasso di variazione dell'indice al netto di beni energetici e costruzioni è rimasto praticamente costante, al 3,4 per cento, rispecchiando solo una lieve flessione nelle tre componenti principali. In marzo la crescita dei prezzi dei beni intermedi è rimasta su livelli piuttosto elevati, pur calando di 0,2 punti percentuali al 5,8 per cento, per effetto della trasmissione dei rincari delle materie prime. Nei settori dei beni di investimento e di consumo l'inflazione è diminuita di 0,1 punti percentuali, al 2,0 per cento per i beni di investimento e di consumo durevoli, e all'1,4 per i beni di consumo non durevoli. Nonostante queste ultime flessioni, la recente dinamica dei prezzi dei beni di consumo e di investimento segnala ancora il protrarsi di una parziale trasmissione degli scorsi rincari delle materie prime.

Anche i dati sul processo di fissazione dei prezzi contenuti nelle più recenti indagini congiunturali suggeriscono che le spinte sui prezzi sono rimaste elevate sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi (cfr. figura 19). Secondo NTC Economics, tuttavia, in aprile i due settori hanno mostrato tassi di variazione divergenti. La dinamica dei prezzi nel settore manifatturiero si

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

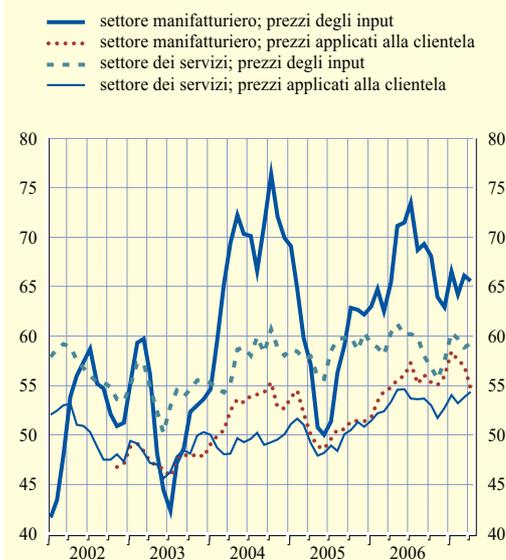
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

(indici di diffusione; dati mensili)



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

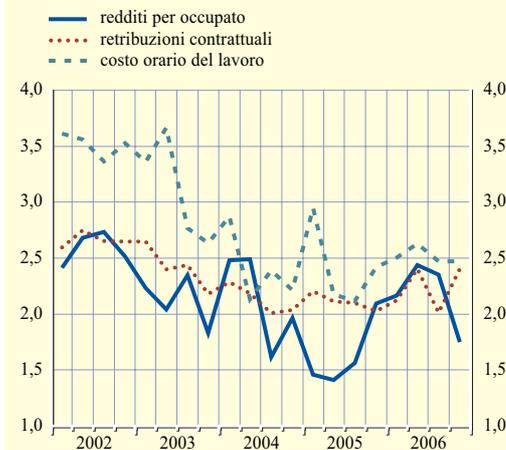
sta attenuando, pur segnalando ancora pressioni verso l'alto, a causa del rallentamento dei costi degli input e della necessità di rendere competitivi i prezzi per mantenere i volumi di vendita. Per contro nei servizi, gli indicatori delle indagini congiunturali relativi ai prezzi degli input e a quelli applicati alla clientela suggeriscono che in aprile c'è stato un ulteriore aumento delle pressioni inflazionistiche. Secondo gli intervistati, questi andamenti riflettono i vincoli di capacità, il rafforzamento della domanda e l'accresciuto potere delle imprese nel determinare i prezzi nel settore dei servizi.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Le informazioni pervenute suggeriscono che la dinamica del costo del lavoro è rimasta generalmente moderata fino alla fine del 2006. Nel quarto trimestre la crescita sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro è stata del 2,5 per cento (cfr. figura 20), simile ai tassi rivisti al rialzo nei primi tre trimestri dell'anno. Di conseguenza, la crescita del costo orario complessivo del lavoro nel 2006, al 2,5 per cento, è stata lievemente superiore a quella media

**Figura 20 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati sulle retribuzioni contrattuali non includono la Slovenia.

**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.

osservata nei due anni precedenti (cfr. tavola 6). Una lieve accelerazione è stata registrata anche per le retribuzioni contrattuali nel 2006.

La scomposizione settoriale indica che, mentre nel quarto trimestre la crescita del costo orario del lavoro è aumentata sia nel settore delle costruzioni sia in quello dei servizi di mercato, la dinamica salariale nel settore industriale, pur in rallentamento, ha continuato a essere più vigorosa di quella nei servizi di mercato in media d'anno (cfr. figura 21).

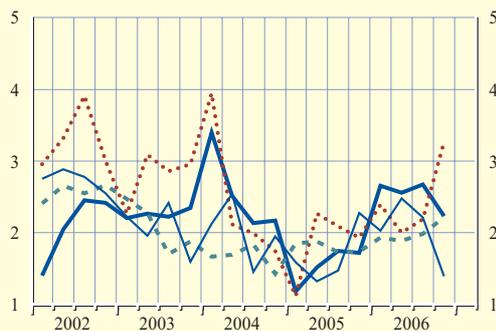
Nel quarto trimestre l'incremento sul periodo corrispondente dei redditi per occupato nell'area è calato all'1,8 per cento, dal 2,4 corretto al rialzo nel trimestre precedente, principalmente a causa di particolari andamenti temporanei del settore pubblico in Italia. Questo rallentamento, unitamente alla forte crescita della produttività del lavoro, ha azzerato nell'ultimo trimestre la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto, rimasta stabile all'1,0 per cento nei primi tre trimestri. Pertanto, i dati relativi al 2006 confermano che l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto è stato piuttosto contenuto a causa di una dinamica salariale complessivamente moderata e di un significativo recupero della produttività. In certa misura, questa moderazione potrebbe rispecchiare fattori

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

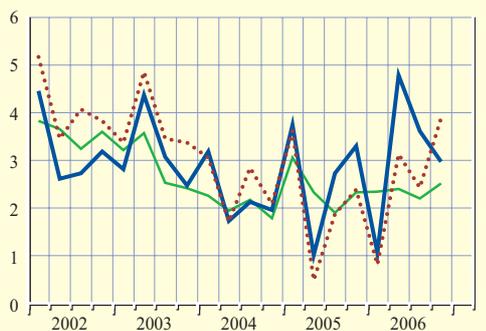
**Redditi per occupato**

- 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.

strutturali, come l'impatto della globalizzazione e la forte concorrenza ad essa associata, oltre a una diversa composizione delle forze di lavoro, con un incremento dei percettori di salari bassi per effetto delle scorse riforme. Tuttavia, guardando al futuro alla luce della migliore posizione congiunturale, e considerando il favorevole slancio della crescita osservato di recente nell'area nonché le condizioni tese sul mercato del lavoro, i rischi di crescenti pressioni sui salari stanno aumentando.

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

Il rallentamento dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro dalla metà del 2005 è continuato nella seconda metà del 2006, nonostante l'andamento dei prezzi degli immobili residenziali sia rimasto vivace in numerosi paesi dell'area (cfr. riquadro 5). Stando alle ultime stime, la crescita sul periodo corrispondente dei prezzi degli immobili residenziali nell'area si è collocata al 6,0 per cento nel secondo semestre del 2006, in flessione dal 6,9 della prima metà dell'anno. Di conseguenza, nel 2006 la dinamica dei prezzi dei beni residenziali nell'area è calata al 6,4 per cento, dal 7,9 del 2005.

#### Riquadro 5

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

Questo riquadro fornisce una panoramica degli andamenti recenti nei mercati degli immobili residenziali dell'area dell'euro, incentrandosi sulle variazioni dei prezzi nel contesto delle tendenze della domanda e dell'offerta di abitazioni.

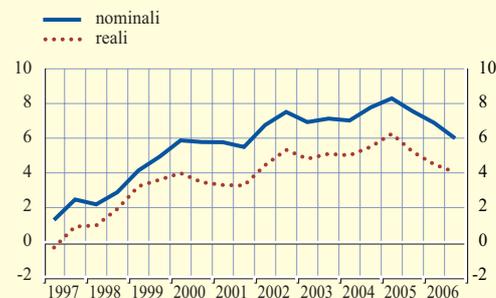
#### Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali

Nel 2006 è continuata la decelerazione dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro già osservata nella seconda metà del 2005. In base alle ultime stime, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prezzi delle abitazioni per l'intera area dell'euro è stato pari al 6,0 per cento nel secondo semestre del 2006, in calo rispetto al 6,9 per cento del primo (cfr. figura A). Ciò ha portato il tasso di incremento nel 2006 al 6,4 per cento, a fronte del 7,9 per cento del 2005. I dati nazionali disponibili, pur rivelando un certo grado di eterogeneità all'interno dell'area, confermano che in diversi paesi si sta verificando una graduale diminuzione del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prezzi degli immobili residenziali (cfr. tavola).

I dati disponibili per il 2006 mostrano che nella maggior parte dei paesi in cui si sono osservati forti incrementi dei prezzi delle abitazioni nel 2005, con tassi prossimi o superiori al 10 per cento, si è registrata una moderazione nel corso del 2006. In Belgio, Francia e Italia il

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati semestrali)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati nazionali.  
Nota: serie dei prezzi degli immobili residenziali calcolata utilizzando lo IAPC dell'area dell'euro come deflatore. Aggregato dei prezzi degli immobili residenziali costruito partendo da serie nazionali che coprono più del 90 per cento del PIL dell'area dell'euro per l'intero periodo.

## Prezzi degli immobili residenziali nei paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	1997-2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2005		2006	
								1° sem.	2° sem.	1° sem.	2° sem.
Belgio <sup>1)</sup>	6,7	6,7	7,7	6,1	10,7	18,5	11,2	18,7	18,2	12,3	10,2
Germania <sup>2)</sup>	-0,5	0,2	-1,3	-1,3	-1,6	-1,6	0,3	-	-	-	-
Irlanda <sup>2)</sup>	21,0	8,1	10,1	15,2	11,4	11,5	-	10,8	12,1	13,6	-
Grecia <sup>2)</sup>	10,5	14,4	13,9	5,4	2,2	11,0	-	9,2	12,7	-	-
Spagna <sup>2)</sup>	6,2	9,9	15,7	17,6	17,4	13,9	10,4	14,8	13,1	11,4	9,5
Francia <sup>3)</sup>	4,4	7,9	8,3	11,7	15,2	15,3	12,0	15,5	15,1	13,9	10,4
Italia <sup>2)</sup>	1,5	7,4	13,7	10,6	9,2	9,6	6,7	11,6	7,8	6,4	7,0
Lussemburgo <sup>1)</sup>	5,5	13,8	11,7	12,9	10,0	-	-	-	-	-	-
Paesi Bassi <sup>3)</sup>	14,1	11,2	8,5	4,9	4,1	4,8	4,5	4,8	4,9	4,9	4,2
Austria <sup>2) 4)</sup>	-1,8	2,2	0,2	0,3	-2,2	5,1	4,0	6,8	3,4	4,1	4,0
Portogallo <sup>2)</sup>	5,8	3,6	1,1	1,6	0,4	-	-	1,9	-	-	-
Slovenia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finlandia <sup>3)</sup>	10,6	0,7	6,1	6,3	7,3	6,1	-	4,6	7,6	8,3	-
Area dell'euro	3,7	5,6	7,1	7,0	7,4	7,9	6,4	8,3	7,5	6,9	6,0

Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: pesi basati sul PIL nominale del 2005.

1) Abitazioni nuove e esistenti; intero paese.

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

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

4) Fino al 2000, solo Vienna.

2006 è stato il primo anno di rallentamento, mentre in Spagna è proseguita la decelerazione iniziata nel 2005. In Irlanda i dati disponibili per il primo semestre del 2006 hanno mostrato una crescita ancora vigorosa, ma informazioni più aggiornate suggeriscono che dalla metà dell'anno si è verificata una graduale decelerazione. I dati recenti evidenziano inoltre per la prima volta un'accelerazione dei prezzi degli alloggi in Germania, dopo un periodo di andamenti moderati.

## Andamenti degli indicatori dal lato della domanda

Gli andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro rispecchiano l'interazione tra domanda e offerta di abitazioni <sup>1)</sup>. Per quanto riguarda la domanda, i segnali più recenti provenienti da indicatori quali le misure di accessibilità finanziaria degli alloggi e gli indicatori finanziari suggeriscono un graduale raffreddamento della domanda di immobili residenziali nel 2006 e agli inizi del 2007.

Le misure di accessibilità finanziaria delle abitazioni combinano vari indicatori del reddito delle famiglie e delle condizioni finanziarie. La crescita del reddito disponibile in termini nominali delle famiglie è aumentata nel 2006 rispetto al 2005, ma è rimasta nettamente al di sotto del tasso di incremento dei prezzi degli immobili residenziali. Di conseguenza, l'accessibilità finanziaria "grezza" – misurata dal rapporto tra il reddito disponibile nominale delle famiglie e i prezzi degli immobili residenziali – ha continuato a diminuire nel 2006, in linea con la tendenza calante osservata dal 2001 circa (cfr. figura B). Le misure di accessibilità finanziaria corretta per gli interessi <sup>2)</sup> si sono mosse nella stessa direzione nel 2006. Ciò rispecchia in larga misura la svolta

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

2) Le misure di accessibilità finanziaria corretta per gli interessi corrispondono al rapporto fra il reddito disponibile nominale delle famiglie e il reddito che le famiglie necessiterebbero per comperare un'abitazione alle condizioni di prestito prevalenti. Per informazioni più dettagliate, cfr. l'articolo *Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino.

delle condizioni finanziarie alla fine del 2005, in quanto i tassi nominali e reali sui prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni, dopo aver raggiunto minimi storici nel 2005, sono saliti durante il 2006.

Una certa normalizzazione della domanda di abitazioni è riscontrabile anche negli andamenti dei mutui ipotecari. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha raggiunto un massimo nel marzo 2006 (a livelli attorno al 12,1 per cento) e ha poi iniziato a diminuire gradualmente, scendendo a valori attorno all'8,9 per cento nel marzo 2007 (cfr. figura B). Tale calo rispecchia molto probabilmente l'aumento dei costi di finanziamento, unitamente alla lieve riduzione della crescita dei prezzi degli alloggi. Nel complesso, gli indicatori disponibili e i dati delle indagini suggeriscono che la domanda di abitazioni ha continuato ad attenuarsi agli inizi del 2007.

#### Andamenti dell'offerta di abitazioni

Per quanto attiene all'offerta di abitazioni, gli indicatori disponibili presentano un quadro contrastante. Ad esempio, la crescita degli investimenti residenziali nell'area dell'euro, associabile ai flussi nel patrimonio immobiliare esistente, è aumentata significativamente nel 2006 rispetto al 2005. Il tasso di espansione sui dodici mesi registrato nel 2006, al 4,7 per cento, è stato il più elevato dal 1994 (cfr. figura C). Tuttavia, per quanto riguarda la crescita delle concessioni edilizie, verso il secondo semestre del 2006 sono rilevabili alcuni segni di moderazione. Sfortunatamente il quadro dell'offerta di immobili residenziali nell'area dell'euro rimane parziale, data la mancanza di dati omogenei e tempestivi su indicatori importanti quali i prezzi dei terreni e le abitazioni completate.

Nel complesso, le informazioni recenti sembrano essere in linea con un raffreddamento degli andamenti nei mercati degli immobili residenziali dopo un prolungato periodo di tassi d'incremento insolitamente elevati dei prezzi delle abitazioni. Tuttavia, in termini reali, deflazionata per lo IAPC, la crescita dei prezzi delle abitazioni rimane tuttora relativamente sostenuta in media nell'area dell'euro rispetto

**Figura B Indicatori della domanda di abitazioni nell'area dell'euro**

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

- prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni<sup>1)</sup> (scala di sinistra)
- ..... accessibilità di prezzo non corretta<sup>2)</sup> (scala di destra)
- - - - - accessibilità di prezzo corretta per il tasso di interesse<sup>3)</sup> (scala di destra)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati dei prestiti per l'acquisto di abitazioni sono disponibili fino a marzo 2007.

2) Rapporto fra reddito disponibile delle famiglie in termini nominali e prezzi degli immobili residenziali.

3) Rapporto fra reddito disponibile delle famiglie in termini nominali e il reddito necessario alle famiglie ad acquistare un'abitazione indebitandosi ai tassi prevalenti sul mercato.

**Figura C Indicatori dell'offerta di abitazioni nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- investimenti residenziali (scala di sinistra)
- ..... permessi di costruzione rilasciati



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: entrambi gli indicatori vengono mostrati sotto forma di medie mobili di quattro trimestri di variazioni percentuali sul trimestre precedente.

ai dati storici (cfr. figura A); inoltre il tasso di espansione reale dei mutui ipotecari resta elevato in una prospettiva di lungo periodo. È pertanto necessario continuare a tenere sotto attenta osservazione gli andamenti dei mercati degli immobili residenziali.

### 3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

A meno di ulteriori rincari del greggio, l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe calare nei prossimi mesi, per poi aumentare nuovamente intorno al 2 per cento verso la fine dell'anno, dopo un periodo fortemente influenzato dalla volatilità dei prezzi dei beni energetici nel 2006. Le prospettive per l'inflazione rimangono soggette a diversi rischi verso l'alto: in primo luogo, il rischio di ulteriori rincari petroliferi; secondo, il rischio di ulteriori aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette oltre quelli già annunciati e decisi finora. Terzo, e più rilevante, una dinamica salariale più vigorosa di quanto al momento anticipato potrebbe comportare significativi rischi verso l'alto sulle prospettive per l'inflazione, considerando anche il favorevole andamento delle condizioni del mercato del lavoro negli ultimi trimestri. L'ultima Survey of Professional Forecasters, condotta dalla BCE in aprile, ha fornito risultati sostanzialmente simili riguardo alle aspettative e alle valutazioni dei rischi sulle prospettive per l'inflazione (cfr. riquadro 6).

#### Riquadro 6

##### I RISULTATI DELLA SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DELLA BCE PER IL SECONDO TRIMESTRE DEL 2007

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* per il secondo trimestre del 2007, condotta dalla BCE tra il 16 e il 23 aprile 2007. L'SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sulla crescita del PIL e sulla disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea. Alla luce della diversità del campione di partecipanti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive.

##### Aspettative di inflazione per il 2007 e il 2008

In media, i partecipanti all'SPF hanno rivisto al ribasso le aspettative di inflazione per il 2007, all'1,9 per cento dal 2,0 della precedente indagine (cfr. tavola)<sup>1)</sup>. Tale revisione riflette in larga misura la percezione di un impatto inferiore alle attese dell'aumento dell'IVA in Germania, di una maggiore trasmissione della flessione dei prezzi energetici e di andamenti dei prezzi dei generi alimentari più favorevoli sulla scia delle condizioni meteorologiche eccezionalmente miti. Le aspettative di inflazione per il 2007 dell'SPF sono 0,1 punti percentuali al di sopra di quelle pubblicate nelle edizioni di aprile 2007 di *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*, ma rientrano nell'intervallo delle proiezioni macroeconomiche formulate in marzo 2007 dagli esperti della BCE. Per quanto riguarda il 2008, i previsori dell'indagine SPF hanno fornito in media un quadro invariato delle attese di inflazione, all'1,9 per cento, sostanzialmente in linea con i valori di *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer* e nell'intervallo delle proiezioni degli esperti della BCE.

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

## Risultati della *Survey of Professional Forecasters*, di *Consensus Economics* e dell'*Euro Zone Barometer*

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

1) In percentuale delle forze di lavoro.

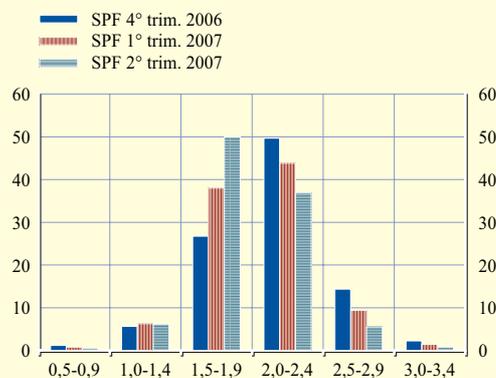
2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2011 nella presente SPF e nell'*Euro Zone Barometer* (dati pubblicati nell'*Euro Zone Barometer* di gennaio 2007), al periodo 2013-2017 nelle previsioni di *Consensus Economics*.

Ai partecipanti all'indagine SPF è stato inoltre chiesto di assegnare una distribuzione di probabilità alle proprie previsioni. Questa distribuzione fornisce informazioni sulla probabilità che i risultati futuri si collochino all'interno di un determinato intervallo. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte rende più facile desumere il modo in cui i partecipanti valutano, in media, il rischio che il risultato effettivo si situi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. In linea con la revisione al ribasso della stima puntuale per il 2007, la distribuzione di probabilità sulle attese di inflazione per quest'anno si è spostata verso valori inferiori rispetto all'SPF per il primo trimestre del 2007 (cfr. figura A). Vi sono state anche alcune variazioni nella distribuzione di probabilità relativa all'inflazione nel 2008, per la quale la maggior parte delle risposte è rimasta nell'intervallo centrale compreso tra l'1,5 e l'1,9 per cento, ma si è avuto un marcato incremento nell'intervallo 2,0-2,4 per cento.

I rischi cui sono soggette le previsioni dell'indagine SPF sono stimati dagli esperti soprattutto al rialzo, connessi in particolare a una risalita dei corsi petroliferi e a un'accelerazione dei salari nel contesto di una perdurante dinamica espansiva. Alcuni partecipanti hanno menzionato l'impatto di misure governative

**Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione nel 2007 (*Survey of Professional Forecasters*, ultime tre inchieste<sup>1)</sup>)**

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

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

sui prezzi quale ulteriore rischio al rialzo per l'inflazione. Tuttavia, alcuni interpellati hanno altresì indicato un rischio al ribasso derivante da un apprezzamento del tasso di cambio.

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

Le aspettative di inflazione a più lungo termine (cinque anni) sono rimaste saldamente ancorate all'1,9 per cento per la ventiduesima indagine consecutiva, risultando perfettamente in linea con le stime recentemente pubblicate da *Euro Zone Barometer* per il 2011 e con quelle fornite in aprile 2007 da *Consensus Economics* per l'orizzonte da sei a dieci anni. La distribuzione di probabilità media delle attese di inflazione a più lungo termine è rimasta sostanzialmente invariata rispetto all'indagine precedente, con la maggior parte della distribuzione di probabilità aggregata inclusa nell'intervallo 1,5-1,9 per cento. La probabilità che l'inflazione possa collocarsi su un livello pari o superiore al 2 per cento è aumentata lievemente al 46 per cento (cfr. figura B).

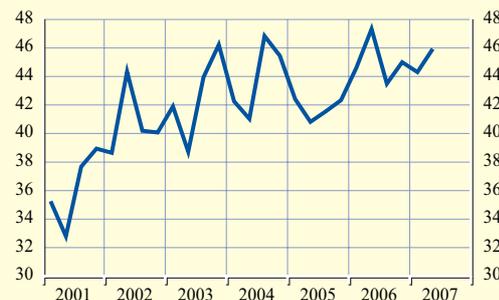
I risultati dell'SPF possono inoltre essere raffrontati con il tasso di inflazione di pareggio, un indicatore delle aspettative di inflazione a più lungo termine degli operatori di mercato calcolato come differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione<sup>2)</sup>. Il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni, desunto dai titoli di Stato francesi indicizzati (collegati allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei tabacchi) con scadenza nel 2015, è di recente leggermente salito (cfr. figura C), mentre il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni su un orizzonte di cinque anni è rimasto relativamente stabile. Tuttavia, non bisognerebbe interpretare i tassi di inflazione di pareggio come misure dirette delle aspettative di inflazione, in ragione del fatto che possono incorporare premi per il rischio (quali quelli per l'incertezza sull'inflazione e per la liquidità).

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

Rispetto alla precedente indagine SPF, le aspettative per la crescita del PIL in termini reali sono state riviste nettamente al rialzo di

**Figura B Probabilità che l'inflazione si collochi su un valore uguale o superiore al 2 per cento dopo cinque anni**

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Consensus Economics, BCE, Reuters ed elaborazioni della BCE. Nota: il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni è derivato su obbligazioni con scadenza nel 2012 fino a marzo 2005 e, successivamente a tale data, su obbligazioni con scadenza nel 2015.

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

0,4 punti percentuali per il 2007 e indicano ora un'espansione del 2,5 per cento. Tale revisione rispecchia principalmente un miglioramento delle attese sulla domanda interna (in particolare consumi privati e investimenti) e sulla domanda estera. Anche la crescita attesa del PIL per il 2008 è stata rivista al rialzo, di 0,2 punti percentuali al 2,3 per cento. Per entrambi gli anni, i rischi riguardanti le previsioni vengono valutati dai partecipanti prevalentemente verso il basso, soprattutto in connessione all'evoluzione dei prezzi del petrolio, al vigore dell'euro e agli squilibri a livello mondiale. Nel complesso, le aspettative di crescita per il 2007 e il 2008 contenute nell'SPF sono lievemente più elevate di quelle riportate nelle edizioni di aprile 2007 di *Euro Zone Barometer* e *Consensus Economics*, ma rientrano negli intervalli delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE. Le aspettative per la crescita a più lungo termine (per il 2011) rimangono invariate al 2,1 per cento. Stando agli esperti, le prospettive di espansione a più lungo termine dipendono principalmente da ulteriori riforme strutturali nel mercato del lavoro e nei sistemi previdenziali, dai flussi migratori e da un miglioramento della produttività.

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

Le aspettative sul tasso di disoccupazione per il 2007 e il 2008 sono state riviste al ribasso di 0,3 punti percentuali, collocandosi attualmente al 7,2 e al 6,9 per cento rispettivamente. Come nella precedente indagine SPF, i previsori hanno menzionato la perdurante espansione economica e l'indotto miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro come principali fattori all'origine dell'ulteriore calo del tasso di disoccupazione. Le attese sul tasso di disoccupazione per il 2007 e il 2008 contenute nell'SPF sono inferiori a quelle riportate nelle ultime edizioni di *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*. Anche le aspettative sul tasso di disoccupazione a più lungo termine sono state riviste al ribasso, di 0,2 punti percentuali al 6,7 per cento per il 2011. Il saldo dei rischi di queste previsioni viene valutato verso l'alto. Gli intervistati continuano ad affermare che il calo del tasso di disoccupazione nell'orizzonte a più lungo termine è in larga misura subordinato a ulteriori riforme del mercato del lavoro.

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

Le ultime informazioni economiche confermano le prospettive attese per il PIL in termini reali dell'area dell'euro, indicando un'espansione vigorosa e generalizzata che riflette le condizioni favorevoli della domanda interna ed estera. Le condizioni del mercato del lavoro continuano a migliorare e dovrebbero promuovere un aumento della crescita dei consumi privati. Si calcola che i rischi per questo scenario restino sostanzialmente bilanciati nel breve periodo, ma al ribasso nel più lungo termine, principalmente a causa di fattori esterni.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La seconda stima dell'Eurostat relativa al PIL in termini reali dell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2006 conferma una crescita sul periodo precedente dello 0,9 per cento, dopo lo 0,6 per cento del terzo trimestre. La crescita nell'area è divenuta sempre più bilanciata tra le diverse componenti della spesa (cfr. figura 22). Il rafforzamento nel quarto trimestre è principalmente riconducibile agli investimenti fissi lordi e alle esportazioni nette, a fronte di un contributo negativo delle scorte di 0,5 punti percentuali (pari, in termini assoluti, al doppio della media storica). Tuttavia, data la natura residuale della variazione delle scorte nei dati di contabilità nazionale, qualsiasi interpretazione economica di tale contributo negativo è soggetta a un elevato grado di incertezza. Inoltre, parte del calo della variazione delle scorte è ascrivibile a una correzione "tecnica" al ribasso della dinamica delle scorte in Germania, introdotta per tenere conto di una distorsione nei dati relativi alle esportazioni nel quarto trimestre.

#### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

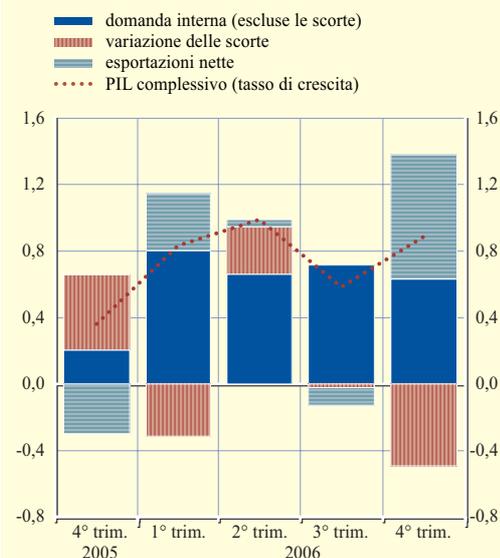
Rispetto al trimestre precedente, la scomposizione settoriale della crescita nel quarto trimestre evidenzia un rafforzamento dell'attività economica nel settore dei servizi e un rallentamento nell'industria.

In febbraio la produzione industriale dell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) è aumentata dello 0,6 per cento sul mese precedente. Dopo una netta flessione verso la fine del 2006, la crescita della produzione si è ripresa nei mesi recenti, salendo in febbraio all'1,3 per cento sul trimestre precedente, un tasso prossimo a quelli vigorosi osservati a metà dell'anno scorso (cfr. figura 23). Questi ultimi andamenti positivi sono principalmente sospinti dalla produzione di beni intermedi e di investimento, a fronte di incrementi più modesti per i beni di consumo, che in parte riflettono le dinamiche tedesche probabilmente associate agli effetti dell'incremento dell'IVA all'inizio dell'anno. La crescita della produzione nel settore delle costruzioni, espressa in medie mobili a tre mesi, è rimasta vigorosa in febbraio.

I nuovi ordini hanno registrato un incremento dell'1,8 per cento in termini di medie mobili a

Figura 22 Crescita del PIL a prezzi costanti e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

tre mesi in febbraio e continuano a dare indicazioni positive per l'andamento del settore industriale nel primo trimestre del 2007.

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

I risultati delle indagini condotte presso le imprese dei settori industriale e dei servizi offrono segnali incoraggianti circa il vigore dell'attività economica all'inizio del secondo trimestre.

Secondo le indagini condotte dalla Commissione europea presso le imprese e i consumatori, il clima di fiducia nell'industria è migliorato ulteriormente in aprile salendo ai livelli più elevati mai registrati. Tale evoluzione favorevole è riconducibile al miglioramento della valutazione della produzione attesa e degli ordini, a fronte della stabilità della valutazione delle scorte di prodotti finiti. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è rimasto stabile in aprile e continua pertanto a essere coerente con una crescita positiva. In contrasto con l'indagine della Commissione, l'indice PMI indica da qualche mese un possibile rallentamento della crescita del settore manifatturiero dell'area (cfr. figura 24). Per quanto riguarda i servizi, l'indice del clima di fiducia della Commissione è rimasto stabile in aprile, a fronte di un lieve calo dell'indice di attività dell'indagine PMI. Nel complesso, gli indicatori delle ultime indagini continuano a segnalare una crescita economica generalizzata nella prima metà del 2007.

**Figura 23 Crescita della produzione industriale e contributi**

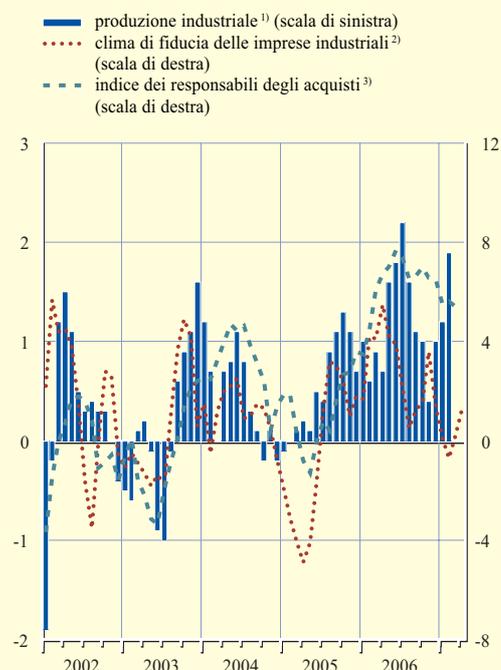
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

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

(dati mensili destagionalizzati)



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

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

### INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Nel quarto trimestre i consumi privati nell'area dell'euro sono cresciuti dello 0,4 per cento sul trimestre precedente, dopo lo 0,7 nel terzo. Le ultime informazioni disponibili sulla spesa delle famiglie indicano un'ulteriore moderazione dei consumi nel primo trimestre, associata all'incremento dell'IVA in Germania. Le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite del 3,5 per cento, riflettendo un contributo negativo per circa 0,2 punti percentuali delle vendite di autovetture alla crescita dei consumi privati. La crescita delle vendite al dettaglio nell'area dell'euro è scesa dallo 0,4 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno allo 0,0 per cento nel primo dell'anno in corso. Ciò colloca a -0,2 punti percentuali il contributo complessivo delle vendite al dettaglio e delle immatricolazioni alla crescita dei consumi privati nel primo trimestre (cfr. figura 25).

Guardando al di là di questi andamenti di breve periodo, le prospettive per i consumi restano positive nel medio termine. Il clima di fiducia presso i consumatori dell'area è rimasto stabile in aprile, su livelli massimi dal giugno 2001. Gli elevati livelli correnti di tale indicatore sono probabilmente collegati alle favorevoli condizioni del mercato del lavoro, che hanno continuato a migliorare all'inizio del 2007 e dovrebbero sostenere una dinamica positiva dei consumi privati nella prima metà dell'anno.

### 4.2 MERCATO DEL LAVORO

La crescita dell'occupazione nell'area dell'euro si è gradualmente rafforzata dall'inizio del 2005, a fronte di una tendenza decrescente della disoccupazione, in atto dal 2004. Gli ultimi dati sulla disoccupazione e i risultati delle indagini relativi alle attese per l'occupazione continuano a indicare condizioni del mercato del lavoro favorevoli nella prima metà del 2007.

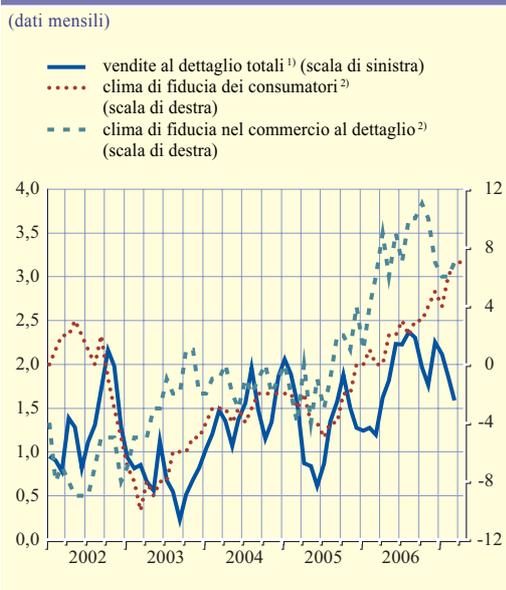
#### DISOCCUPAZIONE

Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è sceso al 7,2 per cento in marzo, in calo di 0,1 punti percentuali rispetto a febbraio (cfr. figura 26). Usando altre fonti di informazione, e in particolare l'indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea, per estendere a prima del 1993 le serie dei tassi di disoccupazione ufficiali pubblicati dall'Eurostat, il tasso di disoccupazione attuale risulta essere il più basso dall'inizio degli anni ottanta. Il numero di disoccupati è diminuito di circa 430.000 unità nel primo trimestre del 2007, e di circa 300.000 nel trimestre precedente.

#### OCCUPAZIONE

L'occupazione è cresciuta dello 0,3 per cento nel quarto trimestre. La scomposizione per settori indica il proseguimento della dinamica vigorosa del settore dei servizi e delle costruzioni, a fronte di un lie-

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



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.

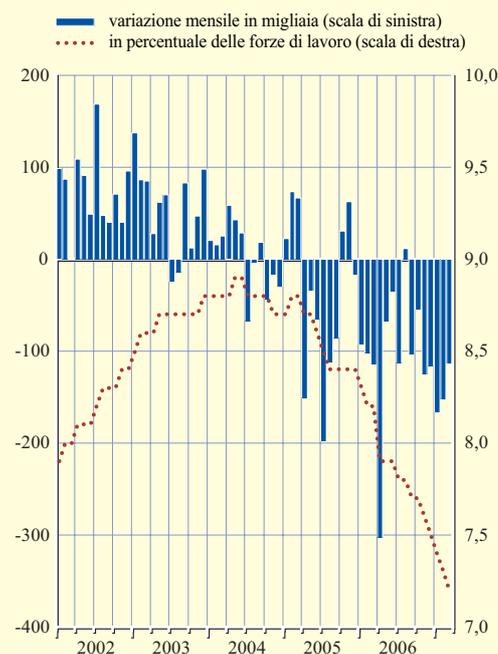
ve calo nell'industria in senso stretto. Come nei trimestri precedenti, la crescita dell'occupazione nei servizi è stata più elevata nei comparti dei servizi finanziari e dei servizi alle imprese (cfr. tavola 7).

La crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro si è collocata all'1,8 per cento nel quarto trimestre, toccando un massimo dal secondo trimestre del 2000. Gli ultimi dati disponibili indicano che tale recente miglioramento ha interessato anche il settore dei servizi. Tuttavia, questa indicazione va probabilmente analizzata con una certa cautela, al fine di non sopravvalutare il possibile ruolo di fattori strutturali nella recente dinamica della produttività. Le stime standard della produttività totale dei fattori dell'area dell'euro, che colgono i progressi tecnologici oltre ai miglioramenti nell'organizzazione e nella qualità del capitale, si mantengono su livelli contenuti.

Le attese sull'occupazione evidenziate dalle indagini della Commissione europea sono diminuite lievemente per i servizi e le costruzioni, ma sono rimaste invariate nell'industria. Le attese sull'occupazione risultanti dall'indagine PMI evidenziano un miglioramento per il settore manifatturiero in aprile, a fronte di un calo marginale nei servizi. Nel complesso, le attese sull'occupazione si collocano su livelli elevati e in linea con la valutazione secondo cui le condizioni del mercato del lavoro dell'area dell'euro stanno migliorando.

**Figura 26 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.

### 4.3 LE PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli ultimi dati pubblicati confermano che l'espansione dell'attività economica è proseguita nel primo trimestre dell'anno in corso e rimane solida e generalizzata. Su un orizzonte di medio termine, si prevede che i fattori interni ed esteri restino favorevoli. In particolare, il miglioramento in atto dei mercati del lavoro e il conseguente aumento del reddito reale disponibile dovrebbero sostenere la crescita dei consumi privati, mentre il proseguimento della crescita vigorosa della domanda mondiale dovrebbe contribuire a una significativa dinamica delle esportazioni. Tali sviluppi, uniti a un rafforzamento dell'attività economica interna, alla vigorosa dinamica degli utili e al favorevole andamento del clima di fiducia nell'industria, dovrebbero contribuire anche a sostenere gli investimenti. La valutazione complessiva dei rischi per tale scenario resta sostanzialmente invariata. Si stima che i rischi siano sostanzialmente bilanciati nel breve termine, ma al ribasso sugli orizzonti più lunghi, principalmente per effetto di fattori esterni quali una possibile ripresa dell'aumento dei prezzi del petrolio, un incremento delle pressioni protezionistiche e un possibile riassorbimento disordinato degli squilibri internazionali.

In linea con questa valutazione, le attese per la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel 2007 e 2008 sono state riviste al rialzo in aprile dagli istituti di previsione privati, riflettendo un miglioramento delle attese sulla domanda sia interna sia estera (cfr. il riquadro 6 sui risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE).

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

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

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

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

L'8 maggio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 24 importanti partner commerciali dell'area – era superiore del 2,2 per cento al livello di fine gennaio e del 3,5 per cento alla propria media del 2006 (cfr. figura 27).

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Negli ultimi tre mesi l'euro si è rafforzato sul dollaro statunitense e il 25 aprile ha raggiunto un massimo storico a 1,365 dollari. L'apprezzamento della moneta unica europea sarebbe in qualche misura connesso alle differenze di valutazione tra gli operatori in merito alle prospettive economiche delle due aree. Alla pubblicazione di dati relativamente positivi per l'area dell'euro hanno fatto riscontro statistiche più eterogenee negli Stati Uniti, dove ad esempio la crescita del PIL sul trimestre precedente è stata inferiore alle attese nel primo trimestre. Le differenti posizioni cicliche hanno inoltre trovato riflesso in un assottigliamento dei differenziali di interesse tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro negli ultimi tre mesi. Gli andamenti dei prezzi dei derivati valutari, che a febbraio avevano segnalato attese di una perdurante stabilità dell'euro rispetto al dollaro, dalla metà di marzo sono coerenti con aspettative sempre più consistenti di un ulteriore apprezzamento della moneta unica europea nel breve periodo. L'8 maggio l'euro era scambiato a 1,36 dollari, un livello superiore del 4,7 per cento a quello di fine gennaio e dell'8,0 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 28).

#### YEN GIAPPONESE/EURO

Negli ultimi tre mesi l'euro ha continuato a rafforzarsi sullo yen giapponese e il 3 maggio ha raggiunto un massimo storico a 163,47 yen. La fase ascendente si è interrotta solo temporaneamente a cavallo tra febbraio e marzo nel contesto delle turbolenze sui mercati finanziari mondiali, quando la moneta unica europea si è indebolita su quella nipponica. Ciò nonostante, nel periodo successivo tali perdite sono state più che com-

**Figura 27 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

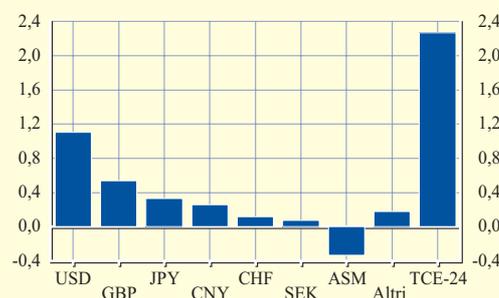
(dati giornalieri)

Indice: 1° trim. 1999 = 100



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

Dal 31 gennaio 2007 all'8 maggio 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.

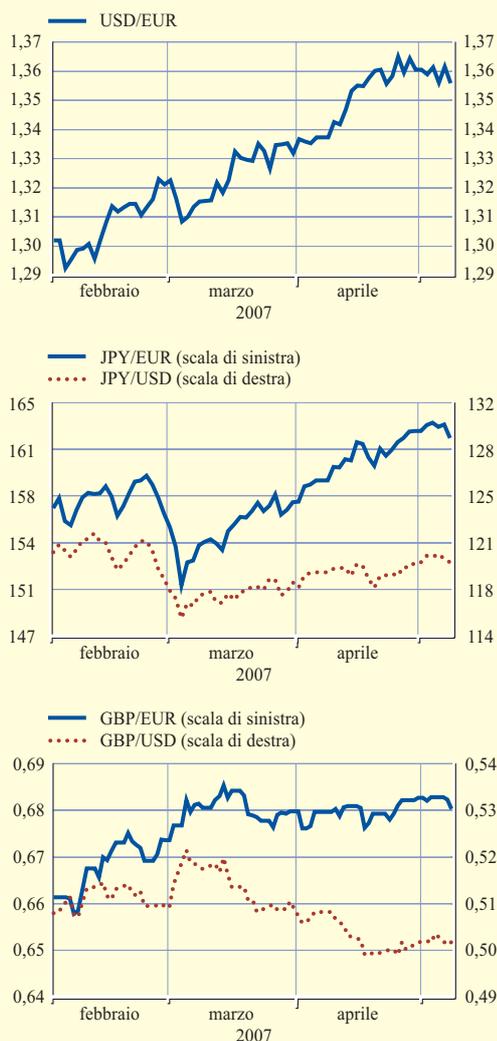
pensate. Gli operatori riconducono il rafforzamento dell'euro rispetto allo yen soprattutto all'atteggiamento favorevole del mercato nei confronti del rischio congiuntamente a un contesto di bassa volatilità, che ha mantenuto elevati i volumi di *carry trade* (operazioni in cui vengono spesso utilizzate monete di finanziamento a basso rendimento quali lo yen). Gli andamenti delle opzioni valutarie segnalano persistenti attese di un lieve rafforzamento della moneta nipponica rispetto a quella unica europea nel breve periodo. L'8 maggio l'euro era quotato a 162,29 yen, un valore superiore del 3,2 per cento a quello di fine gennaio e dell'11,1 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 28).

### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Dalla fine di gennaio gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 29). La corona slovacca si è apprezzata del 4,3 per cento, grazie alla solidità delle variabili economiche di fondo, e l'8 maggio si collocava su un livello superiore del 5,1 per cento alla sua parità centrale. Nello stesso periodo il lat lettone è rimasto in generale so-

Figura 28 Tassi di cambio

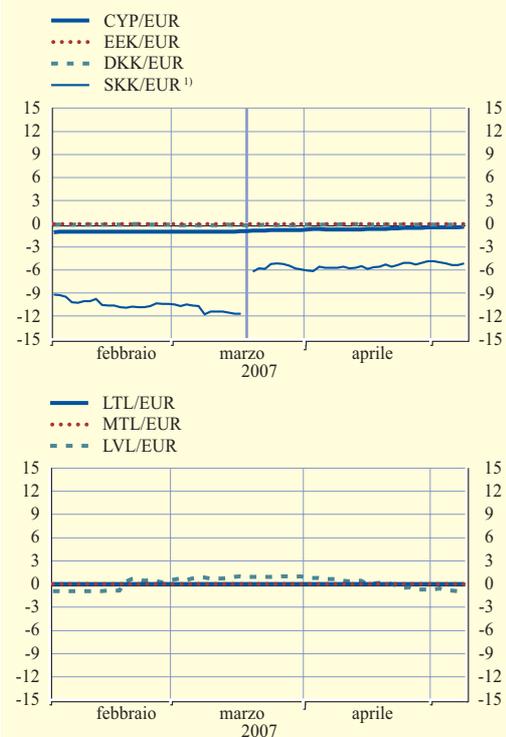
(dati giornalieri)



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 linea verticale indica la data del 19 marzo 2007 quando la parità centrale della corona slovacca è stata rivalutata da 38,4550 a 35,4424 SKK/EUR.

stanzialmente invariato nel contesto di un andamento piuttosto fluttuante. Dopo essersi deprezzato in marzo fino ad approssimarsi all'estremità inferiore della banda di intervento dell'1 per cento fissata unilateralmente dalla Latvijas Banka, nel corso di aprile il lat si è rafforzato e l'8 maggio la sua quotazione era superiore dello 0,9 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 gennaio e l'8 maggio l'euro ha guadagnato il 2,6 per cento sulla sterlina britannica e l'1,5 per cento sulla corona svedese. Nel contempo, ha registrato un indebolimento rispetto allo zloty polacco (del 4,5 per cento), al fiorino ungherese (4,4 per cento) e al leu romeno (2,9 per cento).

#### **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 (4,8 per cento), il renminbi cinese (3,6 per cento), il dollaro di Singapore (3,2 per cento) e il won coreano (2,6 per cento). Ha inoltre registrato un rafforzamento dell'1,7 per cento sul franco svizzero, mentre si è indebolito rispetto ai dollari australiano (2,6 per cento) e canadese (2,5 per cento).

### **5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI**

*I dati più recenti di bilancia dei pagamenti, relativi a febbraio, mostrano un rallentamento delle esportazioni e un'accelerazione delle importazioni in termini di media mobile a tre mesi. Nonostante questi andamenti, in febbraio il disavanzo corrente su dodici mesi ha continuato a scendere, collocandosi su un livello corrispondente a circa lo 0,1 per cento del PIL. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a febbraio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti cumulati per 202,6 miliardi di euro, contro deflussi netti per 97,7 miliardi un anno prima. Questo mutamento di direzione ha rispecchiato principalmente i maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio.*

#### **INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE**

Secondo i dati più recenti di bilancia dei pagamenti, nei tre mesi fino a febbraio il valore (destagionalizzato) delle esportazioni di beni e servizi verso l'esterno dell'area ha registrato un aumento dell'1,9 per cento, notevolmente inferiore rispetto ai tre mesi fino a novembre 2006 (cfr. tavola 8). Nello stesso periodo la crescita in valore delle importazioni di beni e servizi si è invece intensificata, raggiungendo il 2,4 per cento in termini destagionalizzati. Sia le esportazioni sia le importazioni sono state trainate principalmente dalla componente dei beni, un effetto parzialmente controbilanciato dall'andamento in direzione opposta della crescita in valore dell'interscambio di servizi.

La scomposizione dell'interscambio di beni, disponibile fino a dicembre, mostra che le esportazioni sono aumentate notevolmente in termini di volumi (circa il 3,7 per cento nel quarto trimestre) e che questo spiega gran parte della loro crescita in valore nello scorso trimestre. Le importazioni di beni sono aumentate solo lievemente in termini di volumi (+1,8 per cento). I prezzi all'importazione sono scesi dell'1,5 per cento, principalmente a causa del calo significativo dei corsi petroliferi nello stesso periodo<sup>1)</sup>. In considerazione del fatto che il quarto trimestre del 2006 era stato contraddistinto da una crescita particolarmente robusta delle esportazioni e da una dinamica in termini di volu-

1) I dati si riferiscono all'interscambio dell'area dell'euro (compresa la Slovenia) con i paesi al di fuori dell'area.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	2007		Medie mobili di 3 mesi dati a fine			Dati cumulati sui 12 mesi a fine		
	gen.	feb.	2006 mag.	2006 ago.	2006 nov.	2007 feb.	2007 feb.	
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	3,5	-5,3	-4,0	-1,1	2,4	1,6	-13,2	-3,3
Beni (saldo)	4,9	2,6	1,2	0,6	5,7	4,3	33,9	35,6
Esportazioni	120,2	123,7	112,7	114,7	121,0	122,9	1.250,8	1.413,8
Importazioni	115,2	121,0	111,5	114,0	115,3	118,6	1.216,9	1.378,2
Servizi (saldo)	3,0	3,8	3,1	2,9	2,6	3,5	35,8	36,5
Esportazioni	36,8	37,8	35,3	35,8	36,1	37,2	408,8	433,1
Importazioni	33,8	34,0	32,2	32,9	33,5	33,7	373,0	396,6
Redditi (saldo)	-0,1	-5,1	-1,8	1,1	1,0	-1,2	-15,8	-2,8
Trasferimenti correnti (saldo)	-4,3	-6,6	-6,5	-5,7	-7,0	-4,9	-67,1	-72,6
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	<b>42,1</b>	<b>-7,2</b>	<b>28,2</b>	<b>4,4</b>	<b>13,1</b>	<b>1,9</b>	<b>18,9</b>	<b>142,9</b>
Investimenti diretti e di portafoglio	23,2	16,0	19,8	6,2	27,1	14,4	-97,7	202,6
Investimenti diretti	-12,3	-12,6	-1,9	-10,7	-18,7	-17,9	-220,4	-147,7
Investimenti di portafoglio	35,4	28,6	21,8	16,9	45,8	32,3	122,7	350,3
Azioni	34,3	17,3	2,6	25,0	17,1	26,0	146,1	211,8
Strumenti di debito	1,2	11,2	19,2	-8,1	28,7	6,3	-23,4	138,4
Obbligazioni e notes	-7,6	10,3	24,8	1,9	25,4	17,0	-42,1	207,4
Strumenti del mercato monetario	8,8	0,9	-5,6	-10,0	3,3	-10,7	18,7	-69,0
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	-3,0	2,9	1,8	1,6	4,4	1,9	10,3	11,3
Importazioni	-2,5	4,0	1,6	2,2	1,3	2,4	15,4	11,6
<b>Beni</b>								
Esportazioni	-3,7	2,9	2,4	1,8	5,5	1,5	10,3	13,0
Importazioni	-3,6	5,0	2,1	2,3	1,1	2,9	16,8	13,3
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	-0,7	2,7	-0,4	1,2	0,9	3,1	10,4	6,0
Importazioni	1,4	0,6	-0,1	2,0	1,8	0,7	10,9	6,4

Fonte: BCE.

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

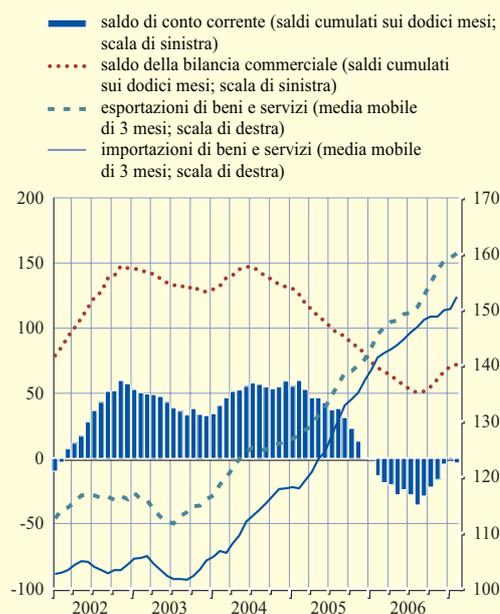
1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

me delle importazioni sensibilmente più debole di quella delle esportazioni, il rallentamento delle esportazioni e l'accelerazione delle importazioni osservati durante il periodo più recente possono essere in parte interpretati come una reazione ai precedenti andamenti a carattere eccezionale. Ciò nonostante, i dati mensili relativi a febbraio indicano che le esportazioni beneficiano ancora delle condizioni molto positive della domanda estera. Nello stesso mese le importazioni hanno accelerato, probabilmente compensando in parte il calo precedente connesso, forse, a un minore accumulo delle scorte nell'area dell'euro.

In un'ottica di più lungo periodo, a febbraio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente (corretto per il numero di giornate lavorative) ha registrato un disavanzo di 3,3 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,1 per cento del PIL) poiché il disavanzo dei redditi e dei trasferimenti correnti ha più che compensato l'avanzo dei beni e dei servizi (cfr. figura 30). Il calo del disavanzo corrente, da 13,2 miliardi di euro (un livello prossimo allo 0,2 per cento del PIL) un anno prima, è principalmente riconducibile al minore disavanzo dei redditi e, in misura inferiore, al maggiore avanzo dei beni. Dopo aver interrotto la sua fase discendente attorno alla metà del 2006, l'avanzo dei beni cumulato su dodici mesi è aumentato gradualmente. Il calo graduale dei corsi petroliferi – assieme alla crescita robusta delle esportazioni di beni e alla moderazione delle importazioni – ha sorretto questo miglioramento soprattutto nel quarto trimestre del 2006.

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

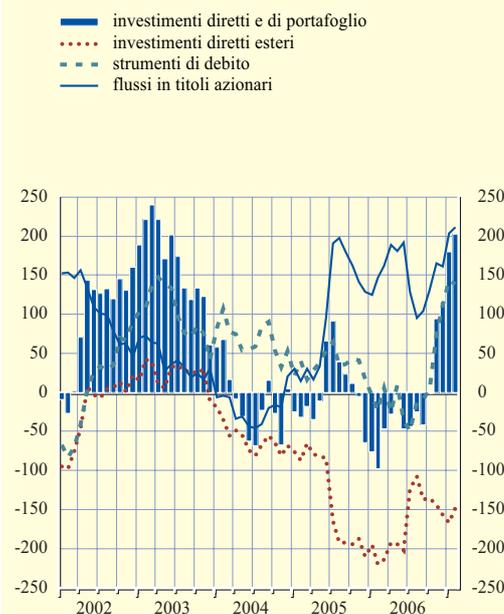
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

**Figura 31 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro**

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



Fonte: BCE.

I dati grezzi di bilancia dei pagamenti per l'insieme del 2006 mostrano un aumento del disavanzo corrente (a 6,1 miliardi di euro, da 1,9 miliardi nel 2005). Tale andamento è principalmente riconducibile al maggiore disavanzo del conto dei beni nei confronti degli "Altri paesi"<sup>2)</sup>, in particolare delle economie esportatrici di petrolio (a 138,5 miliardi di euro, da 109,5 miliardi nel 2005). Ciò è stato parzialmente controbilanciato dall'evoluzione del conto dei redditi, che è passato da un disavanzo a un avanzo principalmente a causa del minore disavanzo nei confronti degli Stati Uniti (a 3,1 miliardi di euro, dai 13,0 del 2005).

### CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a febbraio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti medi mensili per 14,4 miliardi di euro. Tale risultato va ricondotto ai flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (32,3 miliardi), i quali hanno più che compensato i flussi netti in uscita per investimenti diretti (17,9 miliardi). Il conto degli investimenti di portafoglio ha registrato cospicui afflussi netti per titoli azionari, obbligazioni e *note* e deflussi netti per strumenti del mercato monetario (cfr. tavola 8).

Nei dodici mesi fino a febbraio gli afflussi netti cumulati per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono stati pari a 202,6 miliardi di euro, contro deflussi netti per 97,7 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 31), nel contesto di prospettive favorevoli per l'economia dell'area.

2) Paesi diversi da: Stati membri dell'UE, Canada, Giappone, Svizzera e Stati Uniti.

Nel 2006 i deflussi netti per investimenti diretti sono diminuiti (a 156,7 miliardi, dai 210,0 miliardi del 2005). Tale andamento è ascrivibile soprattutto al calo dei flussi netti in uscita verso il Regno Unito, principalmente dovuto a un effetto base negativo connesso alla ristrutturazione della Royal Dutch Shell nel 2005, e all'inversione di segno (da deflussi ad afflussi netti) dei flussi con il Giappone. Il Regno Unito e i centri finanziari *offshore* sono rimasti i principali destinatari degli investimenti diretti dell'area (circa il 40 per cento del totale). Rispetto al 2005, l'area dell'euro ha registrato maggiori deflussi netti per investimenti diretti verso gli Stati Uniti e gli altri Stati membri dell'UE.



# INFLAZIONE MISURATA E PERCEPITA NELL'AREA DELL'EURO



*L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro è una misura quantitativa oggettiva e metodologicamente ben fondata delle variazioni dei prezzi. Lo IAPC e i risultati dell'indagine della Commissione europea sull'inflazione percepita dai consumatori sono diversi per natura e non sono direttamente comparabili. Ciò nonostante, è sorprendente che l'inflazione percepita tratta dall'indagine sulle percezioni d'inflazione, dopo essere aumentata marcatamente nel 2002 a seguito del changeover, sia ancora al di sopra del livello osservato nel 2001, mentre l'inflazione misurata dallo IAPC è rimasta sostanzialmente invariata durante l'intero periodo.*

*Le percezioni sono un'espressione qualitativa di una valutazione complessa di una data questione da parte di un individuo. Le percezioni d'inflazione possono essere influenzate da una serie piuttosto ampia di fattori economici e psicologici, che possono non essere tutti direttamente collegati alla variazione media complessiva dei prezzi al consumo. Sembra in particolare che l'introduzione dell'euro abbia avuto un impatto non effimero sulle percezioni d'inflazione dei consumatori. Le differenze della dinamica delle misure dell'inflazione percepita rispetto agli andamenti dello IAPC non dovrebbero essere interpretate come un riflesso di una mancanza di accuratezza nelle statistiche sui prezzi al consumo. Ciò nondimeno, i persistenti divari nell'evoluzione di queste due variabili impongono un attento esame poiché le percezioni d'inflazione potrebbero influenzare le aspettative d'inflazione e altre variabili macroeconomiche. Il significativo aumento dell'inflazione percepita che ha fatto seguito al changeover ha mutato segno dal 2003. La convergenza verso l'inflazione misurata dovrebbe continuare.*

## I INTRODUZIONE

La BCE definisce la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro in termini dello IAPC, una statistica armonizzata e di elevata qualità strutturata in conformità con gli standard internazionali <sup>1)</sup>. In seguito al *changeover* nel 2002 non vi sono stati incrementi significativi dell'inflazione misurata dallo IAPC nell'area dell'euro. Per contro, l'inflazione percepita derivante dalle indagini condotte presso il pubblico nell'area è aumentata significativamente nel corso del *changeover* nel 2002, come mostrato in particolare dall'indagine presso i consumatori della Commissione europea che, nonostante il calo nel 2003 e 2004, mostra un'inflazione percepita ancora su livelli elevati.

Questo articolo mira a fornire una rassegna esauriente dei possibili motivi all'origine del divario fra inflazione misurata e inflazione percepita nell'area dell'euro. La sezione 2 riassume gli andamenti più recenti dello IAPC e dell'inflazione percepita nell'area e negli Stati membri. La sezione 3 evidenzia la natura qualitativa e soggettiva delle percezioni d'inflazione degli individui ed esplora il probabile impatto del *changeover* su di esse. La sezione 4 spie-

ga le principali caratteristiche dello IAPC e ne evidenzia la diversità rispetto alle percezioni d'inflazione individuali aggregate. La sezione 5 conclude.

## 2 ANDAMENTI DELL'INFLAZIONE MISURATA E PERCEPITA

I risultati dell'indagine della Commissione europea sulle percezioni d'inflazione dei consumatori dell'area dell'euro sono sintetizzati da un saldo percentuale, frutto di una ponderazione delle diverse tipologie di risposta (cfr. riquadro 1). Dato che tale misura è differente per natura dall'inflazione misurata sullo IAPC, un confronto diretto tra le due non è possibile. Tuttavia, l'evoluzione delle due variabili nel tempo è spesso messa a confronto (cfr. figura 1). Dal 1991 sino alla fine del 2001 gli andamenti del saldo percentuale di cui sopra erano sostanzialmente in linea con quelli dell'inflazione misurata sullo IAPC, con una flessione in entrambe le

1) Cfr. l'articolo *L'indice armonizzato dei prezzi al consumo: concetto, proprietà ed esperienza* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino.

misure tra il 1991 e il 1999 e successivi rialzi tra il 1999 e la fine del 2001. Dal gennaio 2002, tuttavia, l'inflazione percepita ha continuato ad aumentare fortemente, raggiungendo un picco nel gennaio 2003. Nel corso del 2003 e 2004 esso è gradualmente calato, ma dalla fine del 2004 si è sostanzialmente stabilizzato su un livello leggermente superiore a quello del 2001<sup>2)</sup>. Nel periodo compreso tra il dicembre 2001 e il marzo 2007, l'inflazione misurata dallo IAPC è oscillata entro un intervallo di ampiezza contenuta con un valore centrale pari al 2,1 per cento<sup>3)</sup>.

Gli andamenti dell'inflazione percepita per l'intera area dell'euro celano qualche differenza nazionale. In tutti i paesi l'inflazione percepita è aumentata a seguito del *changeover* nel gennaio 2002 ed è poi diminuita gradualmente in vari paesi, in particolare in Germania, Irlanda, Italia e nei Paesi Bassi. Rispetto al periodo 1999-2001, nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro vi era tuttavia ancora nel 2005-2006 una quota più ampia di consumatori con l'impressione che l'inflazione fosse elevata (cfr. tavola).

- 2) Cfr. il riquadro *L'inflazione percepita dai consumatori si discosta ancora dalle statistiche ufficiali?* nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino.
- 3) L'inflazione media annuale misurata dallo IAPC è stata pari al 2,2 per cento nel periodo compreso tra il dicembre 2001 e il gennaio 2003 e al 2,0 per cento tra il gennaio 1999 e il marzo 2007.

**Figura 1 Inflazione misurata (IAPC) e percezioni di inflazione nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali annue)

**Inflazione misurata dallo IAPC**



(saldi percentuali destagionalizzati)

**Inflazione percepita**



Fonti: Eurostat e indagine della Commissione Europea presso i consumatori.  
Nota: la stima dello IAPC nel periodo 1991-95 non è pienamente omogenea ai dati dal 1996.

**IAPC e percezioni di inflazione nei paesi dell'area dell'euro**

	Inflazione misurata dallo IAPC Variazioni percentuali medie annue			Percezioni di inflazione negli ultimi 12 mesi Saldi percentuali destagionalizzati		
	1999-2001	2002-2004	2005-2006	1999-2001	2002-2004	2005-2006
Belgio	2,1	1,6	2,4	29	44	53
Germania	1,3	1,4	1,9	23	48	27
Irlanda	3,9	3,7	2,4	40	53	38
Grecia	2,9	3,5	3,4	18	57	66
Spagna	2,8	3,2	3,5	20	52	52
Francia	1,4	2,1	1,9	5	45	47
Italia	2,2	2,6	2,2	25	52	37
Lussemburgo	2,4	2,6	3,4	-	38	41
Paesi Bassi	3,2	2,5	1,6	28	61	25
Austria	1,6	1,6	1,9	-1	36	35
Portogallo	3,1	3,1	2,6	29	46	42
Finlandia	2,3	1,2	1,0	-11	-5	-4

Fonti: Eurostat e indagine della Commissione Europea presso i consumatori.  
Nota: i dati sulle percezioni di inflazione in Lussemburgo sono disponibili solo dal gennaio 2002.

## Riquadro I

**L'INDAGINE DELLA COMMISSIONE EUROPEA SULLE PERCEZIONI D'INFLAZIONE DEI CONSUMATORI**

Le opinioni dei consumatori sull'inflazione sono rilevate nell'indagine della Commissione europea (Direzione generale degli Affari economici e finanziari). Data la diversa natura, l'indicatore tratto dall'indagine non è direttamente comparabile allo IAPC. Per interpretarne gli andamenti, è importante comprenderne la metodologia di calcolo. Questo riquadro esamina l'indagine sotto questo profilo e analizza l'evoluzione delle incidenze delle varie tipologie di risposta.

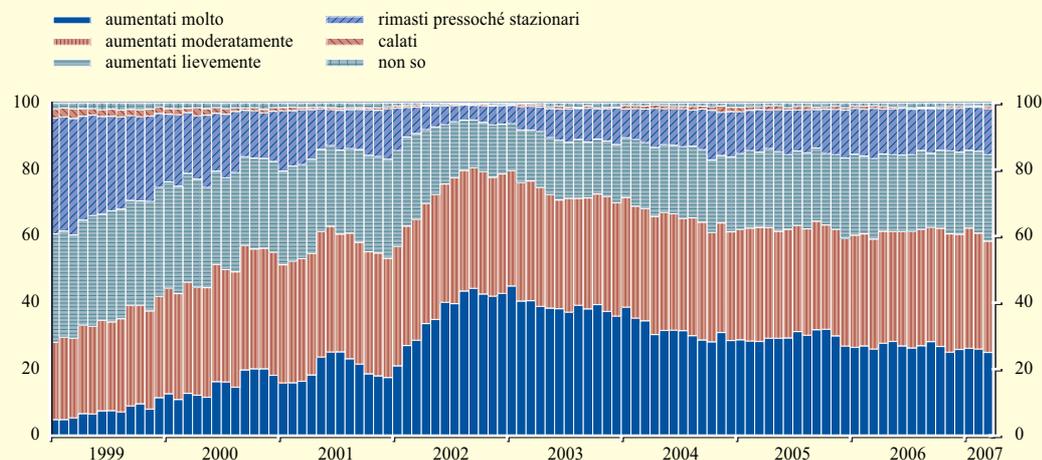
Il campione, estratto casualmente, comprende circa 23.000 consumatori dell'area dell'euro che vengono intervistati con cadenza mensile tramite un questionario armonizzato, per lo più telefonicamente. Oltre a varie domande qualitative su come percepiscono ad esempio la situazione finanziaria della propria famiglia o le condizioni economiche generali, viene posta la seguente domanda: "Come pensate che i prezzi al consumo si siano evoluti negli ultimi 12 mesi? Le categorie di risposta possibili sono: (1) "aumentati molto", (2) "aumentati moderatamente", (3) "aumentati lievemente", (4) "rimasti pressoché invariati", (5) "diminuiti", o (6) "non so".

Una misura aggregata delle opinioni dei consumatori – il "saldo percentuale" – è calcolata come differenza fra la quota delle risposte "aumentati molto" o "aumentati moderatamente" e la quota delle risposte "diminuiti" o "rimasti pressoché invariati". Al fine di differenziare tra le categorie di risposta più "moderate" e più "estreme", la Commissione attribuisce metà del peso delle risposte estreme (1) e (5) alle risposte (2) e (4); la risposta intermedia (3) e la risposta "non so" (6) non sono considerate.

Il saldo percentuale è pertanto calcolato come  $P_{[1]} + (0,5 P_{[2]}) - (0,5 P_{[4]}) - P_{[5]}$ , dove  $P_{[1]}$  è la percentuale delle risposte (1) e similmente per le altre. Il saldo percentuale varia tra -100 e +100.

**Percezioni sulla variazione di prezzi negli ultimi 12 mesi nell'area dell'euro: evoluzione delle principali categorie di risposta**

(valori percentuali; dati non destagionalizzati)



Fonte: indagine della Commissione Europea presso i consumatori.

L'aumento del saldo percentuale dal 2002 agli inizi del 2003 è stato imputabile principalmente a un incremento della quota delle risposte "aumentati molto" (cfr. figura), cresciuta da una media del 14 per cento nel 1999-2001 al 38 per cento nel 2002-2003. Nel periodo successivo al *changeover*, la media si è collocata al 32 per cento. La dinamica di questa categoria di risposta si è riflessa con segno inverso nell'andamento delle quote "aumentati lievemente" e "rimasti pressoché invariati". La distribuzione delle categorie di risposta è rimasta pressoché invariata dall'inizio del 2005.

In generale le indagini sulle opinioni qualitative sono soggette a diverse difficoltà metodologiche. In primo luogo, le categorie di risposta possono essere interpretate diversamente da chi risponde, anche nel tempo. In secondo luogo, il sistema di ponderazione applicato che determina l'evoluzione del saldo percentuale che sintetizza le risposte implica inevitabilmente un certo grado di arbitrarietà. Ad esempio, è dubbio se sia corretto attribuire un peso esattamente doppio alle risposte "aumentati molto" rispetto a quelle "aumentati moderatamente". Inoltre, le risposte "aumentati lievemente" rappresentano la terza categoria in ordine di rilevanza (24 per cento in media nel periodo dal gennaio 1999), ma non sono prese in considerazione per la compilazione dei saldi.

### 3 LA COMPRESIONE DELLE PERCEZIONI D'INFLAZIONE DEI CONSUMATORI

Oltre alle già citate caratteristiche metodologiche della misura aggregata delle opinioni dei consumatori elaborata dalla Commissione europea, altri fattori possono influire sulla formazione delle percezioni d'inflazione individuali dei consumatori e determinare pertanto le risposte nell'indagine e di conseguenza la loro possibile interpretazione.

#### LA NATURA QUALITATIVA DELL'INFLAZIONE PERCEPITA

Il questionario della Commissione europea chiede ai consumatori di classificare l'inflazione da loro percepita in sei specifiche categorie di tipo qualitativo (cfr. riquadro 1). Il risultante saldo percentuale non dà un'indicazione dell'entità del tasso d'inflazione percepito<sup>4)</sup>. Sebbene gli interpellati possano implicitamente associare ciascuna categoria qualitativa a un certo intervallo numerico di valori, è probabile che tali valori varino da un individuo all'altro e nel tempo. Non si può escludere che una certa percentuale di consumatori secondo cui i prezzi sono "aumentati molto" fornisca tale valutazione per via di un'accresciuta sensibilità all'inflazione. Ad esempio, sebbene in diversi paesi l'inflazione

sia oggi significativamente inferiore rispetto agli inizi degli anni novanta, una migliore consapevolezza della politica monetaria seguita nell'area dell'euro può avere portato a un migliore allineamento del riferimento quantitativo implicito dei consumatori alla definizione di stabilità dei prezzi della BCE. È altresì assai probabile che il dibattito pubblico sulle percezioni di inflazione accesi con il *changeover* abbia influenzato le stesse percezioni così come la regolare pubblicazione di indicatori dell'inflazione percepita. Infine, i consumatori possono essere divenuti particolarmente attenti alle variazioni dei prezzi dopo il *changeover* a causa della necessità di convertire i nuovi prezzi nella precedente valuta nazionale e di confrontarli con i prezzi precedenti. Di conseguenza, l'incertezza relativa alla comparabilità intertemporale dei risultati dell'indagine impone cautela nell'interpretazione sia del livello sia degli andamenti degli indicatori qualitativi.

4) Sono state sviluppate varie tecniche per "tradurre" le stime qualitative delle percezioni di inflazione in valori quantitativi. Tuttavia, tutti gli approcci devono fare affidamento su particolari ipotesi tecniche e i loro risultati ne sono considerevolmente influenzati. Per una sintesi dettagliata e un'analisi critica, cfr. ad esempio E. D'Elia, *Using the results of qualitative surveys in quantitative analysis*, Istituto di Studi e Analisi Economica (ISAE), Working Paper n. 56, settembre 2005.

## IL RIFLESSO DI UNA VALUTAZIONE SOGGETTIVA

Le percezioni raccolte nelle indagini di opinione sono frutto di una valutazione complessa di una data questione da parte di un individuo. È poco noto cosa siano effettivamente le percezioni e come si formino. In psicologia e nelle scienze cognitive, la percezione è definita come “il processo di acquisizione, interpretazione, selezione e organizzazione di informazioni sensoriali”<sup>5)</sup>. Nel formare le proprie percezioni sull'inflazione, è possibile che i consumatori non utilizzino le informazioni sui prezzi in modo isolato ma che le elaborino in relazione ad altri elementi della loro personale situazione. L'indagine della Commissione europea non applica tecniche per “circoscrivere” le risposte dei consumatori, ad esempio fornendo come riferimento la variazione più recente dei prezzi al consumo. Di conseguenza, i risultati delle indagini possono essere influenzati dall'evoluzione di altre variabili collegate alla situazione economica dei consumatori, quali variazioni del reddito disponibile o del potere d'acquisto.

Più in generale, sebbene ai consumatori sia chiesto di rispondere sulle variazioni dei prezzi percepite, le loro risposte possono essere influenzate anche da sensazioni generiche in merito alla loro personale situazione finanziaria o alle condizioni economiche complessive. Di fatto, come suggeriscono i dati delle indagini disponibili,

l'aumento dell'inflazione percepita nel 2002 sembra aver coinciso con un'impennata di una percezione negativa da parte dei consumatori in merito alla propria situazione finanziaria (cfr. figura 2a) e alle condizioni economiche generali (cfr. figura 2b). Questo clima più pessimistico prevalente tra i consumatori potrebbe essere considerato come un'espressione dell'elevato grado d'incertezza connesso al rallentamento economico e allo scoppio della bolla delle quotazioni azionarie nel 2000, nonché all'incertezza geopolitica sulla scia degli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 negli Stati Uniti. Il pessimismo sembra essere diminuito dalla metà del 2005, in particolare per quanto riguarda le percezioni delle condizioni economiche, ma l'indicatore dell'inflazione percepita non è calato.

## L'IMPATTO DEL CHANGEOVER

È probabile che il *changeover* abbia contribuito alla percezione da parte dei consumatori di più forti incrementi dei prezzi nel 2002 e successivamente. Tali percezioni sono state probabilmente collegate agli effettivi aumenti di prezzo di alcuni articoli quali i prodotti alimentari, il carburante e alcuni servizi personali come i ristoranti. Alcuni

5) *Communication and perception: which world do statistics live in?*, Ufficio federale di statistica tedesco, sessione di lavoro sulla disseminazione e sulla comunicazione statistica dell'United Nations Economic Commission for Europe, 12-14 settembre 2006 ([www.unece.org/stats/documents/ece/ces/ge.45/2006/wp.14.e.pdf](http://www.unece.org/stats/documents/ece/ces/ge.45/2006/wp.14.e.pdf)).

**Figura 2a** Percezioni dei consumatori dell'area dell'euro sull'inflazione e sulla loro situazione finanziaria

(saldi percentuali destagionalizzati)



Fonte: indagine della Commissione Europea presso i consumatori.

**Figura 2b** Percezioni dei consumatori dell'area dell'euro sull'inflazione e sulla situazione economica generale

(saldi percentuali destagionalizzati)



Fonte: indagine della Commissione Europea presso i consumatori.

di tali rincari possono essere stati dovuti al comportamento di dettaglianti e imprese, che possono aver tentato di incrementare i propri margini di profitto in occasione del *changeover*. Inoltre, i dettaglianti potrebbero aver posticipato alcuni incrementi di prezzo che si sarebbero altrimenti verificati prima dato che sapevano di dover cambiare i prezzi di listino nel gennaio 2002<sup>6)</sup>. Per diversi prodotti le pressioni al rialzo sui prezzi sono state tuttavia causate da fattori indipendenti dal *changeover*, come il forte aumento dei corsi petroliferi (del 35 per cento circa in termini di euro tra il dicembre 2001 e l'aprile 2002) e i danni ai raccolti provocati dalle rigide condizioni meteorologiche invernali in tutta Europa. Gli stessi fattori hanno causato nello stesso periodo spinte al rialzo sui prezzi anche in Stati dell'UE esterni all'area dell'euro, ad esempio nel Regno Unito. L'effetto complessivo degli aumenti dei prezzi indotti dal *changeover* sull'inflazione misurata sullo IAPC nell'area è stato limitato: l'Eurostat lo ha stimato con riferimento al 2002 fra 0,12 e 0,29 punti percentuali.

Il *changeover* sembra avere avuto invece un impatto significativo sulle percezioni, come evidenziato dall'ultima indagine di opinione della Commissione europea sull'euro, pubblicata nel novembre 2006<sup>7)</sup>. Un'ampia maggioranza di interpellati (il 93 per cento) ritiene che l'introduzione dell'euro abbia concorso all'aumento dei prezzi. Ciò suggerisce che l'impatto del *changeover* sui prezzi al consumo è stato probabilmente ingigantito negli occhi del pubblico per diversi motivi.

In primo luogo, i risultati dell'indagine possono rispecchiare il fatto che gli incrementi dei prezzi che si sono verificati si sono concentrati sui beni e servizi acquistati più di frequente, quali i prodotti alimentari, il carburante, il caffè e il taglio dei capelli. I beni durevoli come automobili e computer e altri articoli acquistati poco frequentemente hanno meno probabilità di esercitare un forte impatto sulle percezioni dei consumatori, a meno che l'individuo interpellato ne abbia per caso acquistato uno di recente. Dato che tutti gli individui hanno un peso uguale nell'indagine, ciò può aver portato a una minore rappresenta-

zione di tali articoli nelle percezioni aggregate dei consumatori, malgrado corrispondano ogni anno a una notevole porzione dell'effettiva spesa aggregata delle famiglie.

In secondo luogo, metodi di pagamento differenti possono altresì avere avuto implicazioni diverse per le percezioni d'inflazione. Ad esempio, i prodotti pagati normalmente in contanti (quali un caffè o un taglio di capelli) possono avere un maggiore peso implicito nelle percezioni rispetto ad articoli che sono in genere pagati tramite un bonifico automatico (come affitto, elettricità o spese telefoniche). La sezione 4 e la figura 3 illustrano ulteriormente quest'ultimo punto.

In terzo luogo, altri fattori psicologici possono aver contribuito. Ad esempio, si è argomentato che i consumatori possono avere un ricordo più vivo degli aumenti dei prezzi che dei cali<sup>8)</sup>. Dato che il numero delle variazioni di prezzo al momento del *changeover* è stato eccezionalmente elevato<sup>9)</sup>, le percezioni dei consumatori possono averne risentito. Variazioni estreme, ma non rappresentative, dei prezzi di singoli prodotti possono avere attratto considerevole attenzione tra i consumatori e i mezzi di comunicazione e possono pertanto avere svolto un ruolo importante nella formazione delle percezioni medie d'inflazione. In aggiunta, vi sono evidenze che il numero di prezzi diversi per un singolo prodotto è aumentato significativamente dopo il *changeover*<sup>10)</sup>, ed è probabile che questa mag-

6) Cfr., ad esempio, B. Hobijn, F. Ravenna e A. Tambalotti, *Menu costs at work: restaurant prices and the introduction of the euro* in Quarterly Journal of Economics, Vol. 121(3), agosto 2006, MIT Press, pagg. 1103-31.

7) L'indagine *Flash Eurobarometer* è condotta da Gallup per conto della Commissione europea. Cfr. *The eurozone, 5 years after the introduction of euro coins and banknotes*, Flash Eurobarometer 193, Commissione europea, novembre 2006.

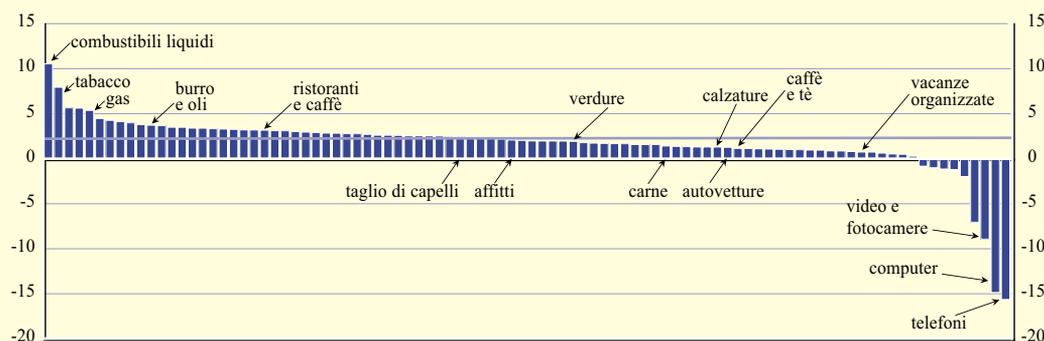
8) Cfr. ad esempio, H. W. Brachinger, *Euro or 'Teuro'?: the euro-induced perceived inflation in Germany*, Dipartimento di economia quantitativa, Università di Friburgo, Svizzera, Working Paper n. 5.

9) Cfr. E. Dhyne, L. J. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Ruml e J. Vilminen, *Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data*, Working Paper della BCE n. 524, settembre 2005.

10) Cfr. ad esempio, J. Hoffmann e J.-R. Kurz-Kim, *Consumer price adjustment under the microscope: Germany in a period of low inflation*, Working Paper della BCE n. 652, luglio 2006.

**Figura 3** Variazioni medie annue dei prezzi per 93 sottocomponenti dello IAPC e prezzi di alcuni prodotti (2002-06)

(variazioni percentuali medie in ragione d'anno)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

Nota: la linea continua mostra l'incremento medio annuo dello IAPC, pari al 2,2 per cento nel 2002-2006.

giore differenziazione dei prezzi e la temporanea mancanza di prezzi in euro "attraenti" (prezzi convenienti o "soglia") abbiano generato un certo grado d'incertezza tra i consumatori.

Inoltre, molti cittadini dell'area dell'euro continuano a calcolare sulla base della precedente valuta nazionale, in particolare per gli acquisti importanti. Secondo i risultati dell'indagine *Flash Eurobarometer* del novembre 2006, i consumatori dell'area dell'euro utilizzano sempre più l'euro come riferimento mentale quando valutano i prezzi di piccoli acquisti (nel 2006 solo il 22 per cento ha segnalato di calcolare i prezzi più spesso nella precedente valuta nazionale, a fronte del 30 per cento del 2003). Nel caso di acquisti importanti però l'adattamento appare più lento; il 40 per cento dei consumatori dell'area (contro il 54 per cento nel 2003) ha indicato di continuare a fare con maggior frequenza raffronti di prezzo nella precedente valuta nazionale. Invece di confrontare il livello corrente dei prezzi con quello di un anno prima, i consumatori possono così in realtà utilizzare implicitamente il prezzo in valuta nazionale prevalente prima del *changeover* (un prezzo "congelato nel tempo") come base per il confronto. Ciò determinerebbe, nel tempo, un raffronto sempre più sfavorevole delle percezioni con gli andamenti annuali dei prezzi al consumo in quanto equivarrebbe a incorporare numerosi anni nelle risposte dei consumatori all'indagine (l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC

dal gennaio 2002 al marzo 2007 è stata pari a circa l'11 per cento). In alcuni casi, si è riscontrato che tale problema è stato aggravato da distorsioni nel ricordo dei prezzi passati, in quanto i consumatori si ricordano per il periodo precedente il *changeover* prezzi più bassi di quelli allora in vigore, e che corrispondono ai valori osservati in periodi più lontani nel tempo<sup>11</sup>).

Infine, da esperimenti psicologici si è riscontrato come le attese *a priori* svolgano un ruolo importante<sup>12</sup>. Se i consumatori erano già convinti prima del *changeover* che vi sarebbe stato un generale incremento dei prezzi, si producevano anche maggiori probabilità che tali rialzi venissero in effetti percepiti successivamente, anche se solo alcuni prezzi fossero di fatto aumentati. Questo effetto può essere stato amplificato dall'ampio spazio dedicato all'argomento dai mezzi di comunicazione prima e immediatamente dopo il *changeover*.

Benché vi possano essere fattori diversi dal *changeover* all'origine del divario fra inflazione

11) Cfr. V. Cestari, P. Del Giovane e C. Rossi-Arnaud, *Memory for prices and the euro cash changeover: an analysis for cinema prices in Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione del Servizio Studi n. 619, febbraio 2007.

12) Cfr. E. Traut-Mattausch, S. Schulz-Hardt, T. Greitemeyer e D. Frey, *Expectancy confirmation in spite of disconfirming evidence: the case of price increases due to the introduction of the euro*, in *European Journal of Social Psychology*, Vol. 34, n. 6, 2004, pagg. 739-760.

percepita e inflazione effettiva, esso ha probabilmente svolto un ruolo importante, in particolare perché ha accentuato l'attenzione dei consumatori sui prezzi.

#### **4 CARATTERISTICHE DELLO IAPC CHE POSSONO SPIEGARE LE DIFFERENZE CON L'INFLAZIONE PERCEPITA**

Quando i consumatori formano le proprie percezioni d'inflazione, ciò che associano al termine "inflazione" può non essere completamente identico al concetto di misurazione su cui sono basate le statistiche ufficiali sui prezzi come lo IAPC. Questa sezione evidenzia alcune delle principali caratteristiche metodologiche dello IAPC che è importante tenere a mente quando si valutano i divari con l'inflazione percepita.

##### **L'AMPIO PANIERE DI BENI E SERVIZI DELLO IAPC**

Lo IAPC mira a misurare le variazioni di prezzo dell'intera gamma di beni e servizi acquistati da tutti i tipi di famiglie. I prezzi sono ponderati al fine di rispecchiare la loro importanza relativa nella spesa per consumi in tutta l'economia. In media, gli istituti di statistica dei paesi dell'area dell'euro seguono i prezzi di oltre 700 beni e servizi rappresentativi, con un totale di circa 1,7 milioni di rilevazioni di prezzi ogni mese. Gli andamenti annuali dei prezzi medi dei 93 indicatori pubblicati dall'Eurostat dal 2002 sono mostrati nella figura 3.

Per contro, è plausibile che quando ai singoli consumatori viene chiesto di esprimersi in merito alle proprie percezioni d'inflazione le risposte siano basate su un campione più ristretto di beni e servizi. Tale campione può variare nel tempo, ma, come già menzionato, è probabile che si dia più peso ad articoli acquistati di frequente (quali i prodotti alimentari e il carburante). Secondo le stime della BCE, circa metà del paniere dello IAPC (in termini di quote di spesa) è composto da articoli acquistati in genere almeno una volta al mese. Un terzo consiste di articoli acquistati normalmente almeno una volta all'anno e il

restante sesto comprende articoli acquistati di norma meno di una volta all'anno.

Il fatto che lo IAPC fornisca una media degli andamenti dei prezzi compresi in un ampio paniere di beni e servizi rilevati in molti negozi e aree (cfr. riquadro 2) implica che le singole rilevazioni dei prezzi hanno un peso estremamente esiguo sull'indice complessivo, a differenza dell'impatto potenzialmente consistente di variazioni estreme dei prezzi di singoli prodotti sulle percezioni d'inflazione dei consumatori. Lo IAPC è una media di un ampio numero di singole componenti che hanno evidenziato, in molti casi, andamenti piuttosto divergenti negli ultimi cinque anni. Come è riscontrabile nella figura 3, dal 2002 la maggior parte degli articoli acquistati normalmente con maggiore frequenza ha registrato tendenzialmente variazioni di prezzo più pronunciate rispetto a quelli acquistati meno spesso.

##### **LA CORREZIONE DELLO IAPC PER LE VARIAZIONI DI QUALITÀ**

In un'economia dinamica, le caratteristiche di molti beni di consumo e servizi acquistati dalle famiglie cambiano costantemente. Lo IAPC è strutturato in modo tale da isolare le variazioni di prezzo da altre modifiche delle caratteristiche di un prodotto. L'aggiustamento dei prezzi osservati al fine di tenere conto di tali modifiche è definito "aggiustamento qualitativo". Per alcuni prodotti, come i beni elettronici ad alta tecnologia e le automobili, la qualità e la funzionalità tendono a migliorare considerevolmente e frequentemente, pertanto gli effetti dell'aggiustamento qualitativo sono significativi. Ad esempio, una casa automobilistica può aggiungere al nuovo modello di un'automobile dispositivi di sicurezza aggiuntivi, quali un *airbag* per il passeggero, senza aumentarne il prezzo. Ciò sarebbe registrato come un decremento di prezzo nell'indice. Tali aggiustamenti sono essenziali in un indice di prezzo calcolato adeguatamente, ma possono condurre a sostanziali differenze tra le variazioni di prezzo nominali osservate dai consumatori e le variazioni di prezzo corrette per la qualità che dovrebbero essere riflesse nello IAPC. Quando i consumatori formano le proprie percezioni d'inflazione, è

possibile che la loro attenzione si concentri sulle variazioni del prezzo di listino dei prodotti, dando per scontati i miglioramenti della qualità. Il peso sulla spesa di voci che in genere migliorano significativamente e frequentemente in termini di qualità è stimato attorno all'8-9 per cento dello IAPC complessivo<sup>13)</sup>.

### IL TRATTAMENTO DEI COSTI DELLE ABITAZIONI NELLO IAPC

Dal 2002 i prezzi degli immobili residenziali sono aumentati a tassi nettamente superiori a quelli dello IAPC in molti paesi dell'area dell'euro (il tasso medio annuo dell'inflazione dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro è stato del 7,2 per cento nel periodo 2002-2006). Ciò ha attratto molta attenzione nei paesi interessati da tale fenomeno. È plausibile che anche i prezzi delle abitazioni svolgano un ruolo nella forma-

zione delle percezioni d'inflazione dei consumatori. Mentre la spesa dei locatari è inclusa nel paniere dello IAPC, gran parte della spesa sostenuta per le abitazioni occupate dai proprietari non vi è al momento compresa, in linea con l'attuale definizione dello IAPC<sup>14)</sup>. Tuttavia, a livello di area l'impatto dell'inclusione della spesa per abitazioni occupate dai proprietari sullo IAPC complessivo è stimato essere relativamente limitato<sup>15)</sup>.

13) In base alle elaborazioni della BCE.

14) L'Eurostat sta attualmente conducendo un progetto pilota per individuare un metodo per tenere conto in modo appropriato delle spese sostenute per abitazioni occupate dai proprietari nell'ambito dello IAPC. Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *L'indice armonizzato dei prezzi al consumo: concetto, proprietà ed esperienza* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino.

15) Cfr. M. Eiglsperger, *The treatment of owner-occupied housing in the harmonised index of consumer prices* in IFC Bulletin n. 24, agosto 2006, pagg. 68-79.

#### Riquadro 2

### LO IAPC: UNA STATISTICA DI QUALITÀ ELEVATA

Il divario negli andamenti dell'inflazione percepita e dell'inflazione misurata dal 2002 ha condotto in alcuni paesi a dubbi sull'accuratezza e sulla rilevanza delle statistiche ufficiali sui prezzi al consumo. Può pertanto essere utile ricordare la metodologia di misurazione dell'inflazione.

Gli indici IAPC sono rilevati in 30 paesi europei (anche il Bureau of Labor Statistics statunitense pubblica un equivalente dello IAPC su base sperimentale). Lo IAPC è stato sviluppato in conformità con gli standard internazionali e beneficia dell'ampio bagaglio di esperienze di tutti i paesi dell'UE nell'ambito delle statistiche sui prezzi al consumo. Il processo di armonizzazione condotto dalla Commissione europea (Eurostat) è cominciato nel 1995 e si è incentrato sul conseguimento di elevati standard in termini di qualità e comparabilità tra i paesi grazie a una serie di regole legalmente vincolanti che coprono gli aspetti essenziali dell'indice, inclusi il grado di copertura, le formule di aggregazione, la frequenza degli aggiornamenti del paniere, il trattamento di voci specifiche (assicurazioni, tariffe, sanità e istruzione) e gli standard minimi per gli aggiustamenti qualitativi. La Commissione europea verifica l'osservanza di tali regole mediante un programma di visite durante le quali vengono esaminate le procedure adottate dai singoli paesi<sup>1)</sup>.

Lo IAPC dell'area dell'euro è costruito come media ponderata degli indici dei singoli paesi dell'area. La compilazione mensile dei risultati complessivi riguarda ben 1,7 milioni di prezzi osservati dai rilevatori in oltre 180.000 punti vendita in quasi 1.000 città in tutta l'area dell'euro. I prezzi sono rilevati in ogni paese per mediamente oltre 700 beni e servizi rappresentativi. Lo

1) I risultati di questi esercizi di verifica dell'osservanza sono riassunti nella pagina dedicata allo IAPC nel sito Internet dell'Eurostat. Per maggiori dettagli, cfr. [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/pls/portal/url/page/PGP\\_DS\\_HICP](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/pls/portal/url/page/PGP_DS_HICP).

IAPC è rappresentativo di tutta la spesa monetaria per consumi delle famiglie, inclusi i beni durevoli e non durevoli e i servizi (con eccezione delle spese sostenute per abitazioni occupate dai proprietari). È stato suggerito l'utilizzo di misure alternative con riferimento a specifiche categorie di spesa per consumi (del tipo degli indici di acquisti essenziali o frequenti o gli indici per famiglie a basso reddito). Tuttavia, si tratterebbe di misure distorte non rappresentative dell'effettiva spesa per consumi del complesso delle famiglie.

I lavori sull'accuratezza degli indici dei prezzi al consumo <sup>2)</sup> ha individuato quattro principali problemi di misurazione: la distorsione dovuta all'effetto di sostituzione (giacché i consumatori possono sostituire beni che sono diventati relativamente più costosi con quelli che sono diventati relativamente più economici), la distorsione dovuta al ritardo di inclusione dei nuovi prodotti nel paniere, il trattamento degli aggiustamenti qualitativi e la distorsione dovuta al ritardo con cui si includono nel campione i nuovi punti vendita. Nonostante le misure prese per minimizzare tali problemi (ad esempio un aggiornamento annuale volto a includere cambiamenti significativi nelle quote di spesa), non si può escludere l'esistenza di un certo grado di distorsione. I quattro problemi di misurazione summenzionati possono avere effetti variabili a seconda del contesto e dell'epoca; tuttavia, è ragionevole presumere che, nel complesso, conducano a una lieve sopravvalutazione delle variazioni effettive dei prezzi nello IAPC, contrariamente alle attuali percezioni del pubblico <sup>3)</sup>.

In conclusione, lo IAPC ufficiale dell'area dell'euro, pubblicato dalla Commissione europea (Eurostat) è una misura accurata dell'inflazione dei prezzi al consumo, conforme agli standard internazionali. Diversamente da quanto all'occasione suggerito da alcuni commenti apparsi sui media, non vi è alcuna evidenza che in media lo IAPC sottostimi le effettive variazioni dei prezzi.

2) Cfr., ad esempio, C. Mackie e C. Schultze, *At what price? Conceptualizing and measuring cost-of-living and price indexes*, National Academy Press, 2002 e R. Gordon, *The Boskin Commission Report: a retrospective one decade later*, Working Paper n. 12311, National Bureau of Economic Research, 2006. Entrambi gli articoli riguardano l'IPC statunitense.

3) La ricerca con l'utilizzo di tecniche alternative per la compilazione dei prezzi al consumo ha in genere condotto a sovrastime dell'ordine di decimi di punto percentuale.

## 5 CONCLUSIONI

Lo IAPC e l'indagine della Commissione europea sull'inflazione percepita non misurano la stessa cosa; la discrepanza riflette la differenza tra il concetto macroeconomico di inflazione e l'aggregazione delle percezioni d'inflazione soggettive rilevate dall'indagine. Di conseguenza, il fatto che gli andamenti delle percezioni divergono da quelli dell'inflazione annuale misurata dalle statistiche ufficiali non dovrebbe essere considerato un'evidenza di un errore di misurazione nelle statistiche sui prezzi al consumo.

I risultati delle indagini sulle percezioni d'inflazione colgono una sensazione qualitativa e soggettiva da parte dei consumatori. Non forniscono un'indicazione dell'entità del tasso d'infla-

zione percepito e possono essere influenzati da vari fattori economici e psicologici che possono variare nel tempo, in particolare in relazione al *changeover*. Di fatto, sembrano esserci evidenze secondo cui quest'ultimo avrebbe accresciuto l'attenzione sui prezzi dei consumatori, ma nel contempo ne avrebbe confuso i riferimenti temporali, perché i consumatori potrebbero ancora oggi confrontare di fatto i prezzi correnti in euro con i prezzi in valuta nazionale prevalenti prima del 2002 o perché potrebbero incentrarsi soltanto sugli incrementi di prezzo degli articoli acquistati di frequente.

Lo IAPC, misura obiettiva ottimale della variazione media dei prezzi al consumo, è basato su un paniere aggiornato e completo di beni e servizi rappresentativo della spesa per consumi

aggregata. È corretto per le variazioni di qualità dei prodotti ed è comparabile nel tempo. I divari tra lo IAPC e l'indagine della Commissione europea sull'inflazione percepita non danno pertanto motivo di dubitare della qualità dello IAPC.

Nonostante l'accuratezza dello IAPC quale misura dell'inflazione dei prezzi al consumo, i pro-

tratti divari fra la dinamica dell'inflazione misurata e di quella percepita impongono attenzione perché le percezioni d'inflazione potrebbero avere un impatto sulle aspettative d'inflazione e su altre variabili macroeconomiche. Il significativo aumento dell'inflazione percepita che ha fatto seguito al *changeover* ha mutato segno dal 2003. La convergenza verso l'inflazione misurata dovrebbe continuare.



# CONCORRENZA E PERFORMANCE ECONOMICA DEL SETTORE DEI SERVIZI NELL'AREA DELL'EURO



*Il presente articolo analizza il grado di concorrenza nel settore dei servizi dell'area dell'euro e i suoi effetti relativi sulla produttività del lavoro e sui prezzi nel settore. L'importanza dei servizi dell'area è notevolmente aumentata: attualmente essi rappresentano circa il 70 per cento del valore aggiunto in termini nominali e dell'occupazione dell'area. La crescita della produttività del lavoro sembra essere caratterizzata da un elevato grado di diversità fra i vari comparti del settore e i rincari dei servizi sono in media superiori all'inflazione aggregata. Sulle base di diverse proxy della concorrenza nei mercati dei servizi privati non finanziari, l'articolo rileva che una minor concorrenza nei servizi tende a ostacolare la crescita della produttività del lavoro. Inoltre, le misure intese a elevare la concorrenza nel settore dei servizi potrebbero frenare la dinamica dei prezzi in alcuni specifici suoi comparti.*

## I INTRODUZIONE

Una concorrenza insufficiente nel settore dei servizi viene spesso indicata come uno dei fattori che ostacolano la crescita della produttività del lavoro e che contribuiscono all'apertura del divario di produttività fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti registrata dalla metà degli anni novanta<sup>1)</sup>. Inoltre, gli studi condotti nell'ambito del *network* dell'Eurosistema sulla persistenza dell'inflazione (*Eurosystem Inflation Persistence Network*, IPN) hanno riscontrato che i servizi sono caratterizzati da variazioni dei prezzi meno frequenti, ma più ingenti e per lo più al rialzo. Data l'importanza crescente dei servizi e il loro ruolo di input per altri settori, ai fini della conduzione della politica monetaria è importante monitorare la crescita della produttività e l'andamento dei prezzi in questo settore.

La sezione 2 mette in evidenza l'importanza macroeconomica del settore dei servizi dell'area dell'euro e ne valuta i risultati in termini di produttività del lavoro e di andamento dei prezzi<sup>2)</sup>. La sezione 3 spiega i principali canali attraverso cui nella teoria la concorrenza nel settore dei servizi incide su produttività e prezzi, analizza il grado di concorrenza nell'area e riporta alcuni importanti risultati sul nesso rilevato empiricamente fra la concorrenza nel settore dei servizi e la relativa *performance* economica. La sezione finale trae alcune conclusioni di politica economica.

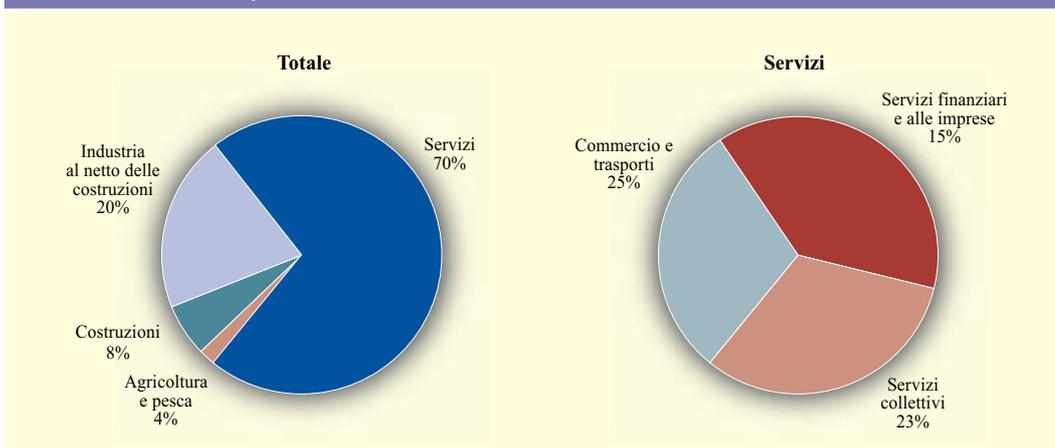
## 2 RILEVANZA MACROECONOMICA E PERFORMANCE DEL SETTORE DEI SERVIZI NELL'AREA DELL'EURO

### PRINCIPALI CARATTERISTICHE E ANDAMENTO CONGIUNTURALE

La scomposizione settoriale dell'economia dell'area dell'euro mette in evidenza l'importanza del settore dei servizi nell'area (cfr. figure 1 e 2)<sup>3)</sup>. Con una quota pari al 70 per cento circa in termini sia di valore aggiunto nominale sia di occupazione, il settore dei servizi è di gran lunga il settore economico più ampio dell'area. Il settore industriale, formato prevalentemente dal comparto manifatturiero, rappresenta approssimativamente il 20 per cento del valore aggiunto e dell'occupazione dell'area. Il settore delle costruzioni e quello agricolo sono entrambi relativamente esigui. Nonostante una certa difformità fra i singoli paesi dell'area, la quota cospicua e crescente di valore aggiunto e occupazione dei servizi rappresenta un tratto comune. (cfr. figure 3 e 4). È del resto una caratteristica di altre economie avanzate, come quella degli Stati Uniti, dove i servizi sono addirittura più rilevanti che nell'area.

- 1) Cfr. l'articolo *Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali* nel numero di luglio 2004 di questo Bollettino.
- 2) Il presente articolo si rifà a una precedente ricerca condotta da una *Task Force* del Comitato per la politica monetaria del SEBC. Cfr. *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, Occasional Paper della BCE n. 44, aprile 2006 (d'ora in poi citato come BCE (2006)).
- 3) L'aggregato dell'area dell'euro non comprende la Slovenia a causa di limitazioni nei dati.

**Figura 1** Composizione del valore aggiunto nominale complessivo in termini nominali nell'area dell'euro a prezzi correnti<sup>1)</sup>

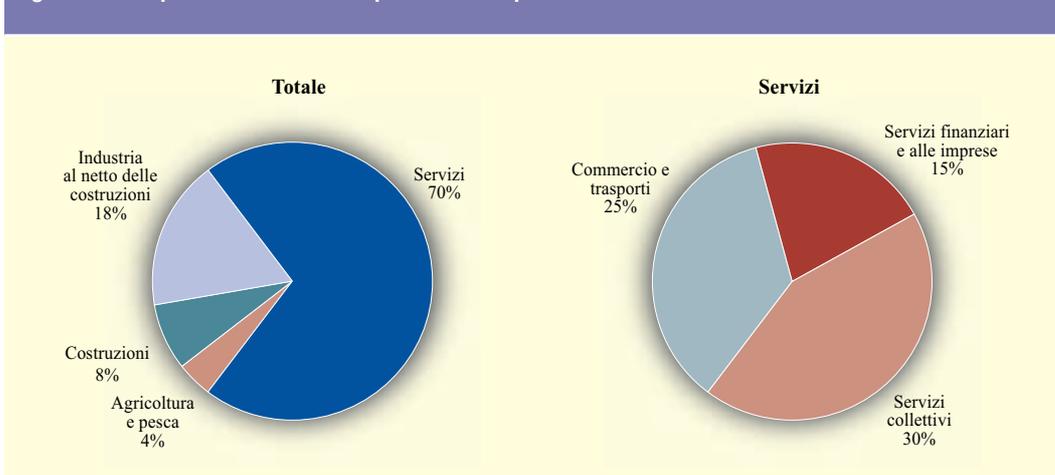


Fonte: Eurostat.  
1) Pesì del 2005.

Sulla base del Sistema europeo dei conti (SEC 95), si può suddividere il settore dei servizi in tre sottosectori: “commercio e trasporti”, “servizi finanziari e alle imprese”, “servizi collettivi”. Sebbene tale disaggregazione non separi rigorosamente i servizi di mercato dagli altri, i primi due sono in genere considerati i servizi di mercato. Le dimensioni relative dei tre principali sottosectori differiscono lievemente in termini di valore aggiunto e di occupazione. Sono relativamente simili in termini di valore aggiunto, mentre la quota di occupazione è relativamente più alta nei “servizi collettivi” e relativamente più bassa nei “servizi

finanziari e alle imprese”, indicando differenze nei livelli relativi di produttività del lavoro. A un livello più disaggregato, il sottosectore “commercio e trasporti” comprende “commercio all’ingrosso e al dettaglio, servizi di riparazione di autoveicoli e di beni per le famiglie”, “servizi alberghieri e di ristorazione” nonché “trasporti, magazzinaggio e comunicazioni”, mentre i “servizi e alle imprese” includono “intermediazione finanziaria” e “servizi immobiliari, di locazione e alle imprese”. I “servizi collettivi” comprendono un’ampia gamma di attività, come “amministrazione pubblica e difesa”, “sanità e servizi sociali” nonché “istruzione”.

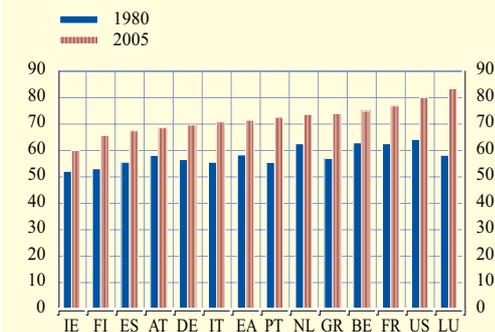
**Figura 2** Composizione dell’occupazione complessiva nell’area dell’euro<sup>1)</sup>



Fonte: Eurostat.  
1) Pesì del 2005.

**Figura 3** Quota dei servizi sul valore aggiunto a prezzi correnti

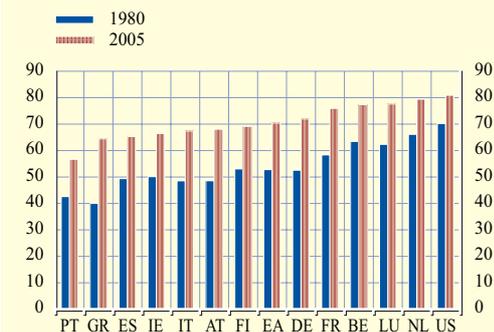
(valori percentuali)



Fonti: per il 1980: BCE (2006); per il 2005: Eurostat, Bureau of Economic Analysis.  
Note: i dati relativi all'Irlanda si riferiscono al 2004. EA=area dell'euro.

**Figura 4** Quota dei servizi sull'occupazione

(valori percentuali)



Fonti: per il 1980: BCE (2006); per il 2005: Eurostat, banca dati STAN dell'OCSE.  
Note: i dati relativi al Portogallo e agli USA si riferiscono al 2003, quelli relativi alla Grecia si riferiscono al 2004. EA=area dell'euro.

Come altre economie avanzate, quella dell'area dell'euro ha subito significativi cambiamenti strutturali associati al forte incremento della quota dei servizi in termini di valore aggiunto nominale e di occupazione (cfr. figure 3 e 4)<sup>4</sup>. L'andamento è comune a tutti i paesi dell'area, e ad altre economie come quella degli Stati Uniti. Sono state suggerite spiegazioni diverse, in parte complementari, per render conto di questa tendenza. Ad esempio, è probabile che la domanda di servizi aumenti con il livello di reddito, in quanto i servizi soddisfano bisogni più elevati di quanto non facciano i beni secondo l'ipotesi della "gerarchia dei bisogni". L'accresciuta partecipazione delle donne al mercato del lavoro ha determinato uno spostamento dai servizi prodotti in ambito domestico a quelli forniti dal mercato, incrementando il PIL, il numero di occupati, e la quota di valore aggiunto e occupazione totali dei servizi. A questo andamento hanno probabilmente contribuito la liberalizzazione del mercato dei servizi e la globalizzazione.

La quota crescente dei servizi nell'area dell'euro riflette evidenti differenze nella crescita registrata dai vari settori. Negli ultimi dieci anni il contributo medio dei servizi alla crescita del volume di valore aggiunto complessivo è stato superiore al 70 per cento, mentre la parte restante è derivata principalmente dall'industria; le costruzioni

e l'agricoltura hanno apportato un contributo modesto. In termini di occupazione, le differenze sono più pronunciate, perché nello stesso periodo la crescita dell'occupazione si è concentrata quasi tutta nei servizi. Un'ulteriore caratteristica della crescita del volume di valore aggiunto dei servizi è la sua modesta volatilità sia in termini di incrementi trimestrali sia nell'arco dell'intero ciclo economico, soprattutto, per i servizi collettivi<sup>5</sup>. Nonostante ciò, il settore dei servizi tuttavia contribuisce alle variazioni medie in termini assoluti della dinamica trimestrale del PIL dell'area tanto quanto il più volatile (ma più piccolo) settore industriale. Ciò mostra l'importanza degli andamenti a breve termine di questo settore per l'analisi e le previsioni congiunturali e anche, di riflesso, l'importanza di indicatori congiunturali tempestivi per questo settore che, nonostante i recenti miglioramenti, sono ancora relativamente poco sviluppati rispetto al settore industriale (cfr. riquadro 1).

- 4) Le figure della sezione 2 si basano sui dati compilati per BCE (2006), i cui dettagli possono essere reperiti nell'allegato 1 di tale rapporto. Per il periodo 1980-2003, i dati incorporano informazioni provenienti dalla banca dati STAN dell'OCSE, dal *Groningen Growth and Development Centre* (GGDC) e dalle banche centrali. Per il periodo 2004-2005 si è utilizzata la banca dati SEC95 dell'Eurostat.
- 5) Cfr. il riquadro 5 *La composizione settoriale della crescita dell'area dell'euro* nel Rapporto annuale 2005 della BCE.

## STATISTICHE CONGIUNTURALI NELL'AREA DELL'EURO SUL SETTORE DEI SERVIZI

Nonostante l'ampia quota di valore aggiunto del settore dei servizi, i dati e gli indicatori dell'andamento a breve termine sono meno sviluppati di quelli per il settore industriale. Ciò riguarda il grado di disaggregazione dei dati, la frequenza con cui essi sono raccolti, la tempestività con cui le informazioni sono pubblicate e il numero, oltre che la qualità (ad es. la lunghezza delle serie temporali), degli indicatori disponibili. Il Sistema statistico europeo ha compiuto di recente progressi significativi in termini di disponibilità e tempestività di serie di fatturato dei servizi per l'area dell'euro come prevista dal regolamento sulle statistiche congiunturali<sup>1)</sup>.

Al momento, la fonte di dati principale per l'analisi congiunturale dell'attività nei sottosettori è costituita dai dati sul valore aggiunto della contabilità nazionale. Per i servizi complessivi (di mercato e non) nonché per i tre principali sottosettori, ovvero (i) commercio, riparazioni, servizi alberghieri e di ristorazione, trasporti e comunicazioni, (ii) servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese (iii) pubblica amministrazione, istruzione, sanità e altri servizi, i dati sul valore aggiunto sono disponibili dal 1995 su base trimestrale con un ritardo di circa due mesi dalla fine del trimestre di riferimento. I dati sono disponibili a prezzi correnti e in volume. I dati sul valore aggiunto per settori dei servizi più dettagliati sono pubblicati da Eurostat su base annua circa dieci mesi dopo la fine dell'anno di riferimento.

Informazioni mensili sul fatturato effettivo per i comparti dei servizi, contemplate dal regolamento sulle statistiche congiunturali, sono disponibili per il commercio al dettaglio e altri servizi (connessi al mercato). I dati sul fatturato del commercio al dettaglio dell'area dell'euro, espressi a prezzi correnti e a prezzi costanti, sono resi disponibili tempestivamente, circa 35 giorni dopo la fine del mese di riferimento. Di recente sono stati pubblicati da Eurostat i dati sul fatturato dell'area dell'euro per altri comparti dei servizi (ad es. vendita e riparazione di autoveicoli, commercio all'ingrosso, servizi alberghieri e di ristorazione, trasporti e servizi alle imprese). Tuttavia, queste serie temporali sono piuttosto brevi e sono disponibili solo a prezzi correnti. In ottemperanza al nuovo regolamento sulle statistiche congiunturali sono in corso i lavori per fornire entro il 2009 i dati sui prezzi dei servizi, necessari per calcolare il fatturato deflazionato. Per i servizi non sono disponibili dati mensili di produzione analoghi all'indice sulla produzione industriale, pubblicato circa un mese e mezzo dopo la fine del mese di riferimento.

Per quanto riguarda le indagini sulle tendenze, quelle condotte dalla Commissione europea (CE) e presso i responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers*, PM) relativamente al commercio al dettaglio e ai comparti dei servizi sono pubblicate su base mensile. I risultati di queste indagini per l'area dell'euro sono resi disponibili circa alla fine del mese cui si riferiscono. I risultati delle indagini differiscono lievemente per lunghezza e copertura delle serie temporali. Le indagini per il commercio al dettaglio iniziano nel 1985 (CE) e nel 2004 (PM), mentre le indagini per i comparti dei servizi risalgono alla metà del 1995 (CE) e alla metà 1998 (PM); sono dunque disponibili per orizzonti temporali più brevi rispetto a quelli del settore manifatturiero. Quanto alle

1) Cfr. il Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio relativo alle statistiche congiunturali.

disaggregazioni disponibili, l'indagine della CE fornisce informazioni dettagliate solo per alcuni settori dei servizi, mentre per i settori manifatturieri è disponibile una disaggregazione molto dettagliata e quasi completa. Tali dettagli non sono disponibili nell'indagine dei PM per l'area dell'euro. I settori dei servizi coperti dall'indagine della CE sono stati costantemente estesi di recente; l'indagine dei PM comprende comparti che attualmente non sono coperti dall'indagine della CE, come ad es. i settori dei servizi finanziari.

Nel complesso, l'accresciuta disponibilità di dati ha concorso a migliorare il quadro informativo complessivo del settore dei servizi. Data l'importanza di tale comparto dell'area dell'euro, le informazioni esistenti sono peraltro ancora insufficienti per un'analisi congiunturale esaustiva e tempestiva. Ciò risulta particolarmente evidente in relazione ai dati disponibili per le attività industriali. Nel complesso, lo sviluppo di nuove statistiche sui servizi richiede uno sforzo significativo da parte degli istituti di statistica nazionali ed è divenuta una priorità concordata a livello europeo.

## PRINCIPALI CARATTERISTICHE RELATIVE ALLA PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO E AI PREZZI

### CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO

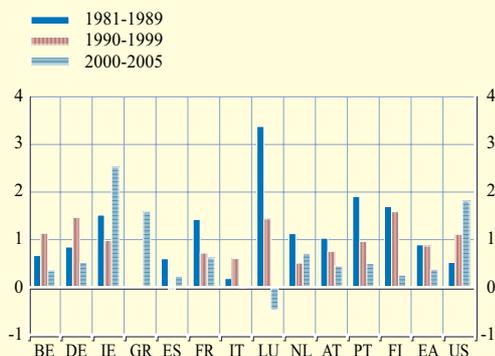
Negli anni novanta la crescita della produttività del lavoro nel settore dei servizi dell'area dell'euro ha lievemente rallentato rispetto al decennio precedente. La decelerazione si è protratta nel 2000-2005 (cfr. figura 5), sebbene vi sia dal 2000 qualche segnale di un'inversione di tendenza nei Paesi Bassi e in Spagna. La crescita della produttività negli Stati Uniti, invece, è au-

mentata considerevolmente dalla metà anni novanta, superando quella dell'area e accelerando ancora nel periodo 2000-2005.

La figura 6 mostra un divario positivo fra la crescita della produttività del lavoro nell'industria manifatturiera e quella dei servizi per l'area dell'euro. Tale evidenza va qualificata sotto due aspetti. In primo luogo, il divario è diminuito a partire dagli anni novanta; inoltre, vi è una sostanziale eterogeneità all'interno del settore: le poste e telecomunicazioni e l'intermediazione finanziaria hanno registrato una marcata crescita della produttività, mentre i servizi al-

Figura 5 Crescita della produttività del lavoro nel settore dei servizi

(valori percentuali)

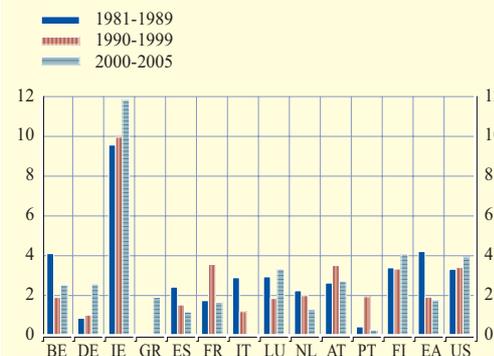


Fonti: BCE (2006) ed Eurostat.

Nota: dati aggiornati al 2005 ove possibile, altrimenti all'ultimo anno disponibile. EA=area dell'euro.

Figura 6 Produttività del lavoro: divario fra industria manifatturiera e settore dei servizi

(valori percentuali)



Fonti: BCE (2006) ed Eurostat.

Nota: dati aggiornati al 2005 ove possibile, altrimenti all'ultimo anno disponibile. EA=area dell'euro.

berghieri e di ristorazione, e quelli immobiliari, di locazione e alle imprese hanno registrato una crescita della produttività modesta o addirittura negativa. È un fenomeno comune alla maggior parte dei paesi dell'area.

Analizzando più in dettaglio i singoli sottosettori <sup>6)</sup>, la differenza più evidente fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti emerge nei settori del commercio all'ingrosso e al dettaglio: l'area registra una crescita della produttività bassa e in decelerazione dagli anni novanta (in particolare dalla metà del decennio) rispetto agli Stati Uniti. In letteratura il fenomeno è attribuito prevalentemente a una distribuzione al dettaglio caratterizzata da una dimensione media più elevata, da maggiori economie di scala e da un uso più intensivo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) negli Stati Uniti <sup>7)</sup>. Le contrazioni della produttività del lavoro nei servizi alberghieri e di ristorazione nella maggioranza dei paesi potrebbero anche essere correlate alla natura ad alta intensità di lavoro di questi settori, alla scarsa esposizione internazionale e problemi inerenti la correzione qualitativa nelle misurazioni del prodotto. Sempre nello stesso periodo, la crescita della produttività del lavoro nei trasporti e magazzinaggio nonché nelle telecomunicazioni nell'area dell'euro è stata superiore a quella degli Stati Uniti. Nei trasporti e magazzinaggio, ciò riflette in parte differenze specifiche nel settore nelle due aree <sup>8)</sup>. Nelle telecomunicazioni, le liberalizzazioni attuate negli anni novanta hanno contribuito a accrescere l'efficienza, l'impiego delle TIC, la domanda e a comprimere i prezzi (si veda più avanti). La flessione della produttività del lavoro nei servizi immobiliari, di locazione registrata sia nell'area sicche negli Stati Uniti potrebbe essere attribuita inoltre al fatto che essa è misurata di per sé in base all'andamento dei canoni di locazione senza incremento del prodotto.

#### **VARIAZIONI DEL PREZZO DEL VALORE AGGIUNTO**

La figura 7 mostra un andamento decisamente flettente per il deflatore implicito del valore aggiunto dei servizi nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro e negli Stati Uniti a partire

dagli inizi degli anni ottanta. Questo andamento è stato accompagnato da una dispersione decrescente fra i paesi dell'area, come misurata dal coefficiente di variazione.

Nell'area dell'euro, il divario fra le variazioni di prezzo nel settore dei servizi e in quello manifatturiero si è ridotto (cfr. figura 8), mentre negli Stati Uniti si è ampliato nel periodo 2000-2005 per effetto di una riduzione più pronunciata nel settore manifatturiero rispetto ai servizi.

L'andamento dei prezzi nell'ambito del settore dei servizi è piuttosto eterogeneo. Nei servizi alberghieri e di ristorazione, i prezzi sono generalmente aumentati a un tasso più sostenuto rispetto a quello medio del settore, il che si spiega principalmente con un'intensità di lavoro più elevata e un conseguente margine di miglioramento della produttività più limitato in un contesto di flessibilità salariale ridotta e/o di concorrenza insufficiente. L'andamento analogo nei servizi immobiliari, di locazione e alle imprese può essere attribuito all'aumento dei prezzi delle attività sottostanti nel settore immobiliare e al miglioramento della qualità e alla crescente personalizzazione dei servizi professionali. Per i servizi di posta e di telecomunicazione, invece, i prezzi sono diminuiti nella maggior parte dei paesi (dal 1996 soprattutto in Germania, Francia e Paesi Bassi) per effetto dell'apertura alla concorrenza e della flessione dei costi indotta dal progresso tecnologico <sup>9)</sup>. Nel

6) Per dati più dettagliati sulla crescita della produttività e sulle variazioni di prezzo del valore aggiunto nei singoli settori dei servizi, cfr. BCE (2006) e il riquadro 4 *Produttività del lavoro e andamento dei prezzi nel settore dei servizi dell'area dell'euro: il ruolo della concorrenza* nel numero di aprile 2006 di questo Bollettino.

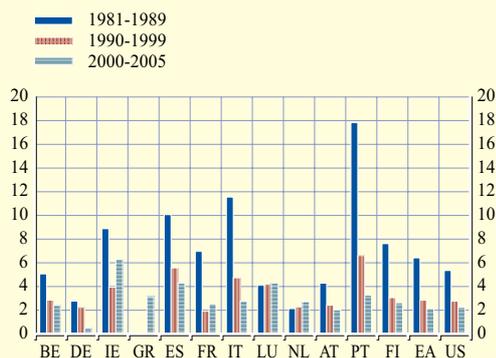
7) Timmer, M., Inklaar, R. (2005), *Productivity differentials in the US and EU distributive trade sector: statistical myth or reality?*, Research Memorandum GD-76, Groningen Growth and Development Centre.

8) Van Ark, B., Monnikhof, E., Mulder, N. (1999), *Productivity in services: an international comparative perspective*, Canadian Journal of Economics, vol. 32, n. 2, pp. 471-499. Questo articolo mette in evidenza l'uso elevato di autovetture private e un minor margine di miglioramento dell'efficienza nel trasporto passeggeri statunitense.

9) Per un'analisi, cfr. *Price effects of regulatory reform in selected network industries*, BCE, marzo 2001, e Martin, R., Roma M., Vansteenkiste, I., *Regulatory reform in selected EU network industries*, Occasional Paper della BCE n. 28, aprile 2005.

**Figura 7** Crescita del deflatore del valore aggiunto nel settore dei servizi

(valori percentuali)

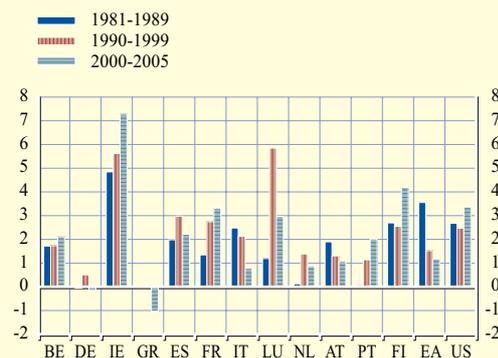


Fonti: BCE (2006) ed Eurostat.

Nota: dati aggiornati al 2005 ove possibile, altrimenti all'ultimo anno disponibile. EA=area dell'euro.

**Figura 8** Crescita del deflatore del valore aggiunto dei servizi: divario fra industria manifatturiera e settore dei servizi

(punti percentuali)



Fonti: BCE (2006) ed Eurostat.

Nota: dati aggiornati al 2005 ove possibile, altrimenti all'ultimo anno disponibile. EA=area dell'euro.

commercio all'ingrosso e al dettaglio dell'area dell'euro si registra un profilo analogo a quello dei servizi nel loro complesso, mentre negli Stati Uniti si sono osservate variazioni di prezzo negative dalla seconda metà degli anni novanta, riflettendo andamenti della produttività più positivi.

### ANDAMENTO DELL'INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO (IAPC)

I principali andamenti dello IAPC nel settore dei servizi sono sostanzialmente analoghi a quelli osservati per il deflatore del valore aggiunto. Lo IAPC per i servizi si riferisce ai relativi prezzi al consumo finali e riflette, oltre alle componenti del deflatore del valore aggiunto, l'evoluzione di altri fattori che incidono sui prezzi al consumo, come le imposte al consumo, i prezzi di altri input e i prezzi dei prodotti importati e destinati direttamente al consumo.

Il peso dei servizi nel paniere dello IAPC è costantemente aumentato nell'area dell'euro. Nel 2006 ha raggiunto il 40,8 per cento, valore peraltro inferiore alla quota del valore aggiunto o dell'occupazione complessivi dei servizi. La differenza è attribuibile a due cause principali. Innanzitutto, molti servizi sono input intermedi per la produzione di beni di consumo e sono incorporati nei prezzi di altre voci dello IAPC (ad es. i margini dei servizi di commercio all'in-

gresso e al dettaglio sono incorporati nei prezzi dei beni venduti ai consumatori). In secondo luogo, alcuni servizi diversi da quelli di mercato non richiedono transazioni in moneta e non sono compresi nello IAPC, dal momento che la quota della spesa finale in moneta per le famiglie per questi servizi è nulla (ad es. amministrazione pubblica e difesa nonché, in certa misura, istruzione, sanità e previdenza sociale).

Dal 1992, gli aumenti dei prezzi dei servizi hanno seguito un profilo sostanzialmente analogo a quello dei beni industriali non energetici (ovvero beni di consumo a esclusione dei prodotti alimentari ed energetici).

Tuttavia, il tasso di incremento annuo dei prezzi dei servizi dello IAPC è stato considerevolmente superiore a quello dei prezzi dei beni industriali non energetici sempre dello IAPC (cfr. figura 9). Questo divario, in media intorno a 1,7 punti percentuali, riflette principalmente i menzionati differenziali di crescita della produttività nei servizi e nell'industria dove si producono i beni e il conseguente impatto sull'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto.

A un livello più spinto di disaggregazione, i benefici della liberalizzazione e del progresso tecnologico possono essere chiaramente os-

servati con riferimento ai prezzi dei servizi di telecomunicazione, diminuiti a un tasso annuo medio del 2,2 per cento dal 1996, (a fronte di un aumento del 2,3 per cento dei prezzi dei servizi dello IAPC nel loro complesso). È presumibile che una più ampia liberalizzazione delle attività dei servizi abbia un impatto sull'andamento dell'insieme dei prezzi dei servizi.

Oltre all'effetto sul grado di pressione inflazionistica, gli aumenti dei prezzi dei servizi contribuiscono al persistere della dinamica inflazionistica nel tempo. I recenti lavori dell'IPN indicano maggiori rincari e un grado più elevato di rigidità nominali dei prezzi dei servizi rispetto ad altre voci dello IAPC<sup>10</sup>. Le variazioni dell'indice dei prezzi dei servizi sono meno frequenti, ma di maggiore entità rispetto a quelle osservate per i manufatti. Stando alle indagini sulla modalità di determinazione dei prezzi, i principali fattori che impediscono gli adeguamenti dei prezzi sono: (i) relazioni a lungo termine con i clienti, (ii) contratti espliciti la cui rinegoziazione è onerosa e (iii) un basso livello di concorrenza. Inoltre, vi è una notevole asimmetria nelle variazioni dei prezzi, dal momento che solo il 20 per cento delle variazioni dei prezzi dei servizi sono riduzioni (rispetto al 40 per cento del settore manifatturiero). Tale asimmetria può spiegarsi altresì con una più grande incidenza del fattore lavoro e con una maggiore rigidità dei salari nominali verso il basso.

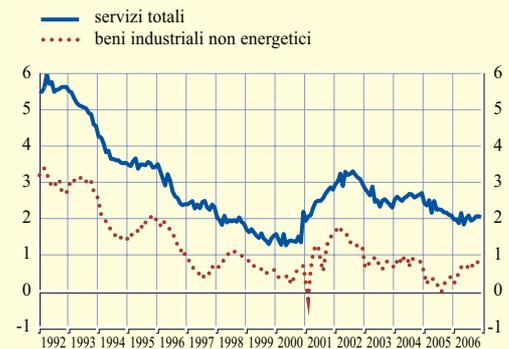
### 3 L'IMPATTO DELLA CONCORRENZA SULLA PRODUTTIVITÀ E SULL'ANDAMENTO DEI PREZZI NEL SETTORE DEI SERVIZI

#### LA PREVISIONE DELLA TEORIA ECONOMICA

La concorrenza perfetta è generalmente associata a una struttura di mercato in cui tutti gli operatori economici fronteggiano prezzi esogeni e le imprese possono entrare e uscire dal mercato liberamente senza incorrere in costi fissi, e non possono godere di rendimenti crescenti di scala. Nel mondo reale, la concorrenza perfetta è rara, soprattutto nel settore dei servizi dove l'eterogeneità del prodotto offerto può creare un

**Figura 9 Crescita dei prezzi (IAPC) nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali annue)



Fonte: Eurostat.

Nota: i dati anteriori al 1996 sono stimati sulla base degli indici nazionali dei prezzi al consumo nazionali.

potere monopolistico per i fornitori. La concorrenza nei servizi può essere limitata non solo per la natura dei prodotti coinvolti, bensì anche per barriere legali al commercio o per una legislazione che discrimina le imprese estere da quelle estere (cfr. riquadro 3).

Gli effetti di un'accresciuta concorrenza nel settore dei servizi sulla produttività del lavoro del comparto stesso possono essere diretti e indiretti. I primi derivano dalla riduzione dei costi delle imprese e dalla rimozione delle barriere all'entrata a seguito di riforme del mercato dei beni e dei servizi. Gli effetti indiretti sulla produttività del lavoro nel settore dei servizi operano attraverso tre canali principali<sup>11</sup>: (i) una riduzione dei margini di profitto e una migliore allocazione di risorse scarse (efficienza allocativa); (ii) un miglioramento dell'utilizzo da parte delle imprese dei fattori di produzione (efficienza produttiva); (iii) un incentivo all'in-

10) Per una sintesi dei principali risultati dell'IPN nell'area dell'euro, cfr. Angeloni, I., et al. (2005), *Inflation persistence in the euro area: preliminary summary of findings*, Eurosystem Inflation Persistence Network, BCE, e Dhyne, E., et al. (2005), *Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual consumer price data*, Working Paper della BCE n. 524.

11) Cfr., ad esempio, *The EU Economy: 2004 Review*, Commissione europea, 2004.

novazione e a procedere verso la frontiera tecnologica (efficienza dinamica). Gli incrementi dell'efficienza di allocazione e produttiva (noti come incrementi statici) generati dalle variazioni della concorrenza, rappresentano cambiamenti una tantum del livello di produttività. Si ritiene, invece, che gli effetti dell'efficienza dinamica sulla produttività, (noti anche come incrementi dinamici) innalzino livello e tasso di crescita della produttività totale dei fattori nel lungo periodo, influenzando potenzialmente in misura più rilevante e duratura la produttività rispetto agli effetti statici. La concorrenza nel settore dei servizi può sostenere anche indirettamente la produttività del lavoro in altri settori dell'economia che usano i servizi come input produttivo.

Una concorrenza più intensa è generalmente associata con un livello di prezzi inferiore grazie a una riduzione dei margini di profitto delle imprese per dati costi marginali. Inoltre, una concorrenza più elevata stimola un impiego efficiente delle risorse, esercitando una pressione al ribasso sui costi e sui prezzi<sup>12)</sup>. Gli effetti sui (livelli dei) prezzi nei servizi sono sia diretti, attraverso i ribassi dei prezzi dei servizi per i consumatori, sia indiretti, attraverso la riduzione dei prezzi dei servizi utilizzati come input nella produzione di altri servizi o in altri settori dell'economia. Gli effetti delle variazioni della concorrenza sul livello dei prezzi dovrebbero persistere nel tempo. Potrebbero occorrere diversi anni prima che il settore si ristabilizzi su un nuovo equilibrio di *steady state*. Nel periodo di aggiustamento dei prezzi relativi, anche il tasso di inflazione aggregata risentirà delle variazioni del grado di concorrenza.

In generale, quanto più forte è la concorrenza nell'economia quanto più flessibili sono i salari, i prezzi e i processi di sostituzione dei fattori produttivi. Prezzi più flessibili possono indurre una perdita di output meno persistente a seguito di uno shock negativo da costi. Ciò rileva particolarmente nel caso dei servizi, dal momento che i prezzi dei servizi reagiscono in genere più lentamente rispetto a quelli del settore manifatturiero e le società che operano nei mercati con

un grado più elevato di concorrenza correggono i propri prezzi più frequentemente in risposta a mutamenti dei costi e della domanda (cfr. sezione 2). Infine, un'accresciuta concorrenza nel mercato internazionale dei servizi dovrebbe consentire ai consumatori di paragonare i prezzi con maggiore facilità, soprattutto in un'unione monetaria, aumentando la trasparenza dei prezzi e le possibilità di arbitraggio fra paesi, consentendo un funzionamento più sicuro dell'UEM. Una maggiore concorrenza potrebbe quindi significare tassi di inflazione più bassi per periodi di tempo prolungati.

#### CONCORRENZA NEL MERCATO DEI SERVIZI DELL'AREA DELL'EURO

La misurazione della concorrenza nel mercato dei servizi privati non finanziari è impresa complessa<sup>13)</sup> perché le regolamentazioni non si prestano a essere misurate quantitativamente ed è difficile osservare direttamente la concorrenza. Si devono quindi usare *proxy* che sintetizzino le informazioni istituzionali o valutino i risultati effettivi rispetto a un *benchmark* ipotetico di piena concorrenza. Il riquadro 2 presenta una rassegna di tali *proxy*, corredata da un'analisi dei loro punti di forza e di debolezza. L'esame delle diverse misure della concorrenza fornisce nell'insieme un quadro abbastanza solido dei progressi che i paesi dell'area dell'euro hanno compiuto in questo campo in anni recenti e illumina le differenze che rimangono fra paesi. In questa sezione si presentano le *proxy* concernenti il grado di regolamentazione dell'economia nel suo complesso e nei singoli settori, nonché indicatori di profittabilità delle imprese.

L'indice complessivo Product Market Regulation (PMR) dell'OCSE offre una sintesi delle regolamentazioni che hanno influenzano l'intensità della concorrenza. L'indice è nettamente diminuito nel 1998-2003 sia per l'area dell'euro sia per i singoli paesi esaminati (cfr. la tavola 1,

12) Cfr., ad esempio, l'articolo *Convergenza dei prezzi e concorrenza nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2002 di questo bollettino.

13) Per un'analisi dettagliata cfr. il capitolo 3 in BCE (2006).

prima e seconda colonna), suggerendo che l'assetto normativo complessivo è più favorevole alla concorrenza nel mercato dei beni e servizi dal 1998, quantunque rimanga per la maggior parte più restrittivo che negli Stati Uniti. I maggiori miglioramenti si sono registrati in Grecia, Italia e Francia, benché in tutti questi paesi i livelli siano tuttora ancora relativamente elevati. Al contrario, la distribuzione al dettaglio e i servizi professionali hanno registrato solo limitati progressi in termini di deregolamentazione (rispettivamente dal 1998 e dal 1996 e addirittura un certo inasprimento della regolamentazione in alcuni paesi (cfr. la tavola 1, dalla terza alla sesta colonna).

La figura 10 mostra l'evoluzione della regolamentazione settoriale per i trasporti aerei, terrestri e le poste e telecomunicazioni nei periodi 1981-1989, 1990-1999 e 2000-2003. Un valore dell'indice più elevato indica una regolamentazione più restrittiva in termini di barriere all'entrata, proprietà pubblica, struttura di mercato, integrazione verticale e controllo dei prezzi. Questi indicatori sono diminuiti significativamente nel tempo nel complesso dell'area

dell'euro e nei singoli paesi, suggerendo che la regolamentazione in questi settori sia diventata più favorevole alle imprese, soprattutto nei trasporti aerei e nelle poste e telecomunicazioni che hanno registrato le maggiori flessioni. I progressi registrati, tuttavia, hanno teso a differenziarsi settorialmente e territorialmente, come suggerisce l'aumento della dispersione della regolamentazione settoriale nel tempo (segnalata da una più elevata deviazione standard fra i paesi nel secondo e nel terzo periodo in esame rispetto al primo). Di conseguenza, le differenze fra paesi nel livello di regolamentazione in questi settori è ancora considerevole.

La misura in cui il settore dei servizi è regolamentato può incidere sulle scelte e sulla profittabilità delle imprese. Le *proxy* di profittabilità possono pertanto essere usate come misura alternativa del grado di concorrenza. Esse comprendono il *mark up* (misurato semplicemente dal rapporto fra il deflatore del valore aggiunto e il costo del lavoro per unità di prodotto) e il margine di profitto (calcolato dal rapporto fra il margine operativo e il valore aggiunto). Il *mark up*, corretto per il lavoro autonomo, è ca-

**Tavola 1 Misure di regolamentazione nei mercati dei prodotti**

	Regolamentazione nei mercati dei prodotti		Commercio al dettaglio		Servizi professionali <sup>1)</sup>	
	2003	Differenza fra i valori del 2003 e del 1998	2003	Differenza fra i valori del 2003 e del 1998	2003	Differenza fra i valori del 2003 e del 1996
Belgio	1,4	-0,7	4,5	0,9	2,1	-0,1
Germania	1,4	-0,5	3,1	0,8	3,1	-1,0
Irlanda	1,1	-0,4	1,1	-0,2	1,3	0,1
Grecia	1,8	-1,0	4,2	0,2	2,9	-
Spagna	1,6	-0,7	3,4	-0,3	2,4	-1,0
Francia	1,7	-0,8	3,1	-1,6	2,0	0,1
Italia	1,9	-0,9	2,4	-0,5	3,6	0,3
Lussemburgo	1,3	-	-	-	3,2	0,0
Paesi Bassi	1,4	-0,4	1,6	-0,3	1,6	0,2
Austria	1,4	-0,4	3,2	-0,9	2,0	-2,2
Portogallo	1,6	-0,6	2,2	-1,0	2,4	-0,3
Finlandia	1,3	-0,7	2,6	-0,8	1,0	0,2
<b>Area dell'euro</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,3</b>
Stati Uniti	1,0	-0,3	2,6	-	1,8	-

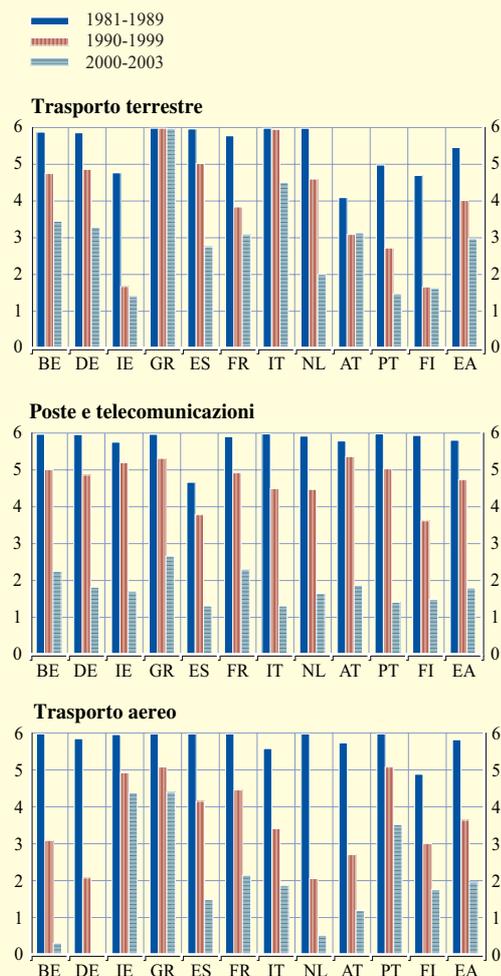
Fonte: OCSE.

Nota: valori più elevati indicano una restrizione della regolamentazione.

(1) Media aritmetica semplice delle voci: contabilità, architettura, ingegneria e servizi legali.

Figura 10 Regolamentazione settoriale

(medie nel periodo)



Fonti: OCSE e nostre elaborazioni.

Note: gli indici variano da 1 a 6. Valori più elevati indicano una restrizione della regolamentazione. I valori per l'area dell'euro sono calcolati come media aritmetica semplice. EA=area dell'euro.

ratterizzato da variazioni piuttosto limitate nel tempo e da un andamento crescente fra gli anni novanta e quelli ottanta nel complesso dell'area dell'euro e nella maggior parte dei paesi e dei settori esaminati<sup>14</sup>). Sia il *mark up* sia il margine di profitto nei settori dei servizi privati non finanziari nell'area dell'euro hanno superato gli indicatori corrispondenti per il complesso dell'economia e il settore manifatturiero. È tuttavia difficile trarre conclusioni certe sull'evoluzione della concorrenza da in quanto un elevato li-

vello di profittabilità potrebbe essere associato sia a una limitata concorrenza sia a una elevata efficienza dinamica delle imprese appartenenti a un settore concorrenziale che beneficia di incrementi di produttività (cfr. anche riquadro 2). Una concorrenza più intensa dovrebbe comunque ridurre le rendite economiche da regolamentazione e quindi i *mark up* nel medio e lungo termine.

#### IL NESSO EMPIRICO FRA CONCORRENZA, CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO E VARIAZIONI DEI PREZZI RELATIVI NEI SERVIZI

La letteratura empirica riscontra in genere che la concorrenza è un fattore cruciale per spiegare l'andamento della produttività del lavoro e dei prezzi nel settore dei servizi. La deregolamentazione e la liberalizzazione contribuiscono a realizzare livelli e tassi di crescita più elevati della produttività del lavoro<sup>15</sup>). Nell'insieme si conclude che una maggiore concorrenza esercita una pressione al ribasso sui costi e sui prezzi<sup>16</sup>).

Per l'area dell'euro, BCE (2006) indaga sul nesso fra diverse *proxy* della concorrenza nel mercato dei servizi, la crescita della produttività del lavoro e le variazioni relative dei deflatori del valore aggiunto (ovvero le variazioni di prezzo in ciascun sottosettore rispetto a quelle dell'economia nel suo complesso)<sup>17</sup>). Benché molti risultati siano in linea con quanto riscontrato

14) Per un approfondimento, cfr. l'articolo *La misurazione e l'analisi della dinamica dei profitti nell'area dell'euro* nel numero di gennaio 2004 di questo Bollettino.

15) Cfr. lo studio di Conway, P., De Rosa, D., Nicoletti, G., Steiner, F. (2006), *Regulation, Competition and Productivity Convergence*, Working Paper n. 509 dell'Economics Department dell'OCSE e i riferimenti ivi citati.

16) Cfr., ad esempio, Cavelaars, P. (2003), *Does Competition Enhancement Have Permanent Inflation Effects?*, *Kyklos*, vol. 56, n. 1, 2003, pp. 69-94, e Przybyla, M., Roma, M., *Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors*, Working Paper della BCE n. 453, marzo 2005.

17) Allo scopo estendere l'analisi all'inizio degli anni novanta, sono state utilizzate le variazioni di prezzo del valore aggiunto anziché lo IAPC, dal momento che quest'ultimo è disponibile solo dal 1996. Sono analizzate le variazioni di prezzo del valore aggiunto in termini relativi anziché assoluti perché nel medio e lungo periodo, le variazioni del livello generale dei prezzi sono condizionate dall'andamento monetario e da caratteristiche specifiche nazionali.

per molti gruppi di paesi industriali, è necessario sottolineare che i risultati vanno interpretati con cautela date le limitazioni dei dati esistenti. Vanno altresì tenuti presente i motivi di cautela associati alle *proxy* della concorrenza nel mercato dei servizi (cfr. riquadro 2).

## Riquadro 2

### PROXY DELLA CONCORRENZA NEL SETTORE DEI SERVIZI

La misurazione della concorrenza nel mercato dei servizi è importante per la valutazione dei suoi effetti su produttività del lavoro, crescita e inflazione. Poiché la concorrenza non può essere osservata direttamente, sono state sviluppate diverse *proxy* per i servizi non finanziari alle imprese. Il presente riquadro integra la seconda parte della sezione 3 di questo articolo fornendone una rassegna. Esse sono suddivise schematicamente in quattro categorie, che ne precisano le fonti statistiche e i principali motivi di cautela da un punto di vista metodologico.

1. *Proxy* della profittabilità delle imprese a livello settoriale, come il mark up e il margine di profitto (banca dati STAN (*Structural Analysis Database*) dell'OCSE). Le difficoltà di misurazione dello stock di capitale a livello settoriale può rendere difficile la misurazione degli utili e, in genere, i raffronti internazionali andrebbero interpretati con cautela. Inoltre, una più elevata profittabilità non può essere intesa incondizionatamente come un'indicazione di minor concorrenza.
2. *Proxy* del grado di regolamentazione dell'economia nel suo complesso e a livello settoriale (banca dati PMR (*Product Market Regulation*) dell'OCSE). Utilizzando un approccio dal basso verso l'alto, queste *proxy* sintetizzano gli indicatori sui controlli di Stato, sulle barriere all'entrata, sul coinvolgimento dello Stato in attività economiche e sul controllo dei prezzi. Esse sono in genere disponibili con un certo ritardo (le ultime osservazioni disponibili riguardano il 2003) e a bassa frequenza. Sono altresì disponibili altri indicatori di regolamentazione per determinati servizi, come quelli offerti da revisori dei conti, farmacisti, architetti, ingegneri, avvocati, commercianti al dettaglio (*Copenhagen Economics*<sup>1)</sup> e Paterson et al.<sup>2)</sup>). Questi indicatori sono in genere disponibili a un alto livello di disaggregazione ma la copertura temporale è molto limitata.
3. Indicatori sulla struttura del mercato, come il numero delle imprese, il numero degli occupati per impresa e la quota di lavoratori autonomi sull'occupazione totale (Eurostat New Cronos). La costruzione di misure più precise della struttura del mercato, come gli indici Herfindahl, pone ardui problemi a causa delle limitazioni dei dati. È importante segnalare che le dimensioni delle imprese non devono essere interpretate incondizionatamente come una *proxy* del grado di concentrazione del mercato. Da un lato, le dimensioni medie delle imprese potrebbero essere connesse positivamente alla concentrazione, dall'altro una struttura di mercato frammentata potrebbe essere un'indicazione dell'esistenza di barriere all'entrata nei confronti di modelli organizzativi più efficienti, come i grandi centri di distribuzione al dettaglio.

1) Copenhagen Economics (2005), *Economic Assessment of the Barriers to the Internal Market for Services*, studio commissionato dalla Commissione europea, DG Imprese, Bruxelles.

2) Paterson, I., Fink, M., Ogus, A. (2003), "Economic impact of regulation in the field of liberal professions in different Member States", *Regulation of Professional Services*, Research Report, Institute for Advanced Studies (IHS), Vienna.

4. *Proxy* del grado di apertura del mercato, come l'apertura agli scambi commerciali (*Statistics on International Trade in Services* dell'OCSE) e gli indici sulle restrizioni agli investimenti diretti esteri<sup>3)</sup>. Questi ultimi sono costruiti aggregando svariati indicatori sulle discriminazioni attuate da un paese nei confronti di imprese estere, ad esempio attraverso restrizioni operative e attraverso limiti sulla proprietà estera del capitale di rischio. Questa categoria di *proxy* può essere usata per valutare l'estensione della concorrenza internazionale.

3) Golub, S. (2003), *Measures of restrictions on inward Foreign Direct Investment for OECD countries*, OECD Economic Studies n. 36, pp. 85-117.

Il lavoro mostra che la concorrenza nel mercato dei servizi è un fattore importante per spiegare la crescita della produttività del lavoro nella maggior parte dei comparti analizzati. Questo risultato è abbastanza resistente a possibili errori di misurazione: è insensibile alla scelta degli indicatori (restrizioni agli investimenti diretti esteri indicatori di regolamentazione settoriale dell'OCSE, ecc.). In particolare, in tutti i paesi dell'area dell'euro la limitata concorrenza nel mercato dei servizi sembra ostacolare la crescita della produttività del lavoro nel settore dei servizi. I risultati tuttavia sono diversi a seconda del sottosectore e non sembra sussistere alcun impatto sistematico della concorrenza nei comparti degli alberghi e dei pubblici esercizi, nei servizi immobiliari, di locazione e dei servizi alle imprese.

In tutti i settori esaminati, il costo del lavoro per unità di prodotto relativo si dimostra una variabile determinante per le variazioni relative di prezzo. Inoltre, margini di profitto relativamente più elevati sono associati a maggiori aumenti relativi di prezzo. Questi risultati vanno tuttavia

interpretati con cautela dato che una maggior profittabilità non può essere intesa necessariamente come un'indicazione di minor concorrenza. Inoltre, nel commercio all'ingrosso e al dettaglio, nei servizi alberghieri e di ristorazione, nonché in quelli di trasporto e magazzinaggio, le altre *proxy* della concorrenza nel mercato dei servizi non spiegano le variazioni relative di prezzo. Nei servizi di posta e telecomunicazione e in quelli immobiliari, di locazione e alle imprese, una regolamentazione settoriale più restrittiva e alcuni indicatori di regolamentazione del mercato dei beni e dei servizi dell'intera economia sono associati con aumenti di prezzo più elevati o diminuzioni di prezzo più contenute, suggerendo che un'accresciuta concorrenza nel mercato dei servizi ha un effetto frenante sulle variazioni relative di prezzo in questi sottosectori.

Nel complesso, una maggior concorrenza nei servizi promuoverebbe mercati dei servizi più efficienti (cfr. riquadro 3), aumenterebbe la produttività e il benessere dei consumatori grazie a riduzioni di prezzo in taluni settori.

### Riquadro 3

#### LA DIRETTIVA DELL'UE SUI SERVIZI NEL MERCATO INTERNO

Il Trattato di Roma ha sancito due libertà fondamentali a sostegno del mercato interno per i servizi: la libertà di stabilimento, che consente alle società dell'UE di insediarsi in altri Stati membri, e la libera circolazione dei servizi, che garantisce alle società dell'UE di erogare servizi, su base temporanea, nel territorio di uno Stato membro diverso da quello in cui sono stabilite.

Nonostante le disposizioni del Trattato, il mercato interno per i servizi non funziona tuttavia ancora in modo soddisfacente. Numerose barriere giuridiche e amministrative impediscono ai

prestatori di servizi di estendere la propria operatività oltre i confini nazionali. L'esigenza di realizzare il mercato interno per i servizi ha quindi occupato i primi posti dell'agenda della politica economica europea per molti anni. In particolare, al vertice di Lisbona nel marzo 2000 i capi di Stato e di governo dell'UE hanno sollecitato una strategia per rimuovere le barriere transfrontaliere ai servizi, considerandola una pietra angolare dell'agenda di Lisbona.

Nell'ottica di sostenere l'esercizio da parte dei prestatori di servizi delle due libertà fondamentali di cui sopra, la Commissione europea ha presentato nel gennaio 2004 una proposta di direttiva sui servizi nel mercato interno (d'ora in poi "direttiva sui servizi"). Essa è stata infine adottata dal Parlamento europeo e dal Consiglio nel dicembre 2006; deve ora essere recepita dagli Stati membri entro la fine del 2009.

Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno modificato la proposta iniziale della Commissione europea in più punti. Hanno concordato di escludere numerosi servizi dal campo d'applicazione della direttiva. Inoltre, hanno respinto il suggerimento della Commissione di basare la libera circolazione dei servizi sul "principio del paese di origine", secondo cui una società che eroga un servizio in un altro Stato membro (su base temporanea) sarebbe stata soggetta solo alle normative del paese in cui è stabilita (con alcune eccezioni). Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno invece concordato di sostituire il principio del paese di origine con quello dell'obbligo da parte dello Stato membro di destinazione di assicurare il libero accesso e il libero esercizio di un'attività di servizi sul proprio territorio. Lo Stato membro può imporre requisiti ai prestatori di servizi solo se tali requisiti sono non discriminatori, proporzionati e necessari in base a criteri di ordine pubblico, pubblica sicurezza, tutela dell'ambiente e sanità pubblica.

Nonostante queste modifiche, la direttiva dovrebbe ancora produrre benefici sostanziali sia alle imprese sia ai consumatori, agevolando l'erogazione e l'impiego di servizi transfrontalieri. Nonostante il ridotto campo d'applicazione, un grande numero di servizi continua a rientrare nell'applicazione della direttiva: sui servizi alle imprese (ad es. consulenze gestionali), i servizi ai consumatori (ad es. turismo) i servizi erogati sia alle imprese sia ai consumatori (ad es. costruzioni). Inoltre, in linea con la giurisprudenza della Corte di giustizia europea, sono ora esplicitamente proibite numerose restrizioni all'esercizio di entrambe le libertà fondamentali. La direttiva ridurrà e modernizzerà anche le procedure burocratiche relative all'accesso e all'esercizio di attività di servizi. Infine, tutte le restrizioni imposte dagli Stati membri a prestatori di servizi esteri saranno comunicate sia alla Commissione sia agli altri Stati membri e saranno soggette alla reciproca valutazione.

Alcuni studi economici<sup>1)</sup> hanno cercato di quantificare l'impatto macroeconomico della direttiva sulla crescita economica e sull'occupazione nel settore dei servizi. È stato mostrato che la direttiva, come proposta dalla Commissione, aumenterebbe fino a un terzo gli scambi commerciali bilaterali dell'UE e gli investimenti in servizi commerciali (trasporti esclusi). Le stime indicano inoltre che i soli effetti statici (ovvero senza considerare gli effetti dinamici, come l'impatto sulle scelte aziendali) consentirebbero aumenti di consumi e di occupazione rispettivamente dello 0,7 e dello 0,3 per cento, pari a un incremento netto di 600.000 posti di lavoro. Altri lavori suggeriscono che il PIL potrebbe aumentare dello 0,7 per cento.

1) De Bruijn, R., et al. (2006), *The trade-induced effects of the Services Directive and the country of origin principle*, CPB Document n. 108. Copenhagen Economics (2005), *Economic assessment of the barriers to the internal market for services*, studio commissionato dalla Commissione europea, DG Imprese. Breuss, F., Badinger, H. (2006), *The European Single Market for services in the context of the Lisbon Agenda: macroeconomic effects*, studio commissionato dal Ministero federale austriaco dell'Economia e del lavoro.

Questi studi considerano anche l'effetto dell'esclusione del principio del paese di origine. *Copenhagen Economics* indica che le disposizioni relative a questo principio potrebbero incrementare la crescita complessiva di benessere, misurata in termini di consumi totali, del 10 per cento rispetto alla direttiva sui servizi, mentre altri stimano che gli effetti benefici su PIL, consumi e scambi commerciali potrebbero essere all'incirca raddoppiati se fosse adottato il principio del paese di origine.

Nel complesso, questi studi forniscono evidenze empiriche secondo cui gli effetti della direttiva, nonostante siano inferiori a quelli che ci si poteva aspettare dalla proposta originaria della Commissione europea, dovrebbero essere economicamente significativi per tutti gli Stati membri dell'UE.

In prospettiva, è fondamentale che la direttiva sia attuata a pieno titolo e con efficacia in tutti gli Stati membri, consentendo così all'UE di raccoglierne i benefici quanto prima.

#### 4 CONCLUSIONI

L'importanza del settore dei servizi nell'area dell'euro è notevolmente aumentata. Esso rappresenta attualmente circa il 70 per cento del valore aggiunto nominale e dell'occupazione complessivi dell'area. La crescita della produttività del lavoro nel settore è tuttavia lievemente rallentata negli anni novanta rispetto al decennio precedente; la decelerazione è proseguita nel 2000-2005.

Una concorrenza insufficiente nel settore dei servizi è spesso indicata come uno dei fattori che ostacolano la crescita della produttività del lavoro e che contribuiscono a rincari più sostenuti rispetto a quelli nel settore manifatturiero. I risultati empirici suggeriscono che le misure mirate ad aumentare la concorrenza di mercato nel settore dei servizi possono contribuire alla crescita della produttività del lavoro e frenare la dinamica relativa dei prezzi in taluni sottosettori dei servizi.

Le *proxy* della concorrenza nel settore dei servizi qui analizzate indicano che in genere le regolamentazioni dei settori dei servizi nell'area dell'euro sono diventate più favorevoli alle imprese. Tuttavia, i progressi registrati tendono a essere diversi fra paesi dell'area e fra settori; la distribuzione al dettaglio e i servizi professionali mostrano progressi limitati dalla metà degli anni novanta.

Nel complesso, un livello più elevato di concorrenza nel settore dei servizi promuoverebbe mercati dei servizi più efficienti e flessibili, faciliterebbe i processi di aggiustamento e aumenterebbe la capacità di resistenza dell'area dell'euro agli shock economici, consentendo così un più sicuro funzionamento dell'UEM. La riduzione di rigidità e di barriere nel settore dei servizi dovrebbe far parte di un approccio alle riforme che sfrutti le complementarità delle riforme del mercato del lavoro e di quelle relative ai mercati dei beni e servizi. Il completamento del mercato unico per i servizi dovrebbe rimanere un'alta priorità per la politica economica europea.



# DETERMINANTI DELLA CRESCITA NEGLI STATI MEMBRI DELL'UE IN EUROPA CENTRALE E ORIENTALE <sup>1)</sup>



*Dopo la recessione seguita al crollo delle economie centralizzate agli inizi degli anni novanta, i paesi dell'Europa centrale e orientale hanno intrapreso un cammino di trasformazione economica e rapida crescita. Alla vigorosa espansione hanno contribuito le riforme strutturali e istituzionali, la stabilizzazione del contesto macroeconomico, le prospettive di adesione all'Unione europea (UE) e l'ingresso effettivo in quest'ultima nel maggio 2004 e gennaio 2007. Tali andamenti sollevano numerosi quesiti di rilievo sulle attuali condizioni economiche e sulle conseguenti prospettive di crescita dei suddetti paesi. Scopo del presente articolo è passare in rassegna le principali determinanti della crescita nei paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO), vale a dire negli Stati membri dell'UE che si trovano in tale regione, e valutare le sfide fondamentali che queste economie dovranno affrontare nei prossimi anni lungo il percorso verso una maggiore convergenza.*

*L'articolo rileva che, per assicurarsi un'espansione economica sostenibile, i PECO devono adottare opportuni provvedimenti in vari ambiti. Un quadro macroeconomico solido, che comprenda politiche monetarie credibili e politiche fiscali adeguate, rappresenta in particolare un presupposto essenziale per fondamentali favorevoli alla prosecuzione del cammino di crescita sostenibile e di convergenza. Sembra inoltre necessario che tali paesi affrontino i problemi strutturali del mercato del lavoro. In tale contesto rivestono particolare importanza gli sforzi intesi ad accrescere il tasso di partecipazione alle forze di lavoro e il grado di corrispondenza fra domanda e offerta di lavoro in termini sia geografici sia di competenze. Infine, l'accelerazione del processo di convergenza (catching up) sembra presupporre un maggiore impegno volto a migliorare l'attrattiva del contesto economico e potenziare gli investimenti in capitale umano.*

## I INTRODUZIONE

Per gran parte dei PECO, gli inizi degli anni novanta hanno rappresentato l'avvio di una nuova era in ambito sia politico sia economico. Fin dagli esordi di questo processo di trasformazione, i suddetti paesi si sono prefissi di entrare a far parte dell'UE. Tale obiettivo è stato conseguito nel maggio 2004 da Repubblica Ceca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Slovenia e Slovacchia, e nel gennaio 2007 da Bulgaria e Romania <sup>2)</sup>. Dopo l'ingresso nell'UE, alcuni PECO (Estonia, Lituania, Lettonia, Slovenia e Slovacchia) hanno aderito ai nuovi accordi europei di cambio (AEC II) e il 1° gennaio 2007 la Slovenia ha adottato l'euro.

I PECO in questione hanno indubbiamente compiuto progressi considerevoli dalla fine degli anni ottanta, ma la loro fase di "transizione" non può certo ritenersi completata. All'orizzonte rimangono numerose sfide e il processo di convergenza reale (qui definito come una convergenza del reddito pro capite di questi paesi verso la media dell'area dell'euro) è tutt'altro che concluso <sup>3)</sup>. Nonostante il notevole miglioramento

del tenore di vita rispetto agli inizi della fase di transizione, il reddito pro capite dei PECO resta significativamente inferiore alla media dell'area dell'euro.

Un contesto naturale per molte analisi della crescita economica sul lungo periodo è rappresentato dal tradizionale approccio basato sulla funzione di produzione, la quale collega il prodotto all'accumulo di lavoro e di capitale e al progresso tecnologico. Tale approccio, che costituisce la base analitica anche di questo articolo, agevola l'individuazione delle componenti principali della crescita. Su tale sfondo, l'articolo prende

- 1) Questo articolo si basa su Arratibel, O., Heinz, F., Martin, R., Przybyla, M., Rawdanowicz, L., Serafini, R. e Zumer, T., *Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach*, Occasional Paper della BCE, n. 61, aprile 2007.
- 2) Cipro e Malta non sono considerati in questo articolo, poiché non hanno seguito un processo di transizione e sono pertanto meno confrontabili con i PECO.
- 3) Il concetto di convergenza reale può essere definito anche in altri modi, ad esempio in termini di convergenza della struttura settoriale delle diverse economie oppure di convergenza internazionale delle istituzioni e delle condizioni del quadro normativo. Ciò nonostante, la convergenza dei livelli di reddito pro capite è la definizione più comune nella letteratura economica.

in esame alcuni aspetti connessi al funzionamento del mercato del lavoro, agli investimenti in beni di capitale e al capitale umano.

Per quanto concerne le altre determinanti di rilievo della crescita, studi su scala internazionale indicano che la stabilità dei fondamentali macroeconomici e lo sviluppo del settore finanziario influiscono in senso positivo sull'espansione dell'economia nel lungo periodo. Una pubblica amministrazione sovradimensionata, spesso rappresentata da un elevato rapporto tra spesa totale e PIL, può invece esercitare effetti negativi poiché riduce l'efficienza nell'allocazione delle risorse. In tale contesto è importante rilevare come diversi PECO in questione (ad esempio Repubblica Ceca, Lettonia, Ungheria, Polonia e Slovenia) registrino un'incidenza della spesa totale sul PIL superiore al 40 per cento, un livello relativamente elevato rispetto a economie con un analogo grado di sviluppo. Inoltre, quattro di questi paesi (Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Slovacchia) si trovano ancora in una situazione di disavanzo eccessivo. Per quanto concerne il settore finanziario, gran parte della letteratura concorda nell'affermare che il suo sviluppo è legato alla crescita attraverso la promozione dell'accumulo di capitale e gli effetti positivi sul ritmo di incremento della produttività.

**Tavola I Tassi di crescita del PIL**

(variazione percentuale annua)

	1991-1995	1996-2000	2001-2005
Bulgaria	-2,6	-0,8	5,0
Repubblica Ceca	-1,0	1,5	3,3
Estonia	-6,2	5,6	7,3
Lettonia	-11,8	5,4	7,8
Lituania	-10,0	4,2	7,7
Ungheria	-2,4	4,0	4,1
Polonia	-2,2	5,1	2,9
Romania	-2,1	-1,3	5,9
Slovenia	-0,6	4,4	3,4
Slovacchia	-1,7	3,7	4,8
PECO	-1,0	3,5	3,9
Area dell'euro	1,5	2,8	1,5

Fonte: calcoli della BCE basati sul Total Economy database del Centro Groningen per la crescita e lo sviluppo (GGDC), maggio 2006.

Il resto dell'articolo è strutturato come segue. La sezione 2 offre una breve panoramica dei livelli di crescita del prodotto e del grado di convergenza reale conseguiti a partire dalla metà degli anni novanta dagli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale ed esamina il contributo del lavoro, del capitale e della produttività totale dei fattori all'aumento del reddito pro capite. Sulla base del contesto generale così definito, le sezioni 3 e 4 procedono a un'analisi più dettagliata degli andamenti recenti sul mercato del lavoro e in materia di investimenti. La sezione 5 riassume i principali risultati e individua le sfide più importanti che i paesi PECO dovranno affrontare lungo il percorso verso una maggiore convergenza reale.

## 2 L'EVOLUZIONE DEL PROCESSO DI CONVERGENZA REALE

Dopo il repentino abbandono dei sistemi centralizzati nell'Europa centrale e orientale alla fine degli anni ottanta, il prodotto ha subito un crollo in gran parte dei PECO. Benché i dati relativi alla prima metà degli anni novanta siano per lo più inattendibili e debbano quindi essere utilizzati con grande cautela, la tavola 1 indica che l'entità della flessione osservata in tali economie tra il 1991 e il 1995 è stata notevolmente diversa da paese a paese e massima negli Stati baltici (Estonia, Lettonia e Lituania).

Dal 1996 il PIL in termini reali è tornato a crescere quasi ovunque, rispecchiando i progressi verso una stabilizzazione del quadro macroeconomico e l'introduzione di un'ampia serie di riforme strutturali e istituzionali<sup>4)</sup>. La Bulgaria e la Romania costituiscono due eccezioni di rilievo, per il fatto che in tali paesi i profondi mutamenti strutturali connessi al processo di transizione sono stati attuati più tardi. Tra il 1996 e il 2000 la crescita del prodotto è stata particolarmente vigorosa in Estonia, Lettonia, Lituania,

4) Gli elevati tassi di crescita riflettono anche un "effetto base" provocato dal forte calo iniziale del prodotto.

**Tavola 2 PIL pro capite a parità di potere d'acquisto**

(area dell'euro=100)

	1995	2000	2005	2005-1995 <sup>1)</sup>
Bulgaria	27,8	24,8	31,3	3,5
Repubblica Ceca	63,6	60,6	67,3	3,7
Estonia	29,8	35,9	49,7	19,9
Lettonia	25,7	30,8	43,8	18,1
Lituania	30,4	33,3	46,1	15,7
Ungheria	46,6	50,8	59,2	12,6
Polonia	36,6	41,4	45,1	8,5
Romania	29,0	24,2	30,3	1,3
Slovenia	64,0	69,5	77,1	13,1
Slovacchia	42,0	44,1	52,1	10,0
PECO	38,1	39,3	45,5	7,4

Fonte: calcoli della BCE basati sul Total Economy Database del Centro Groningen per la crescita e lo sviluppo (GGDC), maggio 2006.

1) Variazione in punti percentuali.

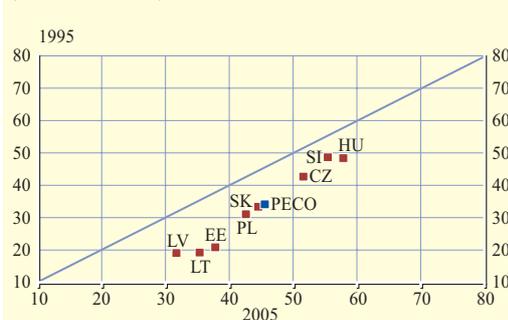
Polonia e Slovenia, e lievemente meno intensa in Ungheria e Slovacchia. Il livello più basso è stato registrato dalla Repubblica Ceca, soprattutto a causa della recessione seguita alla crisi finanziaria del 1997. Nel periodo successivo (2001-2005) la crescita del PIL in termini reali si è ulteriormente intensificata in tutti i PECO tranne Polonia e Slovenia, che hanno tuttavia continuato a registrare tassi superiori a quelli dell'area dell'euro.

L'espansione relativamente robusta dei PECO rispetto ai paesi appartenenti all'area dell'euro ha anche contribuito ad accrescere lievemente il grado di convergenza reale.

Nonostante l'aumento relativo registrato negli ultimi dieci anni, nel 2005 il reddito pro capite di tutti i PECO era ancora mediamente inferiore alla metà di quello dell'area in termini di parità di potere di acquisto (PPA) (cfr. tavola 2). Tale risultato nasconde tuttavia alcune differenze fondamentali tra paesi. Nel 2005 il reddito pro capite della Slovenia era circa il 77 per cento della media dell'area, mentre Bulgaria e Romania si collocavano approssimativamente al 30 per cento. Anche il ritmo di convergenza del reddito pro capite è notevolmente diverso da un paese all'altro. Se gli Stati baltici hanno compiuto notevoli progressi in termini di convergenza reale con l'area dell'euro negli ultimi dieci anni, il reddito pro capite della Romania nel 2005 era solo lieve-

**Figura 1 Produttività del lavoro relativa per ora lavorata**

(area dell'euro=100)



Fonte: calcoli della BCE basati sul Total Economy Database del Centro Groningen per la crescita e lo sviluppo (GGDC), maggio 2006.

Nota: non sono disponibili dati per Bulgaria e Romania.

mente superiore rispetto a dieci anni prima. Fatta eccezione per Bulgaria e Romania, i paesi con i livelli di reddito più bassi nel 1995 hanno registrato i tassi di crescita del prodotto più elevati nei dieci anni successivi (cfr. tavola 1).

### L'ANALISI DEI PROFILI DI CONVERGENZA REALE

Come indicato in precedenza, il PIL pro capite dei PECO resta notevolmente inferiore a quello dell'area. Nell'intento di approfondire la natura del divario, questa sottosezione analizza le differenze tra i PECO e l'area in termini di produttività e grado di utilizzo del lavoro<sup>5)</sup>.

Dalla figura 1 si evince che tra il 1995 e il 2005 tutti i PECO hanno migliorato la produttività relativa del lavoro rispetto all'area dell'euro, ma che le differenze rimangono piuttosto significative.

Nel 2005 il grado di utilizzo del lavoro, definito come la percentuale di occupati sul totale della

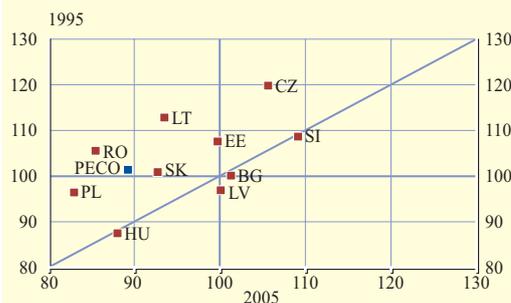
5) Più nello specifico, il PIL pro capite viene scomposto secondo la seguente formula:

$$\frac{PIL}{POP} = \underbrace{\frac{OCC}{POP}}_{\text{grado di utilizzo del lavoro}} * \underbrace{\frac{PIL}{OCC}}_{\text{produttività del lavoro}} = \underbrace{\frac{OCC}{POP}}_{\text{grado di utilizzo del lavoro}} * \underbrace{\frac{OTL}{OCC}}_{\text{produttività oraria}} * \underbrace{\frac{PIL}{OTL}}_{\text{produttività oraria}}$$

dove con *PIL* si indica il prodotto interno lordo, *POP* la popolazione, *OCC* l'occupazione totale e *OTL* il numero totale di ore lavorate.

**Figura 2 Grado di utilizzo del lavoro**

(area dell'euro=100)



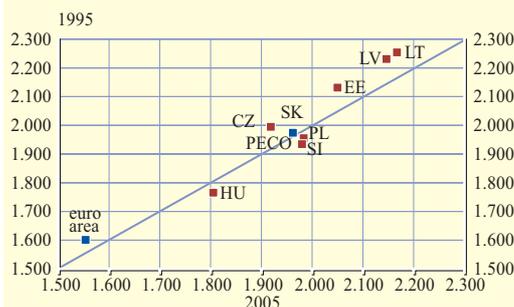
Fonte: calcoli della BCE basati sul Total Economy Database del Centro Groningen per la crescita e lo sviluppo (GGDC), maggio 2006.  
Nota: il grado di utilizzo del lavoro è definito come il rapporto tra l'occupazione totale e il totale della popolazione

popolazione, risultava molto inferiore a quello dell'area dell'euro in Lituania, Ungheria, Polonia, Romania e Slovacchia (cfr. figura 2). Vale la pena di rilevare come dal 1995 tale percentuale sia diminuita in gran parte dei PECO a eccezione di Bulgaria, Lettonia, Ungheria e Slovenia. Anche in questi ultimi paesi, tuttavia, è cresciuta molto poco e in Ungheria resta estremamente bassa.

Il numero medio di ore lavorate sembra molto superiore in gran parte dei PECO (e soprattutto negli Stati baltici) che nell'insieme dell'area dell'euro (cfr. figura 3). Ciò costituisce probabilmente un riflesso delle differenze concernenti il quadro normativo che disciplina il mercato dei beni e dei servizi e quello del lavoro (ad esempio, nei PECO gli esercizi commerciali restano aperti più a lungo che nell'area dell'euro e le differenze in termini di settimana lavorativa standard o il livello relativamente elevato dei costi non salariali del lavoro inducono a preferire un numero inferiore di occupati con un orario lavorativo più lungo), le preferenze in termini di lavoro e tempo libero e la quota di occupazione a tempo parziale (relativamente più bassa nei PECO che nell'area dell'euro).

Oltre ad analizzare le differenze di livello del PIL pro capite tra i PECO e l'area dell'euro, è utile indagare sulle variazioni dello stesso. Poiché la popolazione di gran parte dei paesi è

**Figura 3 Ore medie lavorate per persona occupata**



Fonte: calcoli della BCE basati sul Total Economy Database del Centro Groningen per la crescita e lo sviluppo (GGDC), maggio 2006.  
Nota: il valore aggregato dei PECO non include Bulgaria e Romania per carenza di dati.

rimasta relativamente stabile negli ultimi dieci anni, tali variazioni possono essere approssimate dalla crescita del PIL in termini reali<sup>6</sup>.

Tra il 1996 e il 2005 l'aumento della produttività totale dei fattori (PTF) ha apportato un contributo molto significativo alla crescita del PIL in tutti i PECO, a eccezione della Lettonia tra il 1996 e il 2000 e della Bulgaria tra il 2001 e il 2005 (cfr. figura 4)<sup>7</sup>. Ciò nonostante, l'entità esatta di tale contributo potrebbe essere sovrastimata nella misura in cui sono sottostimati il capitale e il lavoro (ad esempio per l'elevato tasso di deprezzamento ipotizzato oppure a causa dell'occupazione informale). La transizione (che comporta ad esempio processi di privatizzazione, ristrutturazione, aumento della concorrenza, liberalizzazione dei mercati dei beni e dei servizi e del lavoro, apertura dei mercati al commercio internazionale, afflussi per investimenti

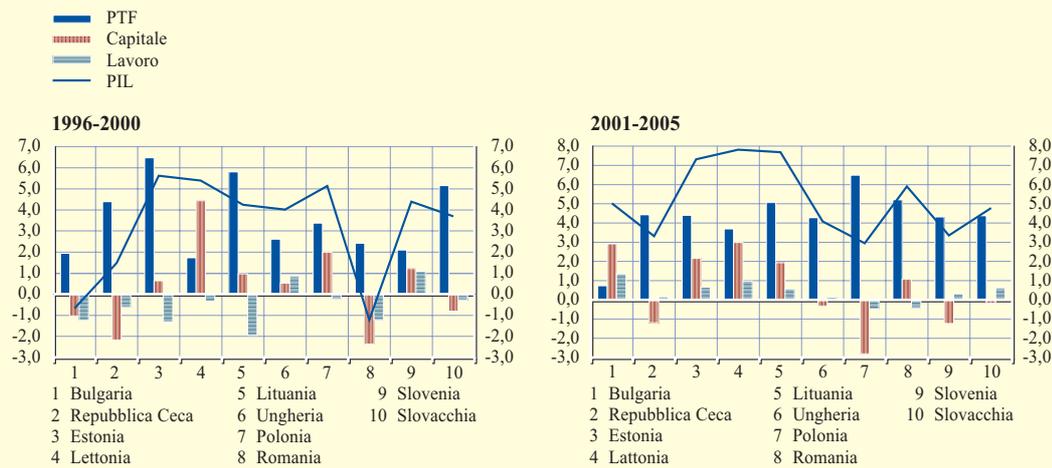
6) La crescita media del PIL in termini reali e del PIL pro capite in termini reali è quasi identica in gran parte dei PECO. Fanno eccezione Bulgaria, Estonia e Lettonia, dove il calo demografico ha determinato un incremento del PIL pro capite in termini reali notevolmente superiore a quello del PIL in termini reali.

7) Per il calcolo della PTF si ipotizza che il prodotto sia ottenuto mediante una funzione di produzione di tipo Cobb-Douglas, dove  $K$  è lo stock di capitale,  $OCC$  l'offerta di lavoro e  $\alpha$  e  $(1-\alpha)$  rispettivamente la quota del capitale e la quota del lavoro sul PIL. In linea con la letteratura sulla crescita, si ipotizza che  $\alpha=0,35$ .

$$PIL = PTF * K^\alpha * OCC^{1-\alpha}$$

Figura 4 Contributo alla crescita del PIL della PTF, del capitale e del lavoro

(variazioni percentuale annua; punti percentuali)



Fonte: calcoli della BCE basati sul Total Economy Database del Centro Groningen per la crescita e lo sviluppo (GGDC), maggio 2006.

Nota: lo stock di capitale è stimato usando il metodo dell'inventario permanente (cfr. Arratibel *et al.* *Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach*, Occasional Paper della BCE, n. 61, aprile 2007).

diretti esteri e trasferimento di tecnologia) ha richiesto un utilizzo più efficiente degli input di produzione e migliori pratiche gestionali, due elementi rilevati dalla PTF. Nel contempo, per gran parte dei paesi PECO il contributo del lavoro alla crescita del PIL in termini reali è stato estremamente modesto – se non addirittura negativo – e questo riflette in qualche misura il processo di ristrutturazione dell'economia<sup>8)</sup>.

### 3 GLI ANDAMENTI SUL MERCATO DEL LAVORO

Questa sezione passa in rassegna gli andamenti sul mercato del lavoro, per poi affrontare la questione della mancata corrispondenza tra le qualifiche offerte e quelle richieste (*skill mismatches*) nei PECO. Nel periodo 1997-2006 il mercato del lavoro dei PECO ha seguito andamenti piuttosto contrastanti. Repubblica Ceca, Polonia, Romaniaa e Slovacchia hanno registrato un calo dei livelli di occupazione (cfr. tavola 3), oltre che un aumento del tasso di disoccupazione e una riduzione della percentuale di occupati sul totale della popolazione. Alcuni altri paesi – quali l'Ungheria, la Slovenia e gli Stati baltici – hanno invece evidenziato andamenti più

incoraggianti e dal 1997 sono contraddistinti da una crescita dell'occupazione e da un calo della disoccupazione. La percentuale di occupati sul totale della popolazione è aumentata in misura particolare in Ungheria e Slovenia. Più di recente, il funzionamento del mercato del lavoro è sensibilmente migliorato in gran parte dei PECO. Nel 2006 tutte le economie hanno registrato un aumento del tasso di occupazione e, fatta eccezione per Ungheria e Slovenia, un calo del tasso di disoccupazione.

Complessivamente, tuttavia, gli indicatori presentati segnalano la relativa debolezza del mercato del lavoro dei PECO rispetto alla media dell'area dell'euro. In particolare, nel 2006 gran parte di tali paesi ha registrato tassi di occupazione inferiori all'insieme dell'area. Estonia, Lettonia e Slovenia hanno costituito le uniche eccezioni, con tassi superiori a quelli dell'area.

8) I suddetti risultati sono generalmente corroborati da altri studi che hanno svolto esercizi simili per i PECO (Doyle, P. *et al.*, *Real convergence to EU income levels: Central Europe from 1990 to the long term*, Working Paper dell'FMI, WP/01/146, 2001; Commissione europea, *Catching up, growth and convergence of the new Member States*, 2004; FMI, *Growth in the Central and Eastern European Countries of the European Union – a Regional Review*, 2006).

**Tavola 3 Principali indicatori del mercato del lavoro**

(valori percentuali)

	Tasso di occupazione		Tasso di disoccupazione		Tasso di partecipazione	
	1997 <sup>1)</sup>	2006	1997 <sup>1)</sup>	2006	1997 <sup>1)</sup>	2006
Bulgaria	n.d.	58,3	n.d.	9,2	n.d.	64,2
Repubblica Ceca	68,6	65,2	4,8	7,4	72,0	70,4
Estonia	65,3	68,0	10,5	6,2	73,0	72,5
Lettonia	59,7	65,9	14,2	7,2	69,6	71,1
Lituania	62,3	63,6	13,6	6,0	72,2	67,6
Ungheria	52,0	57,2	9,0	7,5	57,1	61,8
Polonia	58,8	54,1	11,2	14,6	66,2	63,3
Romania	67,2	59,3	6,0	7,6	71,5	64,1
Slovenia	62,8	66,8	6,8	6,2	67,4	71,2
Slovacchia	60,6	59,2	12,6	13,8	69,3	68,7
PECO	n.d.	58,2	n.d.	10,5	n.d.	65,0
Area dell'euro	58,2	64,1	11,8	8,8	65,9	70,3

Fonte: Eurostat.

1) Per Lettonia, Lituania e Slovacchia i dati si riferiscono al 1998.

In una certa misura, i suddetti andamenti del mercato del lavoro riflettono il processo di ristrutturazione economica seguito dai PECO nel decennio trascorso. In tutti questi paesi è aumentata l'importanza del settore dei servizi, a scapito dell'agricoltura e dell'industria. Ciò nonostante, la percentuale di occupati in questi due ultimi settori resta superiore a quella dell'area dell'euro (cfr. figura 5). Nel 2005 la quota di occupazione nel settore agricolo andava da meno del 4 per cento nella Repubblica Ceca e in Slovacchia a oltre il 36 per cento in Romania, livelli inferiori rispetto a dieci anni prima ma – per la stragrande maggioranza dei paesi – ancora significativamente superiori alla media del 4,3 per cento registrata nell'area dell'euro nello stesso anno. Anche la percentuale di occupati nel settore manifatturiero è rimasta superiore rispetto all'area in tutti i PECO. Nel confronto con l'area dell'euro, l'incidenza dell'occupazione nei servizi resta ridotta benché in graduale aumento.

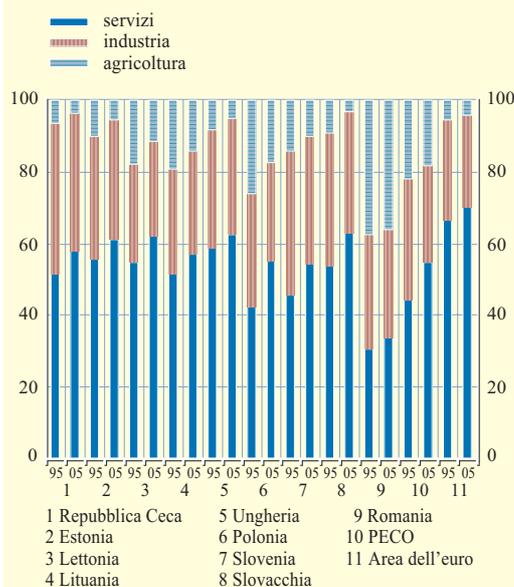
### I DISALLINEAMENTI SUL MERCATO DEL LAVORO

I cambiamenti strutturali nella composizione del prodotto e dell'occupazione dei PECO provocati dal processo di transizione sono connessi a una diversa distribuzione delle forze di lavoro in ter-

mini di qualifiche e livello di competenze. Questo comporta spesso un maggiore disallineamento fra la crescente domanda di lavoratori più qua-

**Figura 5 Quote di occupati per settore di attività economica**

(in percentuale)



Fonte: Eurostat.

Nota: i dati sulla composizione settoriale dell'occupazione non sono disponibili per la Bulgaria e per la Romania il dato più recente si riferisce al 2002. Il dato aggregato dei PECO non include la Bulgaria e per il 2005 il dato della Romania è quello del 2002.

**Tavola 4 Tassi di disoccupazione per livello di istruzione conseguito, 2006**

(valori percentuali; popolazione 15-64 anni)

	Primaria	Secondaria	Terziaria
Bulgaria	20,5	7,7	3,8
Repubblica Ceca	24,9	6,3	2,5
Estonia	13,3	6,2	4,1
Lettonia	19,9	6,0	2,7
Lituania	11,1	6,5	2,4
Ungheria	16,2	6,6	2,6
Polonia	24,9	15,2	5,5
Romania	9,0	7,7	3,1
Slovenia	8,5	6,5	3,0
Slovacchia	47,9	12,1	3,0
Area dell'euro	11,4	8,0	5,0

Fonte: Eurostat.

lificati e l'offerta di manodopera con qualifiche inferiori, che di fatto riduce l'offerta complessiva di lavoro e rischia di generare strozzature dannose per la crescita. La percentuale elevata, e a volte in aumento, dei soggetti con un livello di istruzione primario e secondario sul totale dei disoccupati in gran parte dei PECO (cfr. tavola 4) rispecchia inoltre il fatto che la transizione economica ha determinato un ridimensionamento dell'occupazione e una diversa distribuzione settoriale dei posti di lavoro, in calo nei comparti scarsamente produttivi e in aumento in quelli con una produttività più elevata e nel settore dei servizi, ancora poco sviluppato<sup>9)</sup>.

Informazioni più dettagliate sul grado di corrispondenza fra domanda e offerta di lavoro in termini di livello e tipologia di istruzione riguardano generalmente i singoli paesi e non sono disponibili per tutte le economie in questione. Ad ogni modo, in tutti i PECO il mercato del lavoro trarrebbe giovamento dall'esistenza di occasioni formative per i lavoratori in esubero e, più in generale, da un miglioramento della capacità dei sistemi educativi di reagire in termini sia qualitativi sia quantitativi alla crescente domanda di qualifiche più adeguate.

La maggiore migrazione di lavoratori dai PECO verso altri Stati membri dell'UE dopo l'apertura dei relativi mercati del lavoro potrebbe in-

fluire sugli *skill mismatches* esistenti<sup>10)</sup>. Poiché i lavoratori giovani e qualificati sono di norma i più propensi a emigrare, l'aumento dei flussi migratori verso la parte occidentale dell'UE – un fenomeno generalmente positivo e auspicabile in termini economici – potrebbe temporaneamente aggravare le attuali strozzature sul mercato del lavoro in alcuni settori dell'economia dei PECO. Nel contempo, le competenze che questi lavoratori acquisiscono all'estero possono sostenere la crescita della produttività sul lungo periodo, sempre che gli elevati livelli di emigrazione attuali siano di natura transitoria.

#### 4 L'EVOLUZIONE DEGLI INVESTIMENTI

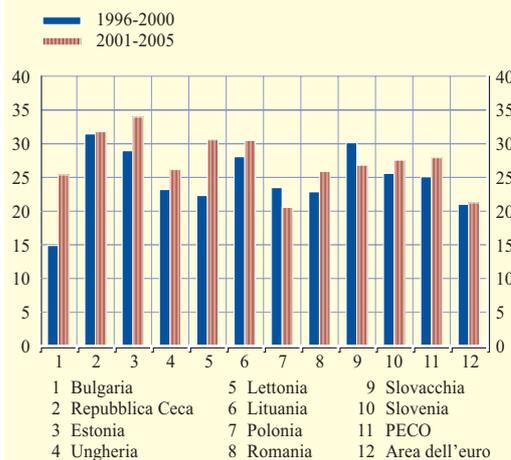
Questa sezione esamina le tendenze recenti e le determinanti principali dell'accumulo di capitale fisico nei PECO e successivamente affronta temi connessi all'accumulo di capitale umano, per poi concludere con un'analisi del ruolo svolto dagli investimenti diretti esteri (IDE) nel processo di *catching up*. Oltre agli andamenti sul mercato del lavoro, è presumibile che anche gli investimenti costituiscano un fattore di rilievo nel processo di convergenza dei PECO. Si ritiene che una loro espansione incida sensibilmente sulla crescita potenziale, non solo poiché determina una maggiore disponibilità di capitale ma anche perché può influire sulla produttività promuovendo l'innovazione e la distribuzione internazionale delle conoscenze. Tra il 1996 e il 2005 gran parte dei PECO ha registrato una percentuale di investimenti in rapporto al PIL superiore a quella dell'area (cfr. figura 6). Ciò può spiegarsi con la relativa scarsità di capitale nei PECO rispetto all'area, che implica un elevato tasso di investimento per consentire il recupero del divario.

9) Per un'analisi empirica delle *skill mismatches* e della mobilità intersettoriale, cfr. Lamo, A., Messina, J. e Wasmer, E., *Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement*, Working Paper della BCE, n. 585, febbraio 2006.

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

**Figura 6 Quota degli investimenti sul PIL**

(valori percentuali; medie annue)



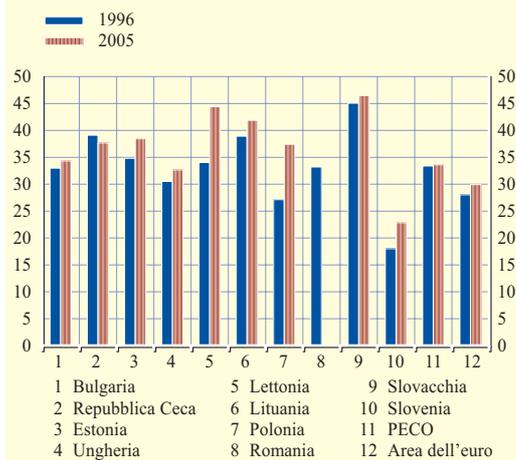
Fonte: Eurostat.

Tra il 1996 e il 2005 (cfr. figura 6) il rapporto investimenti/PIL ha seguito andamenti molto diversi nei vari paesi. In Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Romaniaa e Slovenia è notevolmente aumentato, raggiungendo livelli mediamente compresi tra il 25 e il 34 per cento nel periodo 2001-05. Nella Repubblica Ceca si è mantenuto stabile su livelli piuttosto alti (33 per cento), mentre in Slovacchia è sceso da una quota analogamente elevata nel periodo 1996-2000 al 26 per cento nel 2001-05. Infine, in Polonia è diminuito ulteriormente rispetto ai valori già relativamente bassi osservati in precedenza e nel 2001-05 risultava pari al 20 per cento.

I principali fattori dal lato dell'offerta alla base degli andamenti del rapporto investimenti/PIL sono costituiti dalla redditività e dal costo del capitale. Con riferimento al primo fattore, sebbene la teoria insegna che le decisioni di investimento dipendono dalla redditività futura attesa, i lavori empirici usano di norma quella corrente come misura indiretta. La figura 7 riporta la quota dei profitti (vale a dire il risultato di gestione in percentuale del PIL) dei PECO, calcolata utilizzando i dati di contabilità nazionale.

**Figura 7 Quota del risultato lordo di gestione sul PIL**

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: la media dei PECO per il 2005 non include la Romaniaa.

Tra il 1996 e il 2005 tale quota è aumentata in gran parte dei PECO fino a raggiungere, nel 2005, livelli compresi tra il 23 per cento della Slovenia e il 46 per cento della Slovacchia. La crescente redditività degli investimenti nei PECO ha presumibilmente sostenuto l'accumulo di capitale.

Per quanto concerne il secondo fattore, la sua misura più semplice contiene tre elementi fondamentali connessi allo stock di capitale: i costi finanziari derivanti dal suo possesso, le sue variazioni di prezzo e le perdite dovute al suo deprezzamento<sup>11)</sup>.

I calcoli relativi al periodo 2001-05 indicano che il divario con l'area dell'euro in termini di costo del capitale si è inizialmente ridotto in tutti i PECO, ma in Ungheria è tornato ad ampliarsi lievemente

11) Il costo del capitale nei PECO può essere quindi approssimato utilizzando la formula  $C_k = PI \cdot (R - d \log(PIe) + \delta) / PGDP$ , dove  $C_k$  è il costo reale del capitale,  $R$  il tasso di interesse nominale a lungo termine,  $PI$  il deflatore dei prezzi degli investimenti,  $d \log(PIe)$  la variazione attesa di  $PI$ ,  $\delta$  il tasso di deprezzamento fisico del capitale e  $PGDP$  il deflatore del PIL. Il vantaggio di questa formula è costituito dal fatto che può essere facilmente applicata ai dati macroeconomici. In negativo, non tiene conto del costo del capitale di rischio e delle modifiche del quadro impositivo.

nel 2005 (cfr. figura 8)<sup>12)</sup>. Tra il 2001 e il 2005 il costo del capitale è diminuito in entrambe le regioni, ma in misura maggiore nei PECO.

Questa generale flessione del costo del capitale va ricondotta principalmente ai minori costi di finanziamento, che ai fini del presente articolo sono approssimati dai tassi di interesse a lungo termine. Il restringimento del differenziale di interesse a lunga con l'area dell'euro riflette a sua volta in larga misura la riduzione dei premi per il rischio paese determinata dalla minore incertezza macroeconomica conseguente al processo di convergenza nominale dei PECO verso l'area dell'euro. In particolare, in vari PECO la disinflazione ha svolto un ruolo fondamentale nel calo dei tassi a lunga. Sui costi di finanziamento in tali paesi ha inoltre influito l'aumento della concorrenza e dell'efficienza nel settore bancario<sup>13)</sup>. Nell'insieme, tuttavia, è presumibile che la diminuzione del costo del capitale in generale e dei costi di finanziamento in particolare abbia favorito la crescita degli investimenti nei PECO.

In prospettiva, tenuto conto del grado elevato di convergenza del costo del capitale nei PECO

verso i livelli dell'area dell'euro, lo stimolo aggiuntivo per gli investimenti che è lecito attendersi da un'ulteriore diminuzione di tale costo non è molto consistente. L'esperienza di alcuni PECO ha tuttavia dimostrato che, in assenza di politiche macroeconomiche costantemente orientate alla stabilità, il processo di convergenza può anche registrare dei passi indietro. In particolare, il livello ancora relativamente elevato del costo del capitale in alcuni tra i paesi più grandi (segnatamente Ungheria e Polonia) potrebbe essere legato fra l'altro alle incertezze degli operatori connesse agli squilibri fiscali.

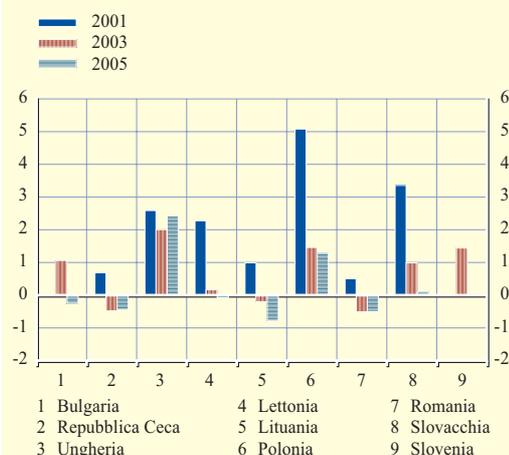
#### IL CONTESTO ISTITUZIONALE

Oltre alle determinanti esaminate in precedenza, anche fattori istituzionali come la regolamentazione dei mercati dei beni e dei servizi possono influire in misura sensibile sul ritmo di accumulo del capitale. Uno studio di Alesina *et al.* fornisce evidenza empirica robusta del fatto che la riduzione delle barriere all'entrata può intensificare tale ritmo<sup>14)</sup>.

Purtroppo non esiste una metodologia uniforme per la quantificazione dell'onere rappresentato dalle norme vigenti in un determinato paese; di conseguenza, tutte le misure impiegate per raffrontare i diversi ordinamenti andrebbero considerate con la dovuta cautela. Il confronto tra i PECO e l'area dell'euro in termini di oneri amministrativi può ad esempio fondarsi sugli indicatori pubblicati dal Fraser Institute (cfr. tavola 5). Da tale esercizio emerge, come conclusione preliminare, che il contesto economico dei PECO è migliorato sensibilmente negli ultimi anni, ma che in media non ha ancora raggiunto livelli comparabili a quelli dell'area. Le nuove imprese dei PECO devono pertanto affrontare oneri amministrativi di norma superiori a quelli

**Figura 8 Costo reale del capitale nei PECO - differenza rispetto all'area dell'euro**

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Commissione Europea e calcoli della BCE.

Note: non sono disponibili dati per Bulgaria e Slovenia nel 2001. Per l'Estonia il costo reale del capitale non è stato calcolato a causa della mancanza di dati sui tassi di interesse a lungo termine (vedi anche le note 11 e 12 nel testo).

12) Per le limitazioni dei dati, non è stato calcolato il costo del capitale prima del 2001.

13) Cfr., ad esempio, l'articolo *Lo sviluppo finanziario nell'Europa centrale, orientale e sud-orientale* nel numero di novembre 2006 di questo Bollettino.

14) Alesina, A., Ardagna, S., Nicoletti, G. e Schiantarelli, F., *regulation and Investment*, Working Paper del National Bureau of Economic Research (NBER), n. 9560, 2003.

**Tavola 5 Indicatori del Fraser Institute degli oneri amministrativi nel 2004**

	Controlli sui prezzi	Oneri dovuti alla regolamentazione	Tempo speso per la burocrazia	Inizio di nuove attività	Pagamenti irregolari	Regolamentazione negli affari	Regolamentazione
Bulgaria	3	2,9	3,7	4,7	7,2	4,3	6,2
Repubblica Ceca	7,0	3,1	8,8	5,0	6,3	6,0	6,4
Estonia	6,0	5,2	7,3	7,1	7,8	6,7	7,3
Lettonia	6,0	3,2	9,7	6,5	7,3	6,6	7,3
Lituania	6,0	3,8	6,9	6,8	5,8	5,9	6,7
Ungheria	6,0	3,1	6,3	5,8	6,9	5,6	6,4
Polonia	3,0	2,8	7,0	5,4	5,5	4,8	5,9
Romania	1	3,3	10,0	6,5	5,0	5,2	5,9
Slovenia	6,0	2,9	7,4	6,8	6,3	5,9	6,8
Slovacchia	4,0	2,9	6,3	4,9	7,8	5,2	6,3
PECO	4,8	3,3	7,3	5,9	6,6	5,6	6,5
Area dell'euro	6,3	3,5	7,3	6,2	8,0	6,3	6,5

Fonte: Fraser Institute.

Nota: tutti gli indici variano da 1 a 10 e l'indice più elevato indica una migliore regolamentazione. Le celle ombreggiate indicano quei parametri dove un paese raggiunge o supera la media dell'area dell'euro.

delle loro controparti nell'area dell'euro. Esistono tuttavia differenze significative tra le varie economie. In particolare, Estonia e Ungheria sembrano rappresentare delle eccezioni: quattro indicatori su sette mostrano che il loro contesto economico è più favorevole alle imprese rispetto a quello dell'area dell'euro.

#### LA DOTAZIONE DI CAPITALE UMANO

Benché l'accumulo di capitale fisico costituisca un presupposto fondamentale per il recupero del divario da parte dei PECO, una maggiore efficienza nell'utilizzo del capitale (e del lavoro) rappresenta un fattore almeno altrettanto importante. L'uso degli input può essere reso più efficiente investendo in quella che viene comunemente definita "conoscenza", vale a dire nell'attività di ricerca e sviluppo (R&S) e nell'istruzione superiore.

Un ruolo essenziale nello sviluppo delle economie dei PECO è stato svolto dall'adozione di tecnologie sviluppate in altri paesi. Ciò nonostante, la diffusione di queste ultime richiede forze di lavoro con un buon livello di istruzione, una rete di scienziati in grado di applicarle e perfezionarle e un contesto economico favorevole all'innovazione. Gli investimenti in questi fattori immateriali sono fondamentali anche per

consentire ai PECO di adeguare la loro struttura produttiva accrescendo la quota di beni e servizi a più elevato valore aggiunto.

Il rapporto tra la spesa pubblica per l'istruzione e il PIL nei PECO suggerisce un quadro piuttosto favorevole, visto che è superiore alla media dell'area dell'euro in tutti questi paesi a eccezione di Bulgaria, Repubblica Ceca, Romania e Slovacchia. Inoltre, in alcuni PECO (Bulgaria, Ungheria e Polonia) tale rapporto è aumentato sensibilmente nel tempo (cfr. tavola 6).

**Tavola 6 Spesa pubblica in istruzione in percentuale del PIL**

	1996	2003	2003-1996 <sup>1)</sup>
Bulgaria	2,60	4,24	1,64
Repubblica Ceca	4,68	4,51	-0,17
Estonia	6,05	5,43	-0,62
Lettonia	5,14	5,32	0,18
Lituania	5,18	5,18	0,00
Ungheria	4,51	5,85	1,34
Polonia	4,67	5,62	0,95
Romania	-	3,44	-
Slovenia	-	6,02	-
Slovacchia	4,53	4,34	-0,19
PECO	4,67	5,00	0,33
Area dell'euro	-	5,02	-

Fonte: Eurostat.

1) Variazione in punti percentuali.

Un altro indicatore della dotazione di capitale umano nei PECO è costituito dalla quota di individui di età compresa tra i 20 e i 24 anni sul totale della popolazione che ha completato almeno il ciclo di istruzione secondaria superiore. In tutti i PECO tale quota è superiore a quella dell'area; inoltre, nel 2005 la media di tali paesi si collocava almeno 10 punti percentuali al di sopra del livello dell'area dell'euro (cfr. figura 9). Questa incidenza relativamente elevata indica l'idoneità potenziale dei PECO come sede di attività economiche che richiedono un alto grado di competenze. Esiste tuttavia ancora spazio per migliorare la reattività dei sistemi educativi della regione alla domanda di mercato <sup>15)</sup>.

Per quanto concerne gli investimenti in ricerca e sviluppo, nel 2004 la spesa lorda in R&S (in percentuale del PIL) era mediamente inferiore di oltre la metà ai livelli dell'area dell'euro. Negli ultimi anni, tuttavia, è aumentata sostanzialmente in diversi PECO (cfr. tavola 7).

Il livello relativamente basso di spesa per R&S e il numero ridotto di brevetti registrati nei PECO possono essere in parte spiegati prendendo in esame le fonti di finanziamento delle attività di R&S in tali paesi. Già nel 2000 il settore industriale dei PECO rappresentava una quota della

**Tavola 7 Spesa lorda in ricerca e sviluppo in percentuale del PIL**

	1996	2004	2004-1996 <sup>1)</sup>
Bulgaria	0,52	0,51	-0,01
Repubblica Ceca	0,97	1,26	0,29
Estonia	-	0,88	-
Lettonia	0,42	0,42	0,00
Lituania	0,50	0,76	0,26
Ungheria	0,65	0,88	0,23
Polonia	0,65	0,56	-0,09
Romania	-	0,39	-
Slovenia	1,35	1,45	0,10
Slovacchia	0,92	0,51	-0,41
PECO	0,75	0,76	0,01
Area dell'euro	1,90	1,89	-0,01

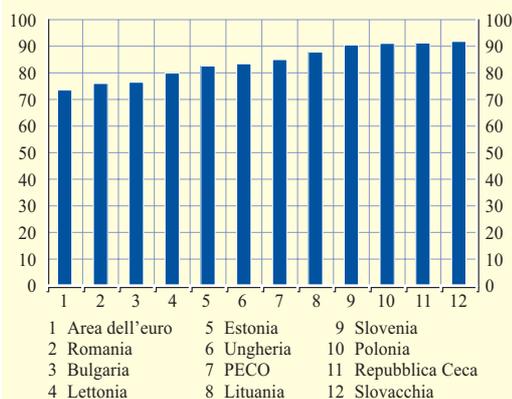
Fonte: Eurostat.

1) Variazione in punti percentuali.

spesa totale per R&S (39 per cento) mediamente inferiore rispetto all'area dell'euro (circa il 57 per cento). Nel 2003 tale quota è scesa a circa il 36 per cento nei PECO, mentre si è mantenuta stabile attorno al 56 per cento nell'area dell'euro. Questo ruolo relativamente ridotto dell'industria è riconducibile al fatto che nei PECO il settore orientato verso le esportazioni è dominato da società estere, le quali preferiscono spesso svolgere gran parte delle attività di R&S presso la loro sede centrale. Nel contempo, le piccole e medie imprese (PMI) nazionali spesso non dispongono dei mezzi necessari per finanziare tali attività. Sembra quindi che una maggiore partecipazione delle PMI alle attività di R&S e migliori opportunità di finanziamento delle stesse possano influire in senso positivo sulle prospettive di crescita a lungo termine dei PECO.

Se la pubblica amministrazione può svolgere un importante ruolo di sostegno per le PMI innovative, la soluzione all'apparente problema di finanziamento delle attività di R&S è più complessa. Una porzione di tali attività, in particolare la ricerca di base che ha tassi di rendimento estremamente imprevedibili, viene svolta di norma grazie ai finanziamenti pubblici. Nel caso della ricerca applicata, tuttavia, il coinvol-

**Figura 9 Quota della popolazione tra i 20 e i 24 anni con almeno un diploma di scuola secondaria superiore nel 2005**



Fonte: Eurostat.

15) Cfr., ad esempio, Feldmann, H., *How flexible are labour markets in the EU accession countries Poland, Hungary and the Czech Republic?*, Comparative Economic Studies, vol. 46, n. 2, 2004.

gimento del settore pubblico determina spesso distorsioni degli incentivi economici; inoltre, tale settore non dispone delle conoscenze necessarie per selezionare i progetti più validi sotto il profilo commerciale. La chiave per il successo, quindi, non consiste soltanto nell'aumentare l'incidenza della spesa lorda per R&S sul PIL ma anche nel garantire l'allocazione più efficiente possibile delle risorse, che a sua volta richiede mercati finanziari ben funzionanti. Il miglior modo per accrescere il potenziale innovativo dei PECO sembra pertanto essere quello di fornire ai mercati finanziari e, più in generale, al settore delle imprese i giusti incentivi per lo svolgimento delle attività di R&S.

#### GLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI

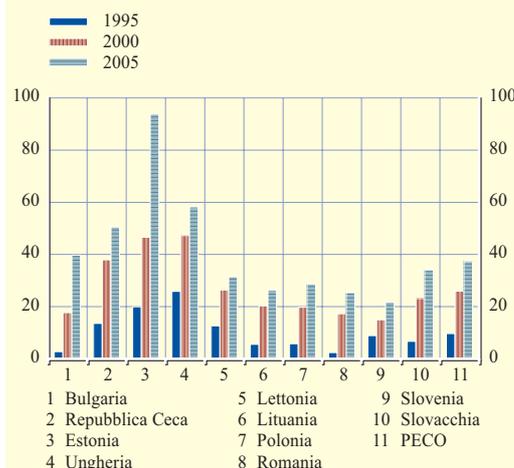
Gli investimenti diretti esteri (IDE) svolgono un ruolo importante nel processo di convergenza reale dei PECO. Da un punto di vista teorico è possibile affermare che gli IDE sostengono gli investimenti e la crescita in due modi principali. Da un lato agiscono come catalizzatori del progresso tecnologico e accrescono la produttività attraverso le ricadute in termini di tecnologia e di conoscenze. Dall'altro forniscono risorse finanziarie e agevolano pertanto l'accumulo di capitale.

I PECO hanno ricevuto sostanziali afflussi per IDE fin dalle prime fasi della loro transizione. Tra il 1995 e il 2005 i flussi annuali di IDE in entrata sono stati mediamente pari al 5 per cento del PIL, pur evidenziando andamenti molto diversi nei vari paesi. Nell'insieme, gli afflussi verso i PECO sono rimasti cospicui per tutto il decennio scorso e nel 2005 erano pari al 4,8 per cento del PIL (26 miliardi di euro).

In linea con la robusta dinamica degli afflussi, anche lo stock di IDE in entrata è aumentato rapidamente in gran parte dei PECO (cfr. figura 10) e nel 2005 corrispondeva al 37 per cento del PIL (211 miliardi di euro). L'accumulazione più consistente è stata registrata in Estonia (oltre il 90 per cento del PIL), seguita da Ungheria e Repubblica Ceca. In Lettonia, Lituania, Polonia, Slovenia e Slovacchia l'accumulazione è stata più moderata e lo stock di IDE – risulta inferiore

**Figura 10 Stock di investimenti diretti dall'estero**

(in percentuale del PIL)



Fonte: WIIW, Istituto di Studi sull'economia internazionale di Vienna.

alla media dei PECO; il livello minimo è riferibile alla Slovenia (22 per cento del PIL).

Sull'accumulo di IDE nei PECO hanno influito vari fattori. Tra le determinanti principali figurano in particolare le prospettive di adesione all'UE e il processo di privatizzazione, che ha svolto un ruolo di rilievo soprattutto negli anni novanta. Di fatto, le differenze in termini di stock di IDE nei vari paesi possono essere in parte ricondotte ai diversi tempi di attuazione delle - privatizzazioni e al grado di apertura agli investimenti dall'estero. Più di recente, tuttavia, è aumentato il peso di altre determinanti quali i fattori di costo, le dimensioni e l'ubicazione geografica dei mercati, la stabilità politica ed economica e le politiche in materia di IDE: si assiste ad un generale ridimensionamento del ruolo delle privatizzazioni a fronte di una crescente incidenza sul totale degli IDE (in termini sia assoluti sia relativi) degli investimenti diretti esteri in nuove attività produttive (i cosiddetti investimenti *greenfield*).

#### 5 CONCLUSIONI

Dopo la grave recessione seguita al crollo delle economie centralizzate agli inizi degli anni

novanta, i PECO si sono avviati su un percorso di rapida crescita. Di conseguenza, tutti questi paesi sono riusciti a far convergere il reddito pro capite verso il livello dell'area dell'euro anche se in molti casi il divario resta piuttosto consistente. Alla vigorosa espansione hanno contribuito le riforme strutturali e istituzionali, la stabilizzazione del contesto macroeconomico, le prospettive di adesione all'UE e l'ingresso effettivo in quest'ultima nel maggio 2004. Il processo di *catching up* è stato agevolato soprattutto dai guadagni di produttività del lavoro, mentre il grado di utilizzo del lavoro è diminuito in gran parte dei paesi in questione.

La transizione dal settore agricolo e industriale a quello dei servizi, ancora in atto, è connessa alla mancata corrispondenza tra la domanda e l'offerta di lavoro nei PECO. Ciò ha già determinato strozzature sul mercato del lavoro di alcuni paesi e settori e, in assenza di provvedimenti adeguati, rischia di determinare crescenti spinte salariali e quindi un livello inferiore di crescita e di convergenza reale. Per quanto concerne il capitale, gran parte dei PECO ha registrato crescenti tassi di investimento grazie alla maggiore redditività e a una riduzione del costo del capitale, che a sua volta ha riflesso principalmente gli effetti della convergenza nominale verso l'area dell'euro e della crescente concorrenza nel settore bancario dei PECO. Per quanto concerne gli investimenti in capitale umano, la situazione dei PECO è eterogenea. Alcuni indicatori del grado di istruzione disegnano un quadro favorevole rispetto all'area dell'euro, mentre in termini di spesa per R&S i PECO si collocano notevolmente al di sotto dell'area.

Per fare in modo che la loro rapida crescita economica rimanga sostenibile, i PECO devo-

no adottare provvedimenti adeguati sul piano delle politiche in vari ambiti. In primo luogo è essenziale che si impegnino nel miglioramento dei conti pubblici, attuando piani di risanamento credibili e sufficientemente ambiziosi. Tali misure, assieme alla conduzione di una politica monetaria convincente, sono fondamentali per la creazione di un contesto che agevoli la prosecuzione del percorso di crescita sostenibile e di convergenza. In secondo luogo è necessario che affrontino i problemi strutturali del mercato del lavoro. Particolare importanza a questo proposito va attribuita all'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro e del grado di corrispondenza fra domanda e offerta di lavoro in termini sia geografici sia di competenze. Infine, per consentire la prosecuzione del processo di accumulo del capitale e l'aumento degli investimenti in R&S, i PECO devono intensificare gli sforzi intesi a migliorare l'attrattiva del loro contesto economico. Anche un maggiore investimento in capitale umano sembra costituire un elemento fondamentale per l'accelerazione del processo di *catching up*. Molti dei suddetti aspetti delle politiche favorevoli alla crescita permetteranno altresì di garantire afflussi continui di IDE, che dovrebbero a loro volta contribuire ad accelerare il processo di convergenza dei PECO. Un ruolo altrettanto importante per la crescita futura può essere svolto dalle misure rivolte a promuovere la concorrenza sui mercati dei beni e dei servizi.

Nell'insieme, come dimostra l'esperienza di alcuni altri Stati membri dell'UE, la convergenza reale non può essere data per scontata. Essa richiede continui miglioramenti dal lato dell'offerta, congiuntamente a un contesto macroeconomico adeguato.





## OPERAZIONI DI RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE NELL'AREA DELL'EURO

*Nell'ultimo decennio le operazioni di riacquisto di azioni proprie (buyback) da parte di imprese hanno segnato un forte aumento in gran parte dei principali mercati. Questo articolo presenta alcune considerazioni teoriche riguardo alle politiche societarie di remunerazione degli azionisti e tratta altresì dei motivi che potrebbero indurre le imprese ad optare per il riacquisto di azioni proprie piuttosto che per il versamento di dividendi. Nella parte empirica dell'articolo vengono fornite le stime relative al versamento di dividendi e all'attività di buyback da parte delle società dell'area dell'euro. Si riscontra che il recente aumento del riacquisto di azioni proprie appare in parte dovuto alla redditività eccezionalmente elevata delle società dell'area dell'euro. Vi è inoltre la possibilità che esso sia riconducibile anche alla volontà dei dirigenti di segnalare (signalling hypothesis) ai mercati il miglioramento degli utili prospettici e della redditività della società. Infine, le imprese dell'area dell'euro che negli ultimi anni hanno attuato programmi di riacquisto di azioni proprie hanno effettuato, in media, meno investimenti delle altre società. Sebbene il nesso di causalità fra investimenti e riacquisto di azioni proprie possa funzionare in entrambi i sensi, questo riscontro fornisce alcune evidenze preliminari del fatto che le operazioni di buyback siano divenute un importante strumento utilizzato dalle società per distribuire il cash flow in eccesso nei periodi in cui le opportunità di investimento sono scarse.*

### I INTRODUZIONE

Le grandi imprese dall'attività consolidata remunerano di norma i propri azionisti con una quota significativa degli utili realizzati. Poiché questa scelta ha delle implicazioni, ad esempio, sulla misura in cui i fondi generati possono essere investiti per la crescita interna o esterna dell'impresa, la politica di remunerazione del capitale (*payout policy*) di una società costituisce un elemento importante delle sue decisioni di natura finanziaria. La remunerazione degli azionisti può assumere due forme principali: quella del dividendo o quella del *buyback*, operazione attraverso la quale la società riacquista dagli azionisti parte delle proprie azioni. Storicamente le società hanno prevalentemente fatto ricorso al versamento di dividendi, ma negli ultimi dieci anni circa l'alternativa data dal riacquisto di azioni proprie ha conosciuto una diffusione crescente in gran parte dei principali mercati, compresi quelli dell'area dell'euro.

Il presente articolo ha una duplice finalità: da un lato, passa in rassegna le argomentazioni teoriche avanzate in letteratura relativamente alle politiche di *payout* delle società, con particolare riferimento al riacquisto di azioni proprie; dall'altro, presenta le statistiche disponibili sui dividendi e i programmi di *buyback* delle società dell'area dell'euro nel periodo 1998-2005<sup>1)</sup>.

L'articolo è strutturato come segue. La sezione 2 espone varie argomentazioni teoriche riguardo alle politiche societarie di remunerazione degli azionisti, nonché alcuni dei motivi per cui le imprese possono optare per il riacquisto di azioni proprie piuttosto che per il versamento di dividendi. In questa sezione vengono inoltre descritte le varie modalità di attuazione dei programmi di *buyback*. La sezione 3 illustra i dati disponibili sul pagamento di dividendi e il riacquisto di azioni proprie da parte delle società dell'area dell'euro negli ultimi anni, esaminando in che misura tali dati comprovino la teoria. Viene inoltre esaminata sulla base di un *event study* la reazione dei mercati finanziari all'annuncio di programmi di riacquisto di azioni proprie. Infine, la sezione 4 presenta alcune osservazioni conclusive.

### 2 TEORIA E PRASSI DEI RIACQUISTI DI AZIONI PROPRIE

Le decisioni strategiche di finanza aziendale di un'impresa possono essere suddivise in quattro categorie collegate. La prima riguarda le decisioni sui progetti di investimento da intraprendere.

- 1) L'argomento di questo articolo si riaggancia a quelli degli articoli "Caratteristiche del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro" e "Fonti di finanziamento e investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro", apparsi rispettivamente nei numeri di febbraio e marzo 2001 di questo Bollettino.

La seconda attiene alle politiche concernenti la struttura patrimoniale della società, che determinano il grado di leva finanziaria ricercato. La terza categoria comprende le decisioni riguardanti il capitale circolante, le quali stabiliscono l'ammontare di liquidità e di capitale circolante che occorre alla società per la sua operatività corrente. Infine, la quarta categoria concerne la politica di remunerazione del capitale (*payout*) della società, attraverso la quale questa decide quanta parte degli utili sia necessario e opportuno distribuire ai propri azionisti. Nella presente sezione vengono descritti alcuni concetti teorici relativi alle politiche di *payout*, esaminando in maggior dettaglio i motivi per cui una società può considerare preferibile optare per il riacquisto di azioni proprie piuttosto che restituire fondi agli azionisti sotto forma di dividendi. Sono inoltre qui illustrate le modalità pratiche di attuazione dei programmi di *buyback*.

#### LE POLITICHE DI *PAYOUT* DELLE IMPRESE

A cavallo fra gli anni cinquanta e sessanta Modigliani e Miller pubblicarono una serie di studi che hanno profondamente influenzato la teoria della finanza d'impresa. Tali studi erano incentrati sul teorema dell'irrelevanza, in base al quale in assenza di imposte, costi di transazione o altre imperfezioni di mercato le decisioni finanziarie di una società non influiscono sul suo valore<sup>2)</sup>. In siffatto contesto, è possibile dimostrare che, sotto tali condizioni, il valore di una società non dipende dalla politica di remunerazione del capitale adottata<sup>3)</sup>.

Parte della letteratura finanziaria tradizionale afferma invece che la politica di remunerazione del capitale influisce di fatto sul valore della società, poiché le ipotesi sottese al teorema dell'irrelevanza non trovano riscontro nella realtà. In particolare, le differenze in termini di tassazione dei dividendi e delle plusvalenze patrimoniali realizzate dagli azionisti possono influire in maniera rilevante sulle politiche di *payout* aziendali. In gran parte delle economie i dividendi sono generalmente soggetti a una tassazione maggiore rispetto alle plusvalenze patrimoniali. Di conseguenza, laddove tale differenza di imposizione sia sufficientemente ampia, le società possono

decidere di trattenere gli utili o di riacquistare azioni proprie piuttosto che di versare dividendi, al fine di minimizzare l'onere fiscale in capo ai propri azionisti<sup>4)</sup>.

Un altro filone della letteratura in materia di finanza aziendale sostiene che la remunerazione versata agli azionisti dovrebbe essere cospicua. Ad esempio, Graham e Dodd affermano che gli investitori preferiscono generalmente una remunerazione sicura versata sotto forma di dividendo piuttosto che una remunerazione incerta come quella data da una plusvalenza patrimoniale futura<sup>5)</sup>. Inoltre, in base all'ipotesi di *free cash flow*, sussistono problemi di agenzia fra i dirigenti e gli azionisti per quanto riguarda la distribuzione della liquidità complessiva generata dall'impresa<sup>6)</sup>. Mantenendo elevata la quota degli utili distribuita (*payout ratio*), gli azionisti possono in certa misura impedire che gli amministratori effettuino investimenti con valore attuale netto negativo. La letteratura basata su *event studies* ha anche riscontrato che le società con un *payout ratio* elevato tendono a essere premiate dai mercati finanziari sotto forma di rendimenti azionari superiori alla media.

#### MOTIVAZIONI ALL'ORIGINE DEI PROGRAMMI DI RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE

In gran parte dei principali mercati le società tendono a corrispondere un'ampia quota dei

- 2) Miller, M.H., e Modigliani, F. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, 48, pagg. 261-297; Miller, M.H., e Modigliani, F. (1961), "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *Journal of Business*, 34, pagg. 411-433; Miller, M.H., e Modigliani, F. (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *American Economic Review*, 53, pagg. 433-443.
- 3) Cfr., ad esempio, Tirole, J. (2006), "The Theory of Corporate Finance", Princeton University Press, pagg. 77-78.
- 4) La tassazione dei dividendi e delle plusvalenze patrimoniali non è omogenea fra i paesi dell'area dell'euro. In alcuni dei paesi maggiori i dividendi sono soggetti alle imposte sul reddito, mentre in altri gli investitori sono tenuti al versamento di una quota fissa dei dividendi ricevuti. Per quanto riguarda il riacquisto di azioni proprie da parte della società, gli investitori sono solitamente soggetti a un'imposta sulle plusvalenze patrimoniali, la cui entità differisce da un paese all'altro.
- 5) Graham, B., e Dodd, D.L. (1951), "Security analysis: Principles and Techniques", McGraw-Hill, New York, 432.
- 6) Jensen, M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, 76, pagg. 323-329.

loro utili agli azionisti. Per lungo tempo ciò è avvenuto soprattutto attraverso il pagamento di dividendi, ma nell'ultimo decennio si è diffusa la prassi alternativa di restituire agli azionisti parte dell'investimento mediante il riacquisto delle azioni da loro detenute. Nel 1999 le società statunitensi del settore industriale hanno destinato per la prima volta più risorse finanziarie al riacquisto di azioni proprie piuttosto che al versamento di dividendi. Da allora, questa tendenza è proseguita e si è estesa ad altre importanti economie.

Oltre ai probabili vantaggi di natura fiscale, all'origine di tale evoluzione possono trovarsi vari fattori, fra cui spiccano nella letteratura accademica le tre ipotesi seguenti. In primo luogo, vi è l'ipotesi di *signalling*, in base alla quale la direzione aziendale può ricorrere al riacquisto di azioni proprie per segnalare ai mercati informazioni private sulla redditività futura dell'impresa. Si può infatti ritenere che, rispetto agli investitori esterni, la direzione aziendale disponga di informazioni migliori riguardo alle prospettive dell'impresa; essa può quindi utilizzare i programmi di *buyback* quale strumento per comunicare ai mercati che il corso azionario della società è inferiore a quello che dovrebbe essere in base all'analisi fondamentale<sup>7)</sup>.

In secondo luogo, in base all'ipotesi di flessibilità finanziaria, il riacquisto di azioni proprie può essere utilizzato quale strumento per distribuire *cash flows* che la società considera essere temporanei, mentre i dividendi rappresentano un impegno continuativo, e vengono pertanto impiegati per distribuire *cash flows* di natura permanente<sup>8)</sup>. Ad esempio, una società solida con una buona redditività potrebbe talvolta avere difficoltà a trovare opportunità di investimento con valore attuale netto positivo. Qualora la società valuti che queste difficoltà siano temporanee, essa potrà decidere di restituire parte della liquidità in eccesso agli azionisti. Secondo l'ipotesi di flessibilità finanziaria, in siffatte circostanze la società dovrebbe optare per operazioni di *buyback* piuttosto che per il pagamento di dividendi, al fine di segnalare agli investitori il carattere transitorio, e non permanente, della remunerazione.

In terzo luogo, le operazioni di riacquisto di azioni proprie accrescono gli utili per azione (*earnings per share* o EPS, ossia gli utili netti divisi per il numero di azioni in circolazione). Esse costituiscono un meccanismo di riduzione delle azioni, nel senso che restringono la base azionaria. Fra i numerosi indicatori della redditività societaria, l'EPS è solitamente l'indicatore standard monitorato dagli investitori. Un'operazione di riacquisto di azioni proprie avrà come effetto quello di diminuire il denominatore di tale rapporto, aumentando il valore degli utili unitari. Ancora una volta, laddove i mercati non dispongano di informazioni complete, alcuni investitori potrebbero percepire tale aumento (dovuto al *buyback*) come indicativo di una crescita della redditività potenziale dell'impresa.

In aggiunta ai fattori sopra descritti, una società potrebbe procedere a un programma di *buyback* per tutelarsi dal rischio di acquisizioni ostili. Mediante il riacquisto delle azioni detenute dagli investitori che vi attribuiscono un valore inferiore, la direzione aziendale rende più difficile per un potenziale compratore acquisire il controllo della società. Inoltre, secondo vari osservatori, le società ricorrono all'acquisto di azioni proprie ai fini dei programmi di *stock option* o della gestione della liquidità. Infine, a livello più strutturale, anche le modifiche legislative introdotte in alcuni grandi paesi dell'area dell'euro verso la fine degli anni novanta hanno con tutta probabilità contribuito all'aumento dell'attività di *buyback*<sup>9)</sup>.

7) Anche i dividendi possono essere utilizzati quale strumento per segnalare ai mercati errori di valutazione. Tuttavia, come mostrano Ofer e Thakor (1987), i costi di segnalazione dei dividendi sono superiori a quelli del riacquisto di azioni proprie, per cui, nel caso in cui le prospettive future di una società siano decisamente migliori di quanto percepito dai mercati, i dirigenti aziendali privilegeranno i *buyback* come strumento di segnalazione (cfr. Ofer, A.R., e Thakor, A.V. (1987), "A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends", *The Journal of Finance*, vol. 42, n. 2, pagg. 365-394).

8) Jagannathan, M., Stephens, C.P., e Weisbach, M.S. (2000), "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases", *Journal of Financial Economics*, 57, pagg. 355-384.

9) In Germania le restrizioni alle operazioni di riacquisto di azioni proprie sono state abolite con la "Legge sul controllo societario e la trasparenza", entrata in vigore nel maggio 1999, in Francia con la Legge n. 98-546 del 2 luglio 1998.

## ATTUAZIONE DEI PROGRAMMI DI RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE

Una società può procedere al riacquisto di azioni proprie mediante varie modalità, fra cui spiccano per importanza le tre seguenti<sup>10</sup>. La prima è quella di mercato aperto, per cui una società acquista le azioni semplicemente rivolgendosi al mercato e pagando il prezzo corrente di mercato. Il venditore delle azioni non è necessariamente consapevole del fatto che l'acquirente sia la stessa società emittente. La seconda modalità è quella dell'asta a prezzo fisso, mediante la quale la società sottopone agli azionisti esistenti un'offerta di acquisto di un determinato quantitativo di azioni a un prezzo fisso. Al fine di attrarre gli investitori, tale prezzo tende a essere leggermente superiore a quello corrente di mercato. La società è solita riservarsi la facoltà di incrementare il quantitativo di azioni oggetto di riacquisto nel caso la domanda degli azionisti sia superiore all'offerta d'asta iniziale. La terza modalità è quella dell'asta olandese, che prevede che la società indichi inizialmente una forchetta di prezzi per l'offerta. Successivamente, ciascun azionista interessato può specificare il quantitativo di azioni che è disposto a vendere e il prezzo minimo al quale è disposto a farlo all'interno della forchetta indicata. La società pagherà quindi a tutti gli azionisti il prezzo minore che soddisfa interamente la sua domanda di azioni.

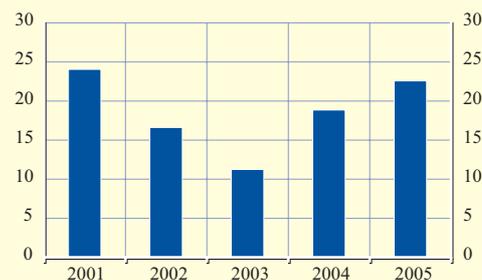
Le ricerche effettuate sugli Stati Uniti indicano che le operazioni di *buyback* di mercato aperto costituiscono la stragrande maggioranza dei programmi di riacquisto annunciati. Ad esempio, Grullon e Ikenberry (2000) riscontrano che nei venti anni dal 1980 e il 1999 tali operazioni rappresentavano il 90 per cento circa del valore totale di tutti i riacquisti annunciati negli Stati Uniti<sup>11</sup>.

### 3 ANDAMENTI RECENTI DEI RIACQUISTI DI AZIONI PROPRIE NELL'AREA DELL'EURO – ANALISI EMPIRICA

Questa sezione presenta le statistiche disponibili sulle operazioni di remunerazione degli azionisti effettuate dalle società quotate nell'area dell'euro. Al fine di valutare se le motivazioni teoriche

Figura 1 Riacquisti di azioni proprie delle imprese dell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonte: bilanci delle imprese.

Nota: il campione include tutte le imprese incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50.

per il riacquisto di azioni proprie descritte nella sezione 2 trovino riscontro nei dati, i dati su tali operazioni vengono confrontati con quelli relativi alla redditività e agli investimenti delle imprese. Nella presente sezione viene inoltre analizzato mediante un *event study* l'andamento delle quotazioni azionarie delle società dell'area dell'euro in prossimità dell'annuncio di un'operazione di riacquisto.

### DIVIDENDI E RIACQUISTI DI AZIONI PROPRIE DELLE SOCIETÀ DELL'AREA DELL'EURO

Poche sono le fonti che pubblicano regolarmente e sistematicamente dati aggregati sulle operazioni di riacquisto di azioni proprie da parte delle società dell'area dell'euro. I dati presentati in questa sezione sono stati pertanto ricavati dai bilanci delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50. Come mostra la figura 1, nel 2005 le cinquanta maggiori società quotate nell'area dell'euro hanno effettuato, in termini netti, operazioni di *buyback* per un valore totale di oltre 20 miliardi di euro, ossia più del doppio di quanto osservato nel 2003. Malgrado questo aumento, il livello del 2005 risultava comunque ancora leggermente inferiore a quello del 2001.

10) Cfr. Allen, F., e Michaely, R. (2003), "Chapter 7: Payout policy", all'interno del *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, B.V., pagg. 404-407.

11) Grullon, F., e Ikenberry, D.I. (2000), "What do we know about stock repurchases?", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, n. 1.

Come menzionato nella sezione precedente, la remunerazione totale degli azionisti di una società è data dalla somma dei dividendi e dei riacquisti di azioni proprie. La figura 2 mostra il *payout ratio* medio annuo di tutte le società quotate nell'area dell'euro, calcolato come rapporto fra dividendi e riacquisti di azioni proprie da un lato, e utile operativo dall'altro. Tale misura dà un'idea di quanta parte dell'utile operativo delle società sia da queste trattenuta (e utilizzata per accrescere la liquidità detenuta o per effettuare investimenti) e quanta parte sia invece destinata alla remunerazione degli azionisti.

Dalla figura emergono tre aspetti degni di nota. In primo luogo, il *payout ratio* totale è rimasto relativamente stabile, intorno al 30 per cento, fra il 1998 e il 2005, con la sola eccezione del 2001. Ciò fa ritenere che le società dell'area dell'euro preferiscono versare agli azionisti una percentuale costante del loro utile operativo. In secondo luogo, i dividendi costituiscono gran parte della remunerazione corrisposta nel campione considerato. In terzo luogo, al volgere del secolo la quota delle operazioni di riacquisto di azioni proprie sul totale della remunerazione corrisposta agli azionisti è fortemente aumentata, rimanendo da allora su livelli elevati. A sua volta, ciò potrebbe riflettere un cambiamento

strutturale delle politiche di remunerazione del capitale adottate dalle imprese.

Rispetto a quelli per l'area dell'euro, i dati sulle operazioni di riacquisto di azioni proprie da parte delle società negli Stati Uniti sono pubblicati con maggiore frequenza. La figura 3 mostra il *payout ratio* medio per le società statunitensi dell'indice Standard & Poor's 500. Si riscontrano notevoli differenze rispetto all'area dell'euro relativamente sia al livello sia alla scomposizione del *payout ratio*. Negli Stati Uniti quest'ultimo risulta infatti mediamente più elevato e composto da una quota maggiore di *buyback*.

Tali discrepanze sono forse collegate al diverso fabbisogno di finanziamento delle società nelle due economie. In particolare, a partire dal 2000 le società non finanziarie statunitensi hanno registrato un maggiore aumento del *gap* di finanziamento (dato dal rapporto fra i crediti e i debiti delle imprese) rispetto a quelle dell'area dell'euro. Il miglioramento più pronunciato dei bilanci delle società statunitensi potrebbe pertanto costituire una spiegazione plausibile del livello più elevato dei *payout ratios* negli Stati Uniti. Il confronto fra le due economie va tuttavia effettuato con prudenza, poiché potrebbero esservi differenze nella definizione di utile operativo adottata. Inoltre, le

**Figura 2** Dividendi e riacquisti di azioni proprie delle imprese dell'area dell'euro

(in percentuale del reddito operativo)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

Note: i valori sono aggregati sulla base dei dati per impresa per un campione pari a tutte le imprese incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx per le quali erano disponibili i rendiconti finanziari annuali. In totale, il campione comprende 1760 osservazioni impresa-anno. Sono state utilizzate le seguenti voci: reddito operativo (WC01250), dividendi (WC04551), riacquisti di azioni proprie (WC04751).

**Figura 3** Dividendi e riacquisti di azioni proprie delle imprese statunitensi

(in percentuale del reddito operativo)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

Note: i valori sono aggregati sulla base dei dati per impresa per un campione pari a tutte le imprese incluse nell'indice Standard and Poor's 500 per le quali erano disponibili i rendiconti finanziari annuali. In totale, il campione comprende 3934 osservazioni impresa-anno. Sono state utilizzate le seguenti voci: reddito operativo (WC01250), dividendi (WC04551), riacquisti di azioni proprie (WC04751).



diverse caratteristiche delle società comprese nei due indici considerati possono complicare ulteriormente il raffronto diretto.

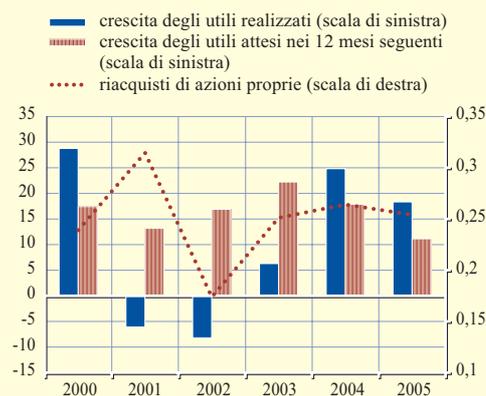
### OPERAZIONI DI *BUYBACK*, REDDITIVITÀ E INVESTIMENTI DELLE SOCIETÀ DELL'AREA DELL'EURO

Le operazioni di riacquisto di azioni proprie di una società non andrebbero valutate in isolamento, bensì come una decisione strategica strettamente collegata alle prospettive reddituali, al grado di leva finanziaria e alle decisioni di investimento della società stessa. Per quanto riguarda le prospettive reddituali, la figura 4 riporta le operazioni di *buyback* delle società dell'indice Dow Jones Euro Stoxx in percentuale delle remunerazioni totali corrisposte agli azionisti, unitamente ai tassi di crescita sui dodici mesi degli utili effettivi e prospettici.

Come mostra la figura, nel periodo 2000-05 la redditività delle società dell'area dell'euro ha subito oscillazioni significative. In particolare, la crescita annua degli utili è nettamente calata nel 2001 e nel 2002, principalmente per effetto della debole crescita economica dell'area dell'euro. Successivamente, i piani di riduzione dei costi, il contesto di bassi tassi di interesse e, di recente, la ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro hanno contribuito ad accrescere la redditività. Nel 2004 e nel 2005 i tassi di crescita annua degli utili delle società dell'area dell'euro si sono collocati intorno al 20 per cento, un livello ben più elevato di quello anticipato dagli analisti verso la fine del 2003 e del 2004. Contemporaneamente, sono aumentate le dimensioni delle operazioni di riacquisto di azioni proprie effettuate da queste società. La prima conclusione che si può trarre dalla figura 4 è che, coerentemente con l'ipotesi di *signalling* sopra descritta, i dirigenti di alcune imprese dell'area potrebbero aver avvertito in quegli anni l'esigenza di segnalare ai mercati che i corsi delle azioni delle rispettive società erano, in base alle loro valutazioni, inferiori al loro valore fondamentale. Essi avrebbero quindi riacquistato azioni proprie per trarre profitto da queste proiezioni e comunicare così ai mercati le loro informazioni private<sup>12)</sup>. Come mostra il

**Figura 4 Riacquisti di azioni proprie e crescita realizzata e attesa degli utili per azione per l'indice Euro Stoxx**

(variazioni percentuali annuali (scala di sinistra); quota dei riacquisti di azioni proprie sul *payout* totale (scala di destra))



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
 Note: la serie della crescita degli utili attesi è stata traslata in avanti di un anno per consentire un confronto immediato con gli utili realizzati. La serie dei riacquisti di azioni proprie è basata sui dati per impresa per un campione pari a tutte le imprese incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx per le quali erano disponibili i rendiconti finanziari annuali. In totale, il campione comprende 1760 osservazioni impresa-anno. Sono state utilizzate le seguenti voci: reddito operativo (WC01250), dividendi (WC04551), riacquisti di azioni proprie (WC04751).

riquadro successivo, i mercati azionari anno generalmente premiati le operazioni di riacquisto di azioni proprie con rendimenti superiori alla media, il che potrebbe indicare che gli investitori considerano l'annuncio di un *buyback* come un segnale credibile di sottovalutazione del titolo azionario.

Oltre a ciò, è probabile che la forte crescita degli utili effettivi sia stata un fattore importante all'origine dell'aumento del livello dei dividendi e dei programmi di riacquisto di azioni proprie nel 2003 e 2004. Al riguardo, alcune società hanno forse aggiustato le remunerazioni corrisposte ai propri azionisti al fine di lasciare sostanzialmente invariata la quota di utili loro distribuita.

Un'altra motivazione teorica che potrebbe indurre una società a riacquistare parte delle pro-

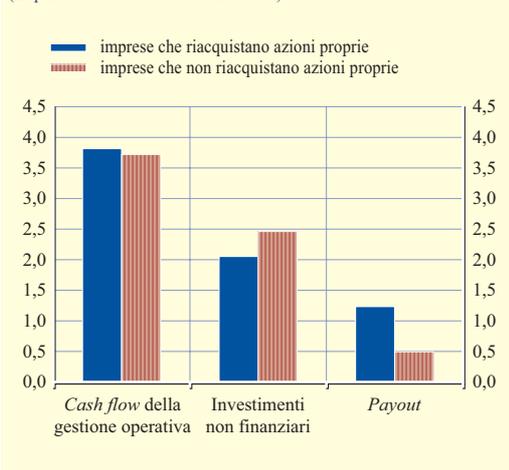
12) Va tuttavia notato che il nesso di causalità fra il rapporto EPS e il riacquisto di azioni proprie può agire in entrambe le direzioni. Come già accennato nella sezione 2, il riacquisto di azioni proprie riduce il numero di azioni in circolazione, accrescendo pertanto gli utili unitari.

prie azioni sarebbe una situazione caratterizzata dalla compresenza di un *cash flow* temporaneamente elevato e di opportunità di investimento incerte. In siffatto contesto, una società potrebbe adottare una strategia attendista e aspettare che le incertezze si dissipino, decidendo di distribuire agli azionisti parte del *cash flow* in eccesso mediante il riacquisto di azioni proprie. Al fine di verificare se tale ipotesi sia confortata dai dati sulle società dell'area dell'euro, nella figura 5 vengono riportati i dati sugli utili operativi, gli investimenti e i *payout* delle imprese suddivise fra quelle che hanno effettuato *buyback* e quelle che invece non hanno condotto operazioni di questo tipo.

È interessante notare come la figura confermi che, rispetto alle altre società, quelle che sono ricorse al riacquisto di azioni proprie abbiano mediamente destinato meno fondi all'investimento e più fondi alla remunerazione degli azionisti. Questi risultati forniscono alcune evidenze preliminari del fatto che alcune società dell'area dell'euro utilizzano probabilmente i programmi di *buyback* per distribuire i *cash flow* in eccesso.

**Figura 5** Caratteristiche d'impresa sulla base dell'attività di riacquisto di azioni proprie

(in percentuale del totale dell'attivo)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Note: i valori sono basati sull'aggregazione di dati per impresa-anno nel periodo 1998-2005. La selezione delle imprese è effettuata su base annuale; ciò significa che un'impresa può comparire in ambedue i gruppi nel complesso del periodo considerato. Il campione consiste di tutte le imprese incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx per le quali erano disponibili i rendiconti finanziari annuali. In totale, il campione comprende 1760 osservazioni impresa-anno. Sono state utilizzate le seguenti voci: *cash flow* della gestione operativa (WC04870); investimenti non finanziari (calcolati come differenza tra *cash flow* da attività per investimenti (WC04870) e *cash flow* netti da attività per investimenti finanziari (WC04760 - WC04440)); *payout* (somma dei dividendi (WC04551) e dei riacquisti di azioni proprie (WC04751)); attività totali (WC02999).

## Riquadro

### RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE E ANDAMENTO DEL MERCATO AZIONARIO

In linea teorica, allorché gli operatori del mercato sono relativamente ben informati riguardo alle prospettive reddituali di un'impresa, l'annuncio di un programma di riacquisto di azioni proprie da parte di quest'ultima non dovrebbe produrre un impatto di rilievo sulla sua quotazione azionaria. In pratica, tuttavia, molti analisti hanno rilevato che l'ondata di operazioni di *buyback* nell'area dell'euro ha di fatto rafforzato il clima positivo prevalente nei mercati azionari negli ultimi anni. In questo riquadro viene condotto un *event study* per esaminare la reazione che i singoli corsi azionari hanno mediamente fatto registrare intorno al momento dell'annuncio di un programma di riacquisto di azioni proprie da parte delle rispettive società. Lo studio prende in esame le principali società quotate nell'area dell'euro.

La letteratura in materia di *event studies* ha una lunga tradizione e risale a Dolley (1933), il quale esaminò l'effetto esercitato sulle quotazioni da operazioni di *split* azionari<sup>1)</sup>. La tecnica dell'*event study* è da allora stata applicata a molti eventi, relativi sia a singole società sia all'intera economia. Gli studi effettuati sui riacquisti di azioni proprie si sono concentrati soprattutto sui mercati statunitensi, riscontrando in particolare che l'annuncio di programmi di *buyback*

1) Dolley, J.C. (1933), "Characteristics and procedure of common stock split-ups", *Harvard Business Review*, 11, pagg. 316-326.

tende a dar luogo a extra-rendimenti azionari positivi. Le analisi, meno numerose, condotte per i paesi europei hanno prodotto risultati analoghi<sup>2)</sup>.

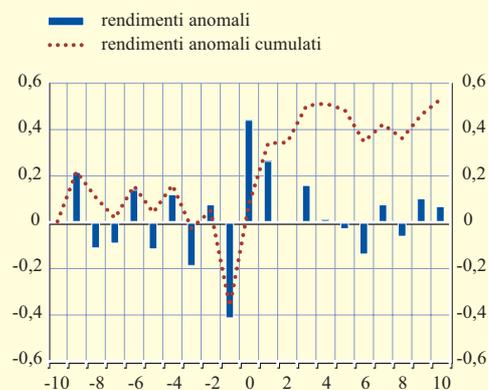
In un *event study* possono essere applicati vari metodi, fra cui il modello di mercato qui utilizzato, che è quello generalmente più diffuso. In base a questo approccio si determina anzitutto la relazione che lega il corso del titolo azionario della società che effettua il riacquisto di azioni proprie all'andamento del mercato, solitamente approssimato dagli indici generali del mercato azionario. Tale relazione viene in seguito utilizzata per calcolare l'andamento anomalo del singolo titolo azionario intorno all'evento considerato<sup>3)</sup>.

I dati sui riacquisti di azioni proprie qui impiegati si riferiscono a 106 programmi di *buyback* annunciati nel periodo 2001-06 dalle maggiori società dell'area dell'euro incluse nell'indice generale di mercato Dow Jones Euro Stoxx. Il periodo considerato ai fini dell'*event study* consiste di una finestra di 21 giorni centrata intorno al momento dell'annuncio del programma (dieci giorni prima e dieci giorni dopo l'annuncio effettivo). Al fine di valutare in che modo i singoli corsi azionari delle imprese considerate siano collegati al portafoglio di mercato si effettua una regressione dei rendimenti giornalieri dei titoli delle singole imprese sui rendimenti dell'indice Dow Jones Euro Stoxx stimati su una finestra corrispondente all'anno precedente quella relativa all'evento di riacquisto di azioni proprie. I rendimenti anomali all'interno della finestra di evento sono calcolati sottraendo i rendimenti azionari della società a quelli normali ricavati dalle stime effettuate sulla finestra precedente. La figura mostra i rendimenti anomali giornalieri e quelli cumulati relativi alla finestra di evento.

Come si evince dalla figura, i corsi azionari delle società dell'area dell'euro che hanno intrapreso programmi di riacquisto di azioni proprie hanno fatto registrare rendimenti anomali positivi nell'ordine di quasi un punto percentuale, un risultato sostanzialmente in linea con quelli precedentemente riscontrati<sup>4)</sup>. Nello spiegare siffatta reazione, la letteratura basata sugli *event study* e relativa al riacquisto di azioni proprie tende a privilegiare l'ipotesi secondo cui le società effettuano tali operazioni per segnalare agli investitori che il prezzo delle loro azioni è inferiore a quello che sarebbe coerente con l'analisi fondamentale.

#### Rendimenti anomali associati con gli annunci di programmi di riacquisto di azioni proprie

(punti percentuali)



Fonti: le informazioni sugli annunci sono tratte dalla banca dati Zephyr di Bureau Van Dijk. I prezzi delle azioni sono tratti da Thomson Financial Datastream.

Note: il campione comprende 106 osservazioni relative a imprese dell'area dell'euro che hanno annunciato un programma di riacquisto di azioni proprie sul mercato aperto nel periodo 2001-2006. Sono incluse solo imprese appartenenti all'indice Dow Jones Euro Stoxx. I rendimenti anomali sono calcolati escludendo il primo e il novantanovesimo percentile delle distribuzioni dei rendimenti giornalieri. L'asse orizzontale copre la finestra di 21 giorni intorno al giorno dell'annuncio (zero).

- 2) Per il Regno Unito, cfr. Oswald, D., e Young, S. (2002), "What role for taxes and regulation? A second look at open market share buyback activity in the UK", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 31 (1-2), pagg. 257-292. Per la Germania, cfr. Hackethal, A., e Zdantchouk, A. (2006), "Signalling power of open market share repurchases in Germany", *Financial Market Portfolio Management*, pagg. 123-151.
- 3) Cfr. la rassegna contenuta in MacKinlay, A.C. (1997), "Event studies in economics and finance", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, pagg. 13-39.
- 4) Per le evidenze relative all'Europa, cfr. Lasfer, M.A. (2000), "The market valuation of share repurchases in Europe", *working paper* della City University Business School.

In conclusione, le operazioni di riacquisto di azioni proprie tendono ad accrescere le quotazioni azionarie delle società che le intraprendono. Pertanto, non si può escludere che l'andamento vigoroso dei corsi azionari dell'area dell'euro nel periodo 2000-06 sia ascrivibile non soltanto ai forti profitti e agli interventi di riduzione dei costi, ma anche, sebbene in misura minore, all'attività di *buyback* delle società dell'area dell'euro.

#### 4 CONCLUSIONI

Le politiche aziendali di *payout* sono strettamente collegate al giudizio formulato dalle imprese stesse riguardo alle prospettive per gli utili e alle opportunità di investimento. Poiché queste due variabili costituiscono elementi importanti nella valutazione da parte di una banca centrale delle prospettive di crescita e di inflazione di un'economia, anche le operazioni di riacquisto di azioni proprie dovrebbero essere oggetto di un attento monitoraggio.

L'analisi condotta in questo articolo permette di giungere a varie conclusioni degne di nota. In primo luogo, rispetto agli ultimi anni novanta, i riacquisti di azioni proprie rappresentano attualmente una quota significativamente più elevata della remunerazione totale corrisposta agli azionisti. Ciò potrebbe indicare che in questo periodo le politiche di *payout* delle imprese sono state interessate, in certa misura, da un cambiamento strutturale, che ha portato al progressivo aumento dell'incidenza dei programmi di *buyback*. In secondo luogo, sebbene le società dell'area dell'euro abbiano accresciuto il ricorso al riacquisto di azioni proprie, questa prassi rimane ancora maggiormente diffusa tra le principali società negli Stati Uniti. In terzo luogo, il recente incremento dei riacquisti di azioni

proprie appare in parte riconducibile alla redditività eccezionalmente vigorosa delle imprese dell'area dell'euro, che le avrebbe indotte ad aumentare le operazioni di *buyback* – e i dividendi versati – al fine di lasciare sostanzialmente invariata la quota di utili distribuita agli azionisti. Specie durante le fasi iniziali della ripresa dei mercati azionari dopo lo scoppio della “bolla tecnologica” agli inizi di questo secolo, alcune società potrebbero essere ricorse all'acquisto di azioni proprie quale strumento per segnalare ai mercati che il corso dei rispettivi titoli azionari era inferiore rispetto a quello desumibile dall'analisi fondamentale. Di recente, di fronte alle crescenti dimensioni delle offerte pubbliche di acquisto e delle operazioni di *leveraged buyout*, il riacquisto di azioni proprie potrebbe esser stato utilizzato da alcune imprese per tutelarsi dal rischio di acquisizioni ostili. Infine, alcune società dell'area dell'euro potrebbero aver privilegiato il riacquisto di azioni proprie rispetto al versamento di dividendi in un contesto caratterizzato dalla compresenza di *cash flow* temporaneamente elevati e opportunità di investimento incerte. Tuttavia, va ricordato che le decisioni relative a investimenti, profitti e riacquisto di azioni proprie di una società sono strettamente collegate e che il nesso di causalità fra di loro può variare a seconda del periodo e della società considerata.



# 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>	<b>S72</b>
	<b>NOTE TECNICHE</b>	<b>S73</b>
	<b>NOTE GENERALI</b>	<b>S77</b>

#### **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	12,7	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	16,1	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	15,4	3,22	3,97
4° trim.	6,7	8,6	9,0	-	11,1	17,0	3,59	3,86
2007 1° trim.	6,8	9,0	10,1	-	10,5	.	3,82	4,08
2006 nov.	6,6	8,8	9,3	9,2	11,2	17,9	3,60	3,80
dic.	7,4	9,3	9,8	9,7	10,8	16,4	3,68	3,90
2007 gen.	6,6	8,9	9,9	9,9	10,6	16,2	3,75	4,10
feb.	6,6	8,8	10,0	10,3	10,3	16,0	3,82	4,12
mar.	7,0	9,4	10,9	.	10,5	.	3,89	4,02
apr.	.	.	.	.	.	.	3,98	4,25

### 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	4,0	83,3	1,4	7,9
2006 2° trim.	2,5	5,8	2,6	2,8	4,3	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	3,9	84,2	1,6	7,6
2007 1° trim.	1,9	2,9	.	.	.	84,6	.	7,3
2006 nov.	1,9	4,3	-	-	3,0	-	-	7,6
dic.	1,9	4,1	-	-	4,8	-	-	7,5
2007 gen.	1,8	3,1	-	-	3,3	84,4	-	7,4
feb.	1,8	2,9	-	-	4,1	-	-	7,3
mar.	1,9	2,7	-	-	.	-	-	7,2
apr.	1,8	.	-	-	.	84,8	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2005	10,3	45,4	-210,0	146,1	320,1	103,3	104,1	1,2441
2006	5,3	30,5	-156,7	273,1	325,8	103,6	104,4	1,2556
2006 2° trim.	-5,8	6,8	-20,0	97,6	323,8	103,8	104,6	1,2582
3° trim.	-3,6	7,5	-43,9	22,3	325,0	104,5	105,3	1,2743
4° trim.	27,3	19,7	-57,3	130,0	325,8	104,6	105,3	1,2887
2007 1° trim.	.	.	.	.	331,6	105,5	106,0	1,3106
2006 nov.	7,0	7,8	-15,7	61,9	327,0	104,5	105,2	1,2881
dic.	17,9	5,9	-28,8	32,8	325,8	105,5	106,0	1,3213
2007 gen.	-2,0	-3,0	-12,3	35,4	338,6	104,9	105,5	1,2999
feb.	-5,8	1,5	-12,6	28,6	337,5	105,4	105,9	1,3074
mar.	.	.	.	.	331,6	106,1	106,6	1,3242
apr.	.	.	.	.	.	107,1	107,6	1,3516

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

	6 aprile 2007	13 aprile 2007	20 aprile 2007	27 aprile 2007
<b>Oro e crediti in oro</b>	181.210	181.179	180.898	180.703
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	139.243	140.613	140.331	142.051
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	23.731	23.565	24.894	25.014
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	14.323	14.602	15.350	14.463
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	443.529	430.680	431.548	440.018
Operazioni di rifinanziamento principali	291.500	280.001	281.502	288.500
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	150.001	150.001	150.001	149.999
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	2.028	678	29	1.519
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	0	16	0
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	14.794	14.741	14.175	15.800
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	90.329	90.556	90.486	92.358
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	39.283	39.283	39.283	39.240
<b>Altre attività</b>	224.978	226.351	227.280	226.661
<b>Attività totali</b>	1.171.420	1.161.570	1.164.245	1.176.308

#### 2. Passività

	6 aprile 2007	13 aprile 2007	20 aprile 2007	27 aprile 2007
<b>Banconote in circolazione</b>	625.993	619.392	615.817	619.662
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	185.863	183.662	183.775	183.664
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	185.086	183.478	183.632	183.574
Depositi overnight	617	53	37	18
Depositi a tempo determinato	155	131	103	64
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	5	0	3	8
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	107	109	133	127
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	60.074	57.564	64.593	69.973
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	18.360	18.903	18.525	19.521
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	159	163	157	296
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	12.576	13.204	14.122	15.878
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.578	5.578	5.578	5.578
<b>Altre passività</b>	68.926	69.041	67.698	67.760
<b>Rivalutazioni</b>	125.521	125.521	125.521	125.521
<b>Capitale e riserve</b>	68.263	68.433	68.326	68.328
<b>Passività totali</b>	1.171.420	1.161.570	1.164.245	1.176.308

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		
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
	Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25

Fonte: BCE.

- 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).
- 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.
- 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							
2007 10 gen.	381.305	375	310.500	3,50	3,55	3,56	7
17	412.215	381	312.500	3,50	3,55	3,56	7
24	428.181	395	317.500	3,50	3,55	3,56	7
31	399.269	352	292.500	3,50	3,56	3,56	7
7 feb.	381.952	346	279.500	3,50	3,54	3,55	7
14	402.912	363	286.500	3,50	3,55	3,56	8
22	425.650	361	301.500	3,50	3,55	3,56	6
28	380.816	343	289.000	3,50	3,56	3,56	7
7 mar.	364.245	333	280.000	3,50	3,55	3,56	7
14	375.459	352	271.500	3,75	3,81	3,81	7
21	372.414	370	282.000	3,75	3,80	3,81	7
28	365.416	357	283.500	3,75	3,82	3,83	7
4 apr.	382.753	356	291.500	3,75	3,83	3,83	7
11	364.037	346	280.000	3,75	3,81	3,82	7
18	397.484	366	281.500	3,75	3,81	3,82	7
25	392.541	350	288.500	3,75	3,82	3,83	7
2 mag.	371.510	306	279.500	3,75	3,82	3,83	7
9	353.181	325	276.000	3,75	3,81	3,82	6
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2006 27 apr.	63.596	188	40.000	-	2,76	2,78	91
1 giu.	59.771	161	40.000	-	2,87	2,88	91
29	57.185	167	40.000	-	3,00	3,01	91
27 lug.	54.824	158	40.000	-	3,08	3,09	91
31 ago.	51.079	148	40.000	-	3,20	3,21	91
28 set.	49.801	136	40.000	-	3,30	3,32	84
26 ott.	62.854	159	40.000	-	3,48	3,50	98
30 nov.	72.782	168	40.000	-	3,58	3,58	91
21 dic.	74.150	161	40.000	-	3,66	3,67	98
2007 1 feb.	79.099	164	50.000	-	3,72	3,74	85
1 mar.	80.110	143	50.000	-	3,80	3,81	91
29	76.498	148	50.000	-	3,87	3,87	91
27 apr.	71.294	148	50.000	-	3,96	3,97	90

#### 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 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
17 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	42.245	35	22.500	3,75	-	-	-	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
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 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	
feb.	16.033,9	8.490,3	645,9	1.990,6	1.350,2	3.556,9	

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

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
1	2	3	4	5	
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 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	182,6	0,8	0,0	3,81
14 mag.	182,2				

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <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	
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007 16 gen.	325,8	322,3	120,0	0,1	0,0	0,2	1,0	619,5	45,0	-72,7	175,3	794,9
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
17 apr.	323,6	281,7	145,7	0,5	0,0	0,3	0,9	614,8	48,2	-95,2	182,6	797,7

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
4° trim.	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.	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
mar. <sup>(p)</sup>	1.576,6	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,4	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,7	253,6
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.	25.299,6	14.577,8	804,2	8.982,7	4.790,9	3.596,0	1.351,4	618,0	1.626,6	82,4	1.139,7	4.069,8	168,8	1.665,2
4° trim.	25.974,0	14.904,1	810,5	9.160,3	4.933,4	3.555,5	1.276,9	645,8	1.632,8	83,6	1.193,5	4.330,1	172,6	1.734,7
2007 gen.	26.403,9	15.074,3	806,2	9.275,7	4.992,3	3.602,0	1.296,1	644,4	1.661,6	84,6	1.219,5	4.489,5	171,8	1.762,2
feb.	26.620,3	15.159,2	803,2	9.337,1	5.018,9	3.626,6	1.293,2	658,1	1.675,2	87,4	1.219,6	4.575,7	171,8	1.780,0
mar. <sup>(p)</sup>	27.095,9	15.331,8	801,3	9.439,3	5.091,2	3.661,9	1.281,3	686,6	1.693,9	92,1	1.238,1	4.682,7	195,2	1.894,1

#### 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
4° trim.	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.	1.582,1	623,2	466,5	51,4	19,8	395,3	-	0,4	218,2	39,1	234,7
mar. <sup>(p)</sup>	1.576,6	632,5	455,6	44,8	17,5	393,4	-	0,3	216,0	39,5	232,7
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.	25.299,6	-	12.852,1	147,7	7.613,2	5.091,2	728,0	4.160,1	1.410,9	3.900,4	2.248,2
4° trim.	25.974,0	-	13.257,9	123,2	7.887,7	5.247,0	697,7	4.247,6	1.448,7	3.991,2	2.331,0
2007 gen.	26.403,9	-	13.297,9	122,3	7.888,2	5.287,4	726,1	4.314,0	1.459,3	4.181,4	2.425,2
feb.	26.620,3	-	13.358,7	138,0	7.899,4	5.321,2	739,9	4.372,4	1.478,3	4.231,2	2.439,8
mar. <sup>(p)</sup>	27.095,9	-	13.590,8	138,7	8.044,9	5.407,2	759,3	4.422,1	1.521,4	4.253,5	2.548,8

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.	19.232,3	9.807,9	824,6	8.983,3	2.151,5	1.531,3	620,2	809,3	4.418,3	183,6	1.861,7
4° trim.	19.743,5	9.991,1	830,2	9.160,9	2.112,6	1.464,3	648,3	828,9	4.681,5	187,2	1.942,3
2007 gen.	20.098,6	10.102,3	826,0	9.276,4	2.137,2	1.490,5	646,7	846,3	4.850,9	186,5	1.975,4
feb.	20.284,4	10.160,7	822,9	9.337,7	2.156,6	1.496,0	660,5	836,4	4.941,4	186,5	2.002,9
mar. <sup>(p)</sup>	20.642,0	10.261,0	821,1	9.439,9	2.175,6	1.486,8	688,8	849,8	5.042,2	209,9	2.103,5
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.	485,8	203,7	-3,0	206,7	-31,5	-51,2	19,7	9,8	205,3	1,1	97,4
4° trim.	563,2	193,2	6,2	187,0	-25,1	-57,9	32,8	11,2	308,0	3,9	72,1
2007 gen.	293,4	84,4	-4,0	88,3	22,7	21,1	1,6	14,4	143,6	-0,8	29,1
feb.	222,5	63,4	-3,0	66,4	17,8	4,3	13,5	-8,8	123,7	0,0	26,4
mar. <sup>(p)</sup>	382,9	104,5	-1,3	105,8	21,5	-7,8	29,3	11,8	123,3	23,4	98,5

**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.	19.232,3	563,2	202,9	7.629,3	645,6	2.509,2	1.275,6	3.934,3	2.468,2	4,1
4° trim.	19.743,5	592,2	156,9	7.903,6	614,1	2.587,8	1.275,5	4.026,6	2.566,5	20,2
2007 gen.	20.098,6	575,6	170,4	7.907,0	641,5	2.625,4	1.283,7	4.218,3	2.658,4	18,2
feb.	20.284,4	578,7	189,4	7.919,2	652,5	2.668,2	1.296,2	4.270,2	2.674,6	35,5
mar. <sup>(p)</sup>	20.642,0	588,3	183,4	8.062,4	667,1	2.698,1	1.331,8	4.293,0	2.781,5	36,4
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.	485,8	9,5	-4,5	97,7	9,8	56,7	24,9	203,6	100,6	-12,5
4° trim.	563,2	29,0	-46,4	274,9	-6,7	86,7	0,6	136,0	68,8	20,4
2007 gen.	293,4	-17,0	12,2	-17,7	28,9	30,2	1,9	166,6	96,1	-7,8
feb.	222,5	3,1	19,0	16,3	11,5	50,2	8,8	84,4	5,4	23,8
mar. <sup>(p)</sup>	382,9	9,6	-5,8	145,3	15,0	33,4	40,6	39,0	101,3	4,5

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		Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9		11
									Prestiti		
Consistenze											
2004	2.906,7	2.663,2	5.569,9	968,2	6.538,1	-	4.462,8	2.298,1	8.698,6	7.553,7	373,8
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	422,2
2006 1° trim.	3.492,8	2.720,2	6.213,0	1.004,6	7.217,6	-	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	1.027,1	7.365,7	-	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	1.092,5	7.561,5	-	5.323,5	2.364,9	10.443,9	8.992,8	467,6
4° trim.	3.674,4	2.954,1	6.628,6	1.098,5	7.727,1	-	5.427,7	2.321,6	10.657,5	9.167,3	632,8
2007 gen.	3.686,5	2.989,2	6.675,6	1.135,1	7.810,7	-	5.478,4	2.321,7	10.770,7	9.273,8	629,5
feb.	3.709,2	3.006,3	6.715,5	1.153,2	7.868,7	-	5.514,2	2.321,8	10.843,1	9.342,5	680,0
mar. <sup>(p)</sup>	3.745,8	3.062,9	6.808,7	1.188,0	7.996,7	-	5.580,4	2.300,5	10.969,5	9.443,0	766,6
Transazioni											
2004	237,3	110,7	348,1	59,6	407,6	-	341,0	55,3	580,5	508,7	162,5
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,1
2006 1° trim.	75,1	69,7	144,7	20,1	164,9	-	108,0	-19,2	326,3	252,7	0,3
2° trim.	65,4	66,3	131,6	29,5	161,1	-	104,0	-29,0	257,4	213,3	39,1
3° trim.	35,2	93,9	129,1	50,0	179,1	-	94,4	-31,9	296,8	242,0	-10,1
4° trim.	77,5	81,0	158,5	26,9	185,4	-	118,9	-33,5	219,2	184,0	166,3
2007 gen.	3,4	25,7	29,1	38,2	67,3	-	33,4	-4,7	86,3	79,4	-3,9
feb.	24,1	19,0	43,1	18,3	61,4	-	40,7	-1,1	78,2	73,7	51,1
mar. <sup>(p)</sup>	37,3	57,6	94,9	34,5	129,4	-	75,6	-19,3	129,3	104,1	92,8
Variazioni percentuali											
2004 dic.	8,9	4,3	6,6	6,6	6,6	6,5	8,2	2,5	7,1	7,2	162,5
2005 dic.	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1
2006 mar.	10,1	7,9	9,0	5,5	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
dic.	7,4	11,7	9,3	12,9	9,8	9,7	8,5	-4,6	11,5	10,8	195,6
2007 gen.	6,6	12,0	8,9	16,2	9,9	9,9	8,6	-4,8	11,3	10,6	184,8
feb.	6,6	11,6	8,8	18,0	10,0	10,3	8,4	-4,1	10,8	10,3	250,6
mar. <sup>(p)</sup>	7,0	12,6	9,4	19,8	10,9	.	9,1	-4,9	10,8	10,5	335,4

### 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>**

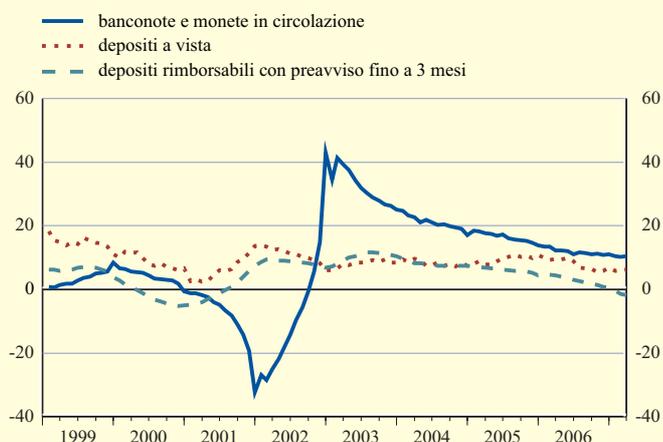
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

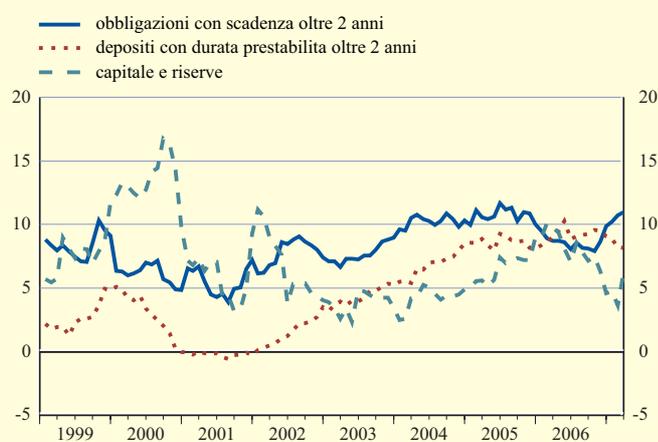
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili 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
<b>Consistenze</b>											
2004	458,3	2.448,4	1.026,8	1.636,4	246,3	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	241,6	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	235,8	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	247,6	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	268,6	645,2	178,7	2.330,2	97,5	1.626,7	1.269,1
4° trim.	579,0	3.095,4	1.402,5	1.551,6	268,5	631,4	198,7	2.396,2	102,4	1.654,6	1.274,6
2007 gen.	583,2	3.103,3	1.442,5	1.546,7	268,2	645,5	221,4	2.422,4	105,2	1.666,4	1.284,4
feb.	588,3	3.120,9	1.468,5	1.537,8	265,1	655,7	232,3	2.441,7	106,9	1.670,0	1.295,6
mar. <sup>(p)</sup>	592,0	3.153,9	1.526,7	1.536,2	280,3	670,8	236,9	2.460,9	107,8	1.683,1	1.328,5
<b>Transazioni</b>											
2004	66,8	170,6	-2,6	113,4	25,7	22,7	11,3	185,5	-0,9	106,7	49,6
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	96,1
2006 1° trim.	13,9	61,2	49,1	20,6	-5,8	-4,1	30,0	40,6	1,8	38,2	27,4
2° trim.	12,9	52,5	64,0	2,3	12,6	13,4	3,5	55,3	3,7	39,8	5,2
3° trim.	15,5	19,6	93,7	0,2	21,0	8,4	20,7	42,2	5,1	30,1	17,1
4° trim.	15,2	62,3	94,8	-13,8	0,0	11,1	15,9	78,1	4,9	29,7	6,2
2007 gen.	3,7	-0,3	31,5	-5,8	-0,3	15,6	22,9	18,6	2,1	9,2	3,5
feb.	5,1	19,0	27,9	-8,9	-3,1	10,8	10,6	27,1	1,6	4,4	7,5
mar. <sup>(p)</sup>	3,7	33,6	59,1	-1,5	15,2	15,4	4,0	23,2	0,9	13,6	37,9
<b>Variazioni percentuali</b>											
2004 dic.	17,0	7,5	-0,3	7,4	11,7	3,8	12,3	10,3	-1,0	8,5	4,9
2005 dic.	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 mar.	12,3	9,7	12,8	4,4	3,2	-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	12,2	0,6	44,7	8,1	10,6	9,3	7,1
dic.	11,0	6,8	27,3	0,6	11,6	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,6
2007 gen.	10,4	5,9	29,3	-0,5	11,6	8,2	58,5	10,2	18,9	8,9	4,7
feb.	10,2	6,0	29,4	-1,4	15,2	9,6	56,5	10,7	20,7	8,2	3,6
mar. <sup>(p)</sup>	10,5	6,3	32,1	-1,8	19,3	12,3	49,1	11,0	20,6	8,1	6,2

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)


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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>4)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
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
4° trim.	82,8	55,2	695,9	420,6	3.846,8	1.140,2	707,1	1.999,5
2007 gen.	99,9	72,2	721,7	440,8	3.898,3	1.157,6	717,5	2.023,2
feb.	97,0	70,2	742,2	460,8	3.920,2	1.160,6	726,2	2.033,5
mar. <sup>(p)</sup>	98,5	71,6	774,8	488,3	3.956,6	1.170,7	738,4	2.047,5
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
4° trim.	-6,5	-7,7	-11,0	-17,2	123,4	23,9	30,0	69,6
2007 gen.	17,0	17,0	16,8	19,0	36,7	12,6	7,2	16,9
feb.	-2,8	-2,0	21,6	20,7	24,6	3,8	9,3	11,5
mar. <sup>(p)</sup>	1,6	1,5	32,9	28,1	38,7	10,7	12,7	15,3
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
dic.	28,1	33,3	13,3	15,7	13,0	9,5	20,8	12,4
2007 gen.	30,5	37,1	11,4	13,2	13,2	9,8	20,4	12,7
feb.	28,8	36,9	10,8	12,3	12,6	9,1	19,6	12,3
mar. <sup>(p)</sup>	20,5	25,9	16,0	19,6	12,4	9,3	18,6	12,0

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

4) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

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

	Totale		Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>														
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	
4° trim.	4.534,7	586,5	135,4	202,7	248,4	3.209,6	15,6	72,1	3.122,0	738,6	146,2	101,5	490,9	
2007 gen.	4.555,8	586,9	134,8	202,2	249,9	3.230,4	15,3	72,4	3.142,7	738,5	145,3	100,9	492,2	
feb.	4.577,7	585,3	132,5	201,5	251,2	3.252,1	15,5	72,5	3.164,0	740,2	145,6	100,8	493,9	
mar. <sup>(p)</sup>	4.609,4	590,0	133,3	202,9	253,8	3.270,7	16,1	71,8	3.182,7	748,7	147,5	102,2	499,0	
<b>Transazioni</b>														
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	0,8	-4,0	0,8	4,0	
4° trim.	81,1	9,2	5,7	-1,5	5,1	63,3	0,1	1,3	61,9	8,5	1,3	1,8	5,4	
2007 gen.	17,8	-1,3	-0,6	-1,1	0,4	19,3	-0,3	0,4	19,3	-0,3	-1,2	-0,7	1,6	
feb.	22,9	-1,2	-2,2	-0,6	1,6	22,0	0,3	0,1	21,6	2,2	0,4	-0,1	1,9	
mar. <sup>(p)</sup>	32,6	5,5	0,9	1,5	3,1	18,7	0,6	-0,4	18,5	8,5	1,7	1,5	5,2	
<b>Variazioni percentuali</b>														
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	
dic.	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,5	9,8	6,8	9,6	2,9	1,0	3,9	3,4	
2007 gen.	8,0	7,3	6,2	2,0	12,5	9,4	8,9	7,8	9,5	2,9	0,5	3,8	3,4	
feb.	8,1	6,7	5,2	1,2	12,5	9,4	10,6	7,6	9,5	3,4	1,1	3,0	4,1	
mar. <sup>(p)</sup>	7,9	7,3	6,8	1,7	12,4	8,9	13,7	6,3	8,9	4,2	1,8	4,2	5,0	

**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>

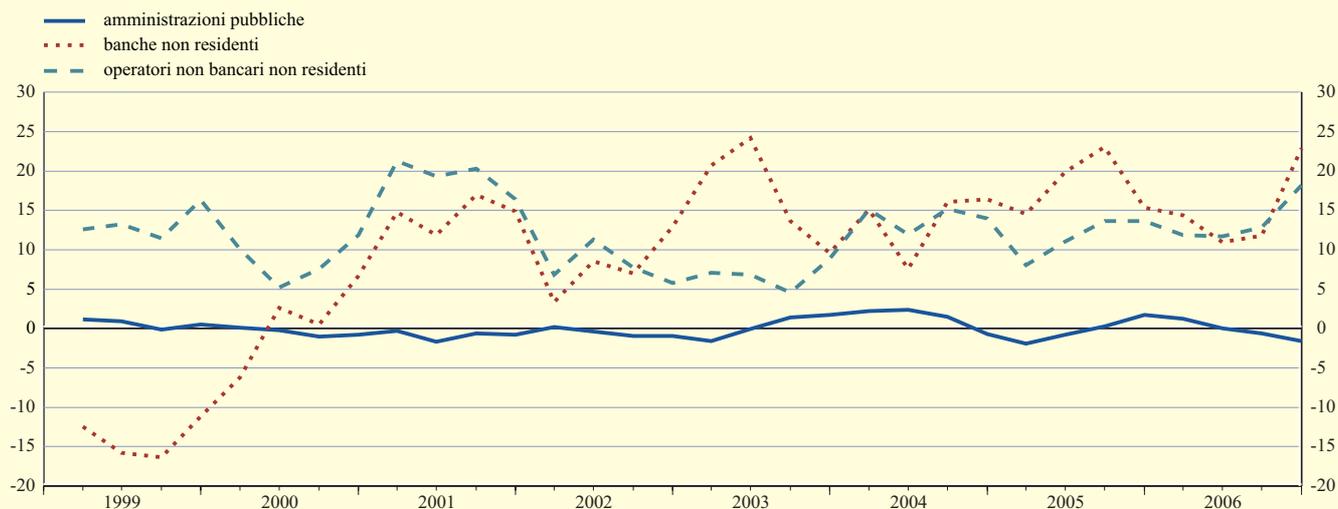
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 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>	810,5	103,6	232,5	439,4	34,2	2.924,3	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>	6,8	2,7	2,4	2,5	-1,4	218,7	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>	-1,6	-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)

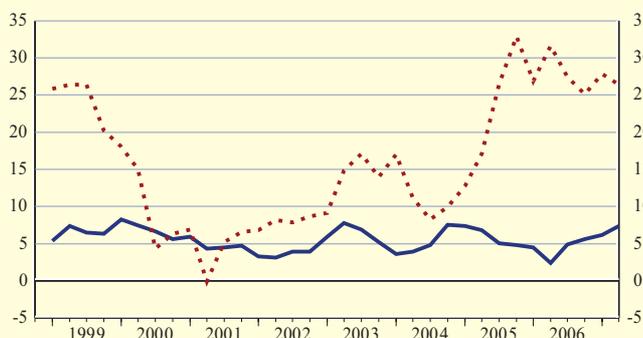
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	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
4° trim.	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.137,3	282,7	252,6	469,4	10,6	0,2	121,7
2007 gen.	655,7	71,9	57,7	499,5	1,0	1,4	24,3	1.177,5	307,3	247,1	475,8	10,5	0,2	136,6
feb.	657,3	69,4	58,5	502,8	1,1	1,2	24,2	1.176,5	299,9	247,2	480,3	10,3	0,2	138,6
mar.	658,2	72,1	57,9	503,0	1,1	1,2	22,9	1.250,2	318,3	266,6	502,6	11,4	0,3	151,0
<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
4° trim.	12,9	3,6	6,1	2,7	0,0	0,0	0,6	50,1	5,5	17,1	50,8	0,5	-0,1	-23,6
2007 gen.	5,2	1,5	0,3	4,0	0,0	0,0	-0,7	37,2	24,0	-6,4	5,1	-0,3	0,0	14,8
feb.	1,8	-2,4	0,9	3,4	0,1	-0,1	0,0	1,2	-6,8	0,8	5,3	-0,1	0,0	2,0
mar.	1,1	2,7	-0,5	0,2	0,0	0,0	-1,3	74,8	18,7	19,8	22,7	1,1	0,1	12,5
<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
dic.	6,2	4,0	10,6	5,5	-16,3	-3,4	21,2	27,8	19,1	37,3	38,8	2,9	-	1,3
2007 gen.	5,6	-0,8	15,6	5,9	-13,5	-3,5	-1,4	27,3	16,2	38,5	38,7	4,7	-	5,4
feb.	7,0	1,2	23,7	6,2	-6,7	-13,8	7,1	24,1	15,1	30,2	35,0	1,2	-	4,9
mar.	7,4	10,2	15,0	6,0	-2,9	-14,3	16,0	26,4	15,3	37,0	34,6	4,1	-	12,4

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

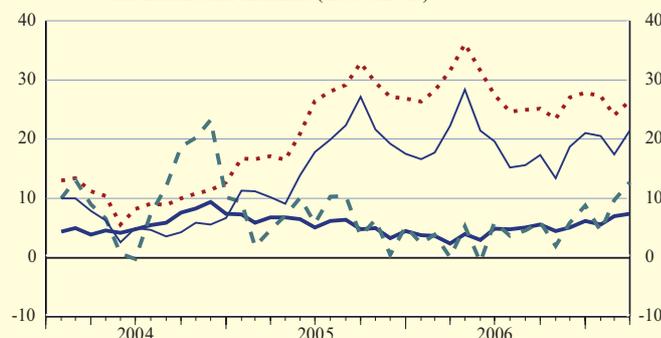
— società di assicurazione e di fondi pensione (totale)  
- - - - - altri intermediari finanziari (totale)



### 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>



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)

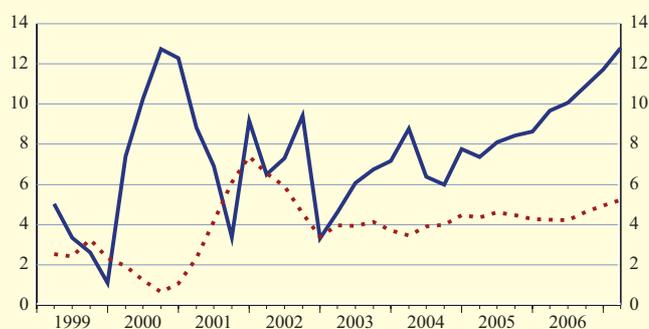
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	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.	1.268,9	790,6	334,7	73,4	43,8	1,3	25,1	4.439,1	1.703,3	613,8	608,9	1.355,4	93,0	64,8
4° trim.	1.343,1	851,9	355,3	69,4	40,5	1,3	24,7	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 gen.	1.302,5	807,3	359,2	69,7	39,4	2,1	24,9	4.553,2	1.717,7	701,3	602,5	1.357,1	101,7	72,9
feb.	1.304,2	808,6	360,2	69,1	38,0	2,1	26,3	4.562,1	1.717,3	721,7	597,2	1.347,0	103,8	75,0
mar. <sup>4)</sup>	1.346,8	832,5	378,0	68,6	39,4	1,3	27,0	4.590,6	1.727,4	746,2	593,2	1.342,0	105,4	76,4
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
4° trim.	79,6	62,6	23,2	-2,5	-3,4	0,0	-0,3	115,2	47,7	56,2	-1,6	0,7	6,9	5,2
2007 gen.	-45,0	-46,4	2,5	0,1	-1,3	0,0	0,1	-12,2	-39,1	26,6	-5,4	1,0	1,8	2,9
feb.	2,8	1,8	1,6	-0,5	-1,4	0,0	1,4	9,6	-0,2	20,8	-5,3	-10,0	2,1	2,1
mar. <sup>4)</sup>	43,3	24,2	18,1	-0,5	1,4	-0,7	0,7	28,8	10,1	24,7	-4,1	-5,0	1,6	1,4
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.	9,7	9,8	11,5	6,6	14,2	-27,6	-9,8	4,2	7,4	6,6	-1,7	3,2	-2,7	7,6
giu.	10,1	8,9	15,4	8,3	4,3	-19,5	1,1	4,2	6,0	11,5	-2,5	2,2	2,1	14,9
set.	10,9	10,1	13,9	14,0	-0,5	4,2	10,6	4,6	4,8	19,2	-2,8	1,1	10,8	25,7
dic.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,4	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,7
2007 gen.	10,2	9,1	20,1	2,0	-17,5	8,7	-2,4	4,8	2,6	30,3	-4,2	-0,6	19,4	37,1
feb.	10,9	9,9	19,8	0,3	-19,8	8,4	19,3	4,9	2,7	32,6	-4,6	-1,4	21,4	39,7
mar. <sup>4)</sup>	12,8	11,9	22,2	-2,6	-16,2	-29,9	25,2	5,2	2,9	35,2	-4,8	-1,9	22,1	38,7

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

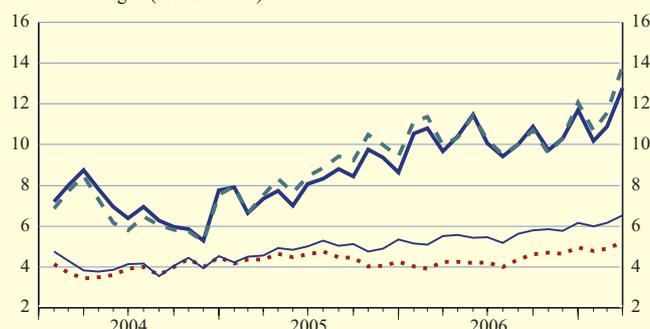
— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



### 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
Consistenze										
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>	328,0	123,2	45,4	91,2	68,1	3.429,0	2.552,1	876,8	128,6	748,2
Transazioni										
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>	-7,7	-25,0	3,8	5,6	7,9	98,6	99,0	-0,6	-4,7	4,1
Variazioni percentuali										
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.

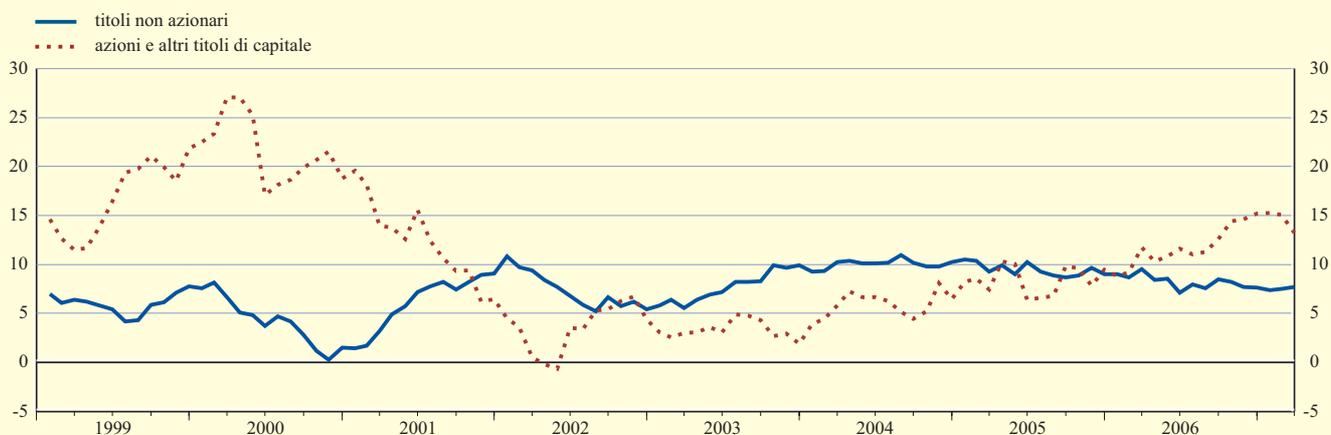
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

(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
Consistenze												
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
4° trim.	4.664,1	1.560,5	72,3	1.260,7	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.489,3	377,3	816,2	295,8
2007 gen.	4.756,2	1.586,5	75,1	1.279,9	16,2	613,7	30,6	1.154,2	1.528,4	386,0	833,5	308,9
feb.	4.791,0	1.596,6	78,6	1.277,2	16,0	625,7	32,5	1.164,4	1.541,8	395,9	823,7	322,3
mar. <sup>(p)</sup>	4.840,4	1.617,3	76,6	1.265,7	15,6	652,7	33,9	1.178,5	1.572,1	401,2	837,0	334,0
Transazioni												
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
4° trim.	46,2	9,7	5,0	-66,8	0,0	30,3	2,2	65,9	61,5	32,6	11,1	17,9
2007 gen.	81,9	25,1	1,9	15,7	-0,7	-1,5	3,3	38,0	35,4	7,2	14,4	13,9
feb.	45,0	10,0	4,7	-3,4	0,0	11,1	2,3	20,2	14,6	10,0	-8,8	13,5
mar. <sup>(p)</sup>	58,2	21,4	-1,4	-10,9	-0,2	27,8	1,7	19,8	28,3	5,0	11,7	11,5
Variazioni percentuali												
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
dic.	7,7	8,5	16,5	-8,8	3,0	19,2	25,7	24,1	15,2	18,7	13,6	15,2
2007 gen.	7,4	8,2	24,9	-9,2	-2,7	17,9	31,4	23,9	15,3	17,2	13,3	18,3
feb.	7,5	7,6	26,1	-9,0	-5,0	17,4	41,6	24,4	15,1	22,2	9,5	22,0
mar. <sup>(p)</sup>	7,7	8,0	18,5	-10,2	-3,6	21,3	39,5	24,6	13,3	21,5	5,9	24,7

## 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
4° trim.	-1,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,8	-0,1	0,0	-0,6	-2,1	-0,4	-0,8	-1,0
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.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
mar. <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,0	-0,1	-0,3

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
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
4° trim.	-4,1	-0,7	-1,6	-1,8	-0,3	-0,1	-0,2
2007 gen.	-1,4	-0,4	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
feb.	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
mar. <sup>(p)</sup>	-0,7	0,1	-0,2	-0,7	-0,1	0,0	-0,1

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	5,4	1,3	0,8	3,3
2005	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
4° trim.	-4,2	0,0	-0,2	-5,3	-0,1	0,2	-0,1	1,3	12,2	2,3	7,8	2,1
2007 gen.	-0,7	-1,4	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,4	2,5	0,4	1,9	0,1
feb.	1,6	0,2	-0,1	0,8	0,0	0,8	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-0,3	-0,1
mar. <sup>(p)</sup>	-2,7	-0,4	0,0	-0,6	0,0	-0,8	0,0	-0,8	1,9	0,3	1,5	0,2

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>	5.247,0	90,7	9,3	5,7	0,4	1,4	1,2	8.010,9	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>	4.485,5	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.	4.790,9	-	-	-	-	-	9.786,9	96,3	3,7	1,7	0,1	1,2	0,6	
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.933,4	-	-	-	-	-	9.970,7	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>	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,3	0,3	1,3	1.922,7	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 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.	5.356,3	317,2	1.984,7	178,4	1.806,3	1.872,5	631,2	181,5	369,2
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.545,3	320,4	2.005,0	170,5	1.834,5	2.019,2	670,5	186,0	344,1

### 2. Passività

	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2005 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.	5.356,3	75,9	4.996,9	283,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.545,3	77,6	5.211,7	256,0

### 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 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.	5.356,3	1.531,5	1.594,1	1.320,7	221,2	688,9	4.082,9	1.273,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.545,3	1.678,5	1.657,1	1.374,3	229,8	605,6	4.246,7	1.298,6

## 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 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.	1.531,5	53,6	76,0	33,2	42,8	1.282,8	66,8	-	52,3
4° trim. (p)	1.678,5	55,9	65,9	22,8	43,2	1.427,6	74,2	-	54,8
<b>Fondi obbligazionari</b>									
2005 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.	1.594,1	105,5	1.288,5	86,8	1.201,7	41,6	48,2	-	110,3
4° trim. (p)	1.657,1	108,3	1.343,6	91,1	1.252,5	45,4	49,9	-	110,0
<b>Fondi misti</b>									
2005 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.	1.320,7	68,4	510,4	45,2	465,2	331,9	272,3	0,3	137,4
4° trim. (p)	1.374,3	70,9	519,0	43,4	475,6	363,5	292,8	0,4	127,8
<b>Fondi immobiliari</b>									
2005 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.	221,2	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,3	180,3	10,4
4° trim. (p)	229,8	17,6	6,0	1,6	4,4	2,2	6,9	185,2	12,0

**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 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.	4.082,9	260,4	1.373,8	1.529,4	470,8	151,2	297,3
4° trim. (p)	4.246,7	265,2	1.401,8	1.647,8	498,2	153,3	280,4
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
2005 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.	1.273,5	56,9	610,9	343,1	160,5	30,2	71,9
4° trim. (p)	1.298,6	55,2	603,3	371,4	172,3	32,7	63,7

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 3° trim.	17.893,3	6.539,2	439,9	5.565,0	2.440,3	1.571,7	1.475,5	77,6	182,4	351,8	389,2
4° trim.	18.328,7	6.740,9	465,5	5.732,3	2.559,1	1.604,4	1.488,5	80,3	173,6	369,6	366,8
2006 1° trim.	18.852,4	6.757,0	459,4	5.733,7	2.517,7	1.629,2	1.505,9	80,9	193,1	370,8	372,3
2° trim.	18.920,2	6.915,8	478,9	5.859,1	2.619,4	1.653,9	1.501,6	84,2	207,4	370,3	384,1
3° trim.	19.236,6	6.959,4	486,8	5.908,4	2.601,6	1.715,7	1.497,1	93,9	202,9	361,3	361,8
4° trim.	19.793,7	7.159,3	513,3	6.115,1	2.721,1	1.795,6	1.500,5	97,9	156,9	373,8	346,9
Transazioni											
2005 3° trim.	97,6	1,0	8,1	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	5,6	11,5
4° trim.	296,5	204,9	25,6	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	17,5	-12,7
2006 1° trim.	146,4	18,9	-6,1	4,2	-40,5	26,6	17,5	0,6	19,6	1,3	6,7
2° trim.	304,7	164,1	19,6	130,1	103,2	27,7	-4,1	3,3	15,2	-0,8	5,4
3° trim.	151,6	55,6	7,9	50,4	-17,7	62,9	-4,5	9,7	-4,5	1,9	-19,1
4° trim.	258,5	204,1	26,5	211,9	118,8	85,2	3,8	4,0	-46,4	12,2	-15,5
Variazioni percentuali											
2005 3° trim.	4,4	5,4	14,5	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	5,7	1,3
4° trim.	5,1	6,0	12,9	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	6,3	2,5
2006 1° trim.	4,9	6,1	12,2	5,6	8,4	4,5	2,9	2,7	2,9	9,4	-1,9
2° trim.	4,8	6,0	10,9	5,8	7,1	7,0	2,2	9,2	-1,6	6,8	3,0
3° trim.	5,0	6,8	10,7	6,4	6,7	9,7	1,6	20,7	11,7	5,7	-5,1
4° trim.	4,7	6,6	10,3	6,9	6,4	12,6	0,9	22,0	-9,3	3,9	-6,1

	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 3° trim.	1.898,3	140,7	1.757,6	4.844,3	2.690,3	2.154,1	407,8	4.611,5	4.166,6	444,9
4° trim.	1.856,3	117,7	1.738,6	5.002,0	2.833,0	2.169,0	396,8	4.729,5	4.282,8	446,7
2006 1° trim.	1.936,1	154,5	1.781,6	5.325,7	3.112,7	2.213,0	377,9	4.833,6	4.382,2	451,4
2° trim.	1.954,7	161,5	1.793,2	5.174,0	3.030,9	2.143,2	377,0	4.875,6	4.423,3	452,4
3° trim.	1.984,4	171,9	1.812,4	5.328,9	3.151,4	2.177,5	384,5	4.963,9	4.509,7	454,2
4° trim.	2.011,5	163,4	1.848,1	5.572,8	3.373,3	2.199,5	350,7	5.050,1	4.593,0	457,1
Transazioni										
2005 3° trim.	-11,8	-2,2	-9,6	32,4	-5,5	37,9	3,3	75,9	69,6	6,3
4° trim.	-7,4	-21,6	14,2	6,4	3,2	3,2	-9,7	92,5	90,7	1,9
2006 1° trim.	68,0	35,2	32,8	-26,7	-37,1	10,4	4,3	86,2	80,1	6,1
2° trim.	34,4	9,1	25,4	46,2	55,0	-8,8	-2,5	59,9	59,2	0,7
3° trim.	29,2	9,1	20,0	1,6	10,9	-9,2	9,6	65,2	66,1	-0,8
4° trim.	26,5	-6,1	32,6	-43,6	-27,9	-15,7	-9,1	71,5	70,1	1,4
Variazioni percentuali										
2005 3° trim.	1,7	-3,5	2,3	1,1	-1,2	3,8	-2,1	7,3	7,3	7,3
4° trim.	1,5	-11,0	2,6	2,8	1,3	4,6	-0,3	7,6	7,8	6,1
2006 1° trim.	3,9	14,3	3,1	1,1	-0,6	3,3	-0,7	7,5	7,8	4,6
2° trim.	4,4	14,1	3,6	1,3	0,6	2,1	-1,1	7,0	7,4	3,4
3° trim.	6,5	22,6	5,3	0,6	1,2	-0,2	0,4	6,6	7,1	1,8
4° trim.	8,5	40,2	6,4	-0,4	0,0	-1,1	0,6	6,0	6,4	1,6

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 3° trim.	19.269,3	9.373,2	8.240,1	931,0	87,8	843,2	3.956,0	1.235,8	2.720,1	4.486,2	295,1	4.191,1	555,5
4° trim.	19.531,1	9.612,7	8.448,2	937,5	80,1	857,4	4.069,8	1.278,5	2.791,4	4.605,4	301,5	4.303,8	588,9
2006 1° trim.	20.160,6	9.836,1	8.642,9	931,8	87,0	844,7	4.205,8	1.301,6	2.904,2	4.698,6	297,3	4.401,3	645,3
2° trim.	20.253,4	10.065,7	8.854,1	918,3	89,0	829,2	4.336,5	1.350,2	2.986,3	4.810,9	307,2	4.503,7	693,3
3° trim.	20.642,9	10.238,2	9.014,9	910,5	90,9	819,7	4.434,5	1.365,8	3.068,8	4.893,1	304,6	4.588,5	746,4
4° trim.	21.145,7	10.448,9	9.211,6	914,4	86,1	828,3	4.548,9	1.406,3	3.142,6	4.985,5	309,3	4.676,3	802,6
Transazioni													
2005 3° trim.	193,9	125,0	133,4	3,9	5,4	-1,5	29,4	-16,3	45,7	91,6	-2,7	94,4	29,6
4° trim.	281,8	275,4	224,7	13,6	-7,4	21,0	140,2	45,1	95,1	121,6	6,6	115,0	48,3
2006 1° trim.	284,6	190,5	176,8	-5,5	6,9	-12,5	106,0	26,6	79,4	90,1	-2,6	92,7	66,4
2° trim.	342,7	247,1	219,0	-7,1	2,3	-9,4	139,7	50,1	89,6	114,4	10,1	104,3	68,2
3° trim.	200,0	177,2	166,4	-5,7	1,8	-7,5	97,0	21,2	75,9	85,9	-2,1	88,0	39,3
4° trim.	243,1	256,8	210,0	4,5	-4,8	9,3	149,7	31,3	118,4	102,7	7,9	94,7	80,1
Variazioni percentuali													
2005 3° trim.	5,0	6,6	7,1	0,2	-2,5	0,5	5,7	4,9	6,0	8,8	4,8	9,1	23,8
4° trim.	5,8	7,7	8,1	1,4	-0,6	1,6	7,6	6,5	8,2	9,2	5,2	9,5	33,2
2006 1° trim.	6,0	8,8	9,2	1,4	12,7	0,4	9,4	8,1	10,1	9,8	4,1	10,2	42,3
2° trim.	5,9	9,1	9,3	0,5	8,8	-0,3	10,6	8,5	11,6	9,5	3,8	9,9	40,2
3° trim.	5,8	9,5	9,5	-0,5	4,2	-1,0	12,2	11,6	12,5	9,2	4,1	9,5	40,0
4° trim.	5,5	9,1	9,1	-1,5	7,8	-2,3	12,1	10,1	13,0	8,5	4,4	8,8	43,1

	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 3° trim.	5.709,6	5.025,0	608,4	4.416,6	684,6	252,7	431,9	3.577,3	298,6	310,6			
4° trim.	5.614,7	4.950,3	580,5	4.369,9	664,4	242,8	421,6	3.674,7	315,2	313,8			
2006 1° trim.	5.606,8	4.936,8	591,5	4.345,3	670,0	255,8	414,2	4.081,3	319,5	316,8			
2° trim.	5.608,2	4.921,8	603,8	4.318,0	686,4	261,8	424,6	3.941,9	318,0	319,6			
3° trim.	5.679,1	4.989,9	590,6	4.399,3	689,2	261,2	428,0	4.084,5	318,4	322,8			
4° trim.	5.596,0	4.907,8	562,8	4.345,0	688,2	262,0	426,2	4.448,0	326,7	326,1			
Transazioni													
2005 3° trim.	-13,9	-2,4	-12,4	10,0	-11,5	-10,8	-0,7	76,8	2,7	3,3			
4° trim.	-32,0	-20,3	-25,1	4,7	-11,7	-10,2	-1,4	19,9	15,3	3,2			
2006 1° trim.	88,7	79,0	10,6	68,4	9,7	12,9	-3,2	-1,9	4,4	3,0			
2° trim.	75,6	54,0	11,4	42,6	21,6	5,9	15,7	18,7	-1,5	2,8			
3° trim.	15,4	9,9	-13,3	23,1	5,6	-0,8	6,4	3,8	0,4	3,2			
4° trim.	-38,0	-41,6	-30,2	-11,4	3,6	7,6	-4,0	12,4	8,6	3,3			
Variazioni percentuali													
2005 3° trim.	3,5	4,1	-1,3	4,9	-0,8	1,1	-1,8	3,1	5,7	4,5			
4° trim.	3,9	4,5	-0,7	5,3	-0,7	1,4	-1,8	3,4	8,2	4,2			
2006 1° trim.	2,9	3,5	-0,9	4,1	-1,0	-0,8	-1,1	3,1	13,0	4,2			
2° trim.	2,1	2,2	-2,5	2,9	1,2	-0,8	2,4	3,5	7,0	4,0			
3° trim.	2,6	2,4	-2,7	3,1	3,7	3,1	4,1	1,1	6,2	3,9			
4° trim.	2,5	2,0	-3,7	2,8	6,1	10,5	3,5	0,9	3,7	3,9			

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 3° trim.	4.689,1	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	360,0	60,6	299,4	2.017,7	214,5	1.803,1
4° trim.	4.750,2	612,6	67,8	521,6	2,6	20,6	356,6	63,9	292,7	2.039,3	212,9	1.826,4
2006 1° trim.	4.880,6	613,0	65,6	525,2	2,5	19,7	369,0	68,1	300,8	2.059,0	220,6	1.838,4
2° trim.	4.884,1	625,7	68,6	532,6	2,4	22,1	370,9	70,6	300,4	2.069,3	218,6	1.850,7
3° trim.	5.050,3	637,3	66,8	543,8	2,4	24,4	370,9	67,0	303,8	2.127,8	217,7	1.910,1
4° trim.	5.130,4	650,0	70,2	552,5	2,4	24,9	361,3	63,3	298,0	2.110,4	212,3	1.898,1
	Transazioni											
2005 3° trim.	78,3	7,1	-1,2	6,4	0,1	1,8	2,3	-0,1	2,4	36,9	2,6	34,2
4° trim.	67,1	8,7	7,4	3,1	0,0	-1,9	-4,0	3,6	-7,6	47,4	8,8	38,6
2006 1° trim.	97,6	0,6	-2,0	3,6	-0,1	-0,8	14,1	4,3	9,9	41,9	6,9	35,0
2° trim.	68,6	12,9	3,0	7,6	0,0	2,4	2,9	2,4	0,5	22,4	-3,8	26,2
3° trim.	85,5	11,4	-1,9	11,2	-0,1	2,2	5,1	0,8	4,3	33,0	-0,3	33,3
4° trim.	41,0	12,9	3,6	8,8	0,0	0,6	-8,4	-3,7	-4,7	22,1	-0,6	22,7
	Variazioni percentuali											
2005 3° trim.	7,8	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	0,2	1,1	0,0	11,2	59,2	9,1
4° trim.	7,0	4,5	12,5	3,7	18,4	-0,8	-2,2	8,3	-4,1	9,1	10,4	9,0
2006 1° trim.	7,0	2,4	-1,7	3,0	7,2	-0,3	2,2	14,4	0,0	8,6	11,1	8,3
2° trim.	6,9	4,9	11,8	4,0	-3,1	7,5	4,4	18,1	1,8	7,5	6,9	7,6
3° trim.	6,8	5,6	10,9	4,9	-6,9	8,6	5,0	18,2	2,4	7,2	5,4	7,4
4° trim.	6,2	6,2	4,0	6,0	-9,3	21,2	3,9	5,8	3,4	5,9	1,0	6,4

	Principali attività finanziarie					Principali passività							
	Azioni <sup>1)</sup>				Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari			Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
	Consistenze												
2005 3° trim.	1.569,4	682,0	887,4	88,5	139,1	4.855,2	92,4	65,2	23,3	251,2	4.488,3	3.832,2	656,1
4° trim.	1.608,3	697,4	910,9	81,9	133,4	4.999,5	82,3	64,6	21,9	285,9	4.609,3	3.943,2	666,1
2006 1° trim.	1.702,4	733,8	968,6	81,6	137,2	5.137,6	99,7	81,9	22,1	300,5	4.715,3	4.041,0	674,3
2° trim.	1.678,9	705,8	973,0	85,5	139,2	5.167,7	102,6	84,7	22,3	274,5	4.768,2	4.088,2	680,0
3° trim.	1.772,7	754,4	1.018,3	85,9	141,7	5.308,0	107,2	89,5	23,1	310,0	4.867,8	4.173,9	693,9
4° trim.	1.865,2	825,0	1.040,2	85,9	143,4	5.386,3	99,4	82,8	26,2	320,8	4.939,9	4.255,3	684,6
	Transazioni												
2005 3° trim.	29,3	11,8	17,6	0,4	2,6	79,8	-0,4	1,4	0,6	1,1	78,5	68,4	10,1
4° trim.	21,3	-2,2	23,4	-7,8	-6,2	100,3	-0,5	-0,6	-1,2	4,0	98,0	88,9	9,1
2006 1° trim.	36,0	-5,2	41,2	-0,2	4,9	105,5	17,3	17,1	0,0	0,1	88,1	78,2	9,9
2° trim.	27,4	6,3	21,1	3,3	3,0	66,6	3,0	2,8	0,3	0,1	63,2	58,3	4,9
3° trim.	32,6	11,3	21,2	-0,7	3,4	84,8	4,5	4,8	0,6	4,1	75,6	62,6	13,0
4° trim.	11,9	0,9	11,0	0,3	2,5	74,8	-6,3	-6,5	3,1	0,3	77,7	65,4	12,3
	Variazioni percentuali												
2005 3° trim.	7,1	4,4	9,2	19,3	5,4	7,0	1,1	22,8	6,3	0,9	7,4	7,6	6,4
4° trim.	7,9	3,8	11,0	-1,7	1,9	7,8	14,4	30,8	0,4	2,7	8,0	8,3	6,5
2006 1° trim.	8,4	1,7	13,4	-1,5	2,8	7,9	21,2	40,4	-2,0	2,6	8,0	8,4	5,5
2° trim.	7,7	1,7	12,2	-4,9	3,2	7,5	20,8	32,5	-1,2	2,4	7,5	7,9	5,3
3° trim.	7,5	1,5	12,1	-6,1	3,7	7,4	26,3	37,1	-1,1	3,3	7,2	7,5	5,6
4° trim.	6,7	1,9	10,4	3,2	10,4	6,6	22,4	28,1	18,5	1,6	6,6	6,7	6,0

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.



## MERCATI FINANZIARI

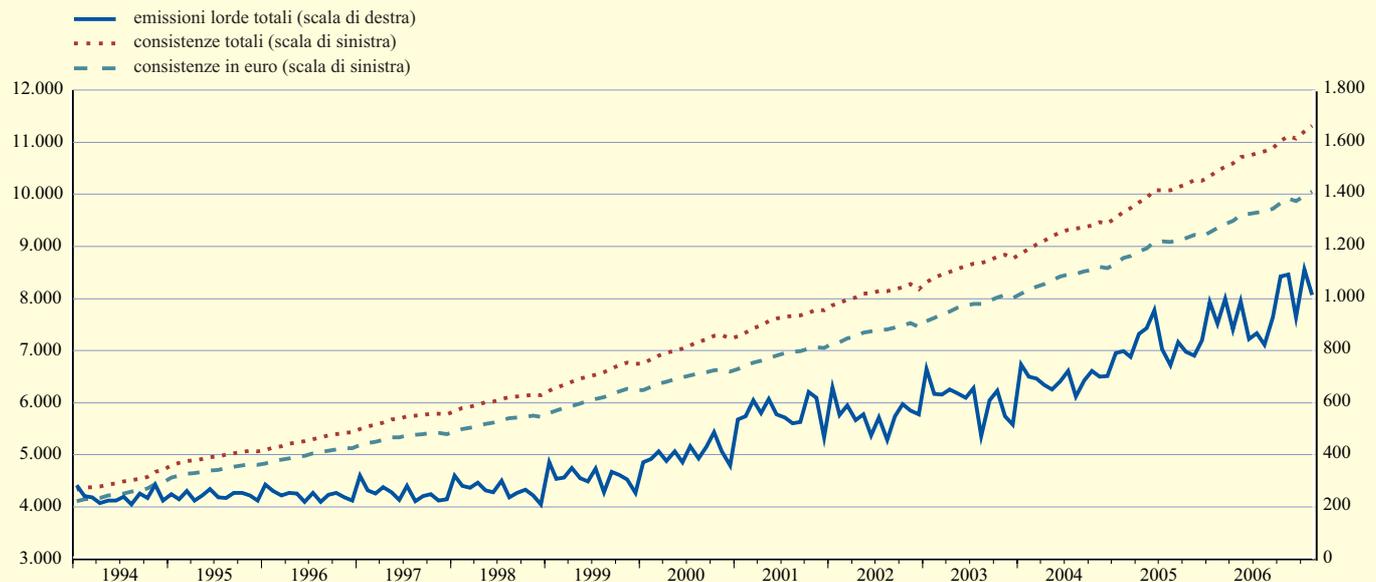
### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2006 feb.	10.990,3	917,7	105,2	9.353,5	846,0	76,3	10.448,3	902,8	89,0	7,2	61,3	7,5
mar.	11.142,4	1.050,4	151,8	9.434,6	937,1	80,9	10.532,9	998,6	97,4	7,6	70,4	8,0
apr.	11.165,0	873,7	19,4	9.486,2	820,7	48,5	10.590,7	881,5	67,5	7,2	55,6	7,9
mag.	11.291,8	1.007,7	127,0	9.598,3	936,8	112,2	10.711,6	989,0	126,0	7,7	88,9	8,2
giu.	11.354,0	895,4	64,1	9.619,5	792,8	23,0	10.744,1	845,8	31,7	6,6	24,1	7,1
lug.	11.367,0	877,4	12,5	9.654,8	819,9	34,8	10.793,4	867,6	44,6	7,0	53,6	6,9
ago.	11.399,2	837,8	31,8	9.676,3	779,9	21,0	10.823,1	822,5	24,4	7,3	74,5	7,1
set.	11.520,0	1.004,1	120,3	9.726,9	882,0	50,2	10.891,7	927,6	56,9	7,3	57,0	6,8
ott.	11.616,0	1.106,1	93,8	9.830,3	1.022,9	101,5	11.026,8	1.085,6	122,0	8,0	122,8	8,1
nov.	11.753,4	1.133,4	136,5	9.921,7	1.036,7	90,9	11.118,2	1.092,3	107,1	8,2	99,8	8,3
dic.	11.734,9	978,7	-19,1	9.868,8	884,7	-53,9	11.075,1	929,1	-58,2	7,9	41,1	8,6
2007 gen.	.	.	.	9.966,1	1.051,8	97,4	11.202,1	1.111,1	115,7	8,0	76,3	9,0
feb.	.	.	.	10.056,5	951,2	90,5	11.311,9	1.014,3	116,9	8,2	88,3	9,2
<b>A lungo termine</b>												
2006 feb.	10.034,7	215,0	88,0	8.485,6	170,7	59,6	9.439,1	196,3	71,8	7,6	49,5	7,8
mar.	10.131,2	243,8	96,8	8.556,5	194,3	71,3	9.507,8	220,1	79,6	7,8	60,2	8,1
apr.	10.167,3	174,9	34,6	8.585,9	141,7	28,1	9.545,7	170,7	47,9	7,5	49,3	8,1
mag.	10.268,0	205,9	101,0	8.671,8	167,4	86,1	9.638,9	187,0	95,7	7,7	63,7	7,7
giu.	10.327,0	199,6	59,7	8.735,2	167,7	64,0	9.722,8	192,6	80,2	6,7	52,1	7,2
lug.	10.360,7	186,6	33,9	8.761,0	158,5	25,9	9.763,7	177,1	37,0	7,2	49,0	7,0
ago.	10.377,0	90,4	16,5	8.772,2	71,5	11,4	9.781,7	87,9	20,8	7,5	65,8	7,3
set.	10.470,8	218,4	94,2	8.827,2	156,7	55,4	9.851,1	175,4	62,9	7,6	53,4	7,1
ott.	10.572,6	224,7	99,4	8.897,5	173,8	68,3	9.943,5	206,1	85,9	8,1	101,8	8,2
nov.	10.706,6	224,9	133,1	8.992,2	167,2	94,0	10.037,0	193,0	108,3	8,4	101,3	9,0
dic.	10.733,5	173,1	24,3	9.012,8	132,4	17,7	10.065,4	152,1	14,7	8,2	57,6	9,1
2007 gen.	.	.	.	9.063,4	176,3	50,5	10.136,8	199,9	61,3	8,2	64,6	9,4
feb.	.	.	.	9.139,5	183,3	76,3	10.226,4	213,9	97,3	8,4	74,1	9,5

### 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	10.259	4.112	925	613	4.325	283	9.869	6.983	325	1.033	1.434	95
2006	11.075	4.556	1.163	645	4.406	305	11.329	8.374	413	1.118	1.339	85
2006 1° trim.	10.533	4.262	969	621	4.391	289	2.888	2.106	85	256	418	22
2° trim.	10.744	4.340	1.032	639	4.436	298	2.716	1.976	107	260	351	22
3° trim.	10.892	4.438	1.068	637	4.450	298	2.618	1.928	78	265	329	18
4° trim.	11.075	4.556	1.163	645	4.406	305	3.107	2.364	143	336	241	23
2006 nov.	11.118	4.555	1.136	648	4.474	304	1.092	834	43	114	91	9
dic.	11.075	4.556	1.163	645	4.406	305	929	728	44	106	46	5
2007 gen.	11.202	4.634	1.171	645	4.445	306	1.111	851	24	76	153	7
feb.	11.312	4.700	1.203	648	4.455	306	1.014	769	45	75	118	8
	<b>A breve termine</b>											
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	59	1.023	686	31
2006 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	2.556	2.086	14	305	144	7
2006 nov.	1.081	596	12	103	367	4	899	732	4	104	57	2
dic.	1.010	570	12	94	329	4	777	646	4	95	30	2
2007 gen.	1.065	607	12	96	346	4	911	753	6	73	77	3
feb.	1.085	612	12	100	357	5	800	655	5	71	68	3
	<b>A lungo termine<sup>1)</sup></b>											
2005	9.313	3.630	918	523	3.964	278	2.072	937	279	90	705	61
2006	10.065	3.986	1.151	551	4.077	301	2.154	999	354	94	653	54
2006 1° trim.	9.508	3.723	962	523	4.015	285	612	290	71	14	223	15
2° trim.	9.723	3.809	1.021	538	4.061	294	550	237	91	33	175	14
3° trim.	9.851	3.877	1.057	540	4.083	294	440	195	62	16	158	9
4° trim.	10.065	3.986	1.151	551	4.077	301	551	278	130	31	97	16
2006 nov.	10.037	3.959	1.125	546	4.107	300	193	102	39	10	35	7
dic.	10.065	3.986	1.151	551	4.077	301	152	82	40	12	15	3
2007 gen.	10.137	4.027	1.159	549	4.099	302	200	98	18	4	76	4
feb.	10.226	4.088	1.191	548	4.098	301	214	114	40	4	51	5
	<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>											
2005	6.720	2.017	459	413	3.615	217	1.227	412	91	54	621	48
2006	7.043	2.132	535	420	3.718	237	1.287	474	137	60	576	40
2006 1° trim.	6.822	2.061	475	407	3.653	225	401	156	31	8	195	12
2° trim.	6.917	2.081	499	415	3.691	232	332	109	41	21	151	10
3° trim.	6.970	2.108	508	414	3.707	233	275	94	22	11	140	8
4° trim.	7.043	2.132	535	420	3.718	237	280	116	44	20	90	10
2006 nov.	7.053	2.135	529	418	3.733	237	100	43	11	9	33	4
dic.	7.043	2.132	535	420	3.718	237	65	32	10	6	15	2
2007 gen.	7.092	2.158	539	420	3.737	238	139	59	7	2	67	4
feb.	7.128	2.187	554	418	3.729	239	133	60	21	4	43	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	2.604	1.501	609	118	313	63	713	403	214	31	51	15
2006 1° trim.	2.332	1.385	482	97	308	60	172	108	39	4	18	3
2° trim.	2.431	1.425	516	108	320	62	177	95	50	12	15	4
3° trim.	2.489	1.444	543	110	332	60	134	76	40	4	13	2
4° trim.	2.604	1.501	609	118	313	63	230	123	85	11	5	6
2006 nov.	2.571	1.479	589	112	328	63	77	43	28	1	2	3
dic.	2.604	1.501	609	118	313	63	75	38	30	6	0	1
2007 gen.	2.616	1.514	612	116	311	63	46	32	9	1	3	0
feb.	2.660	1.539	629	117	315	62	68	43	19	1	4	1

Fonte: BCE.

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

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

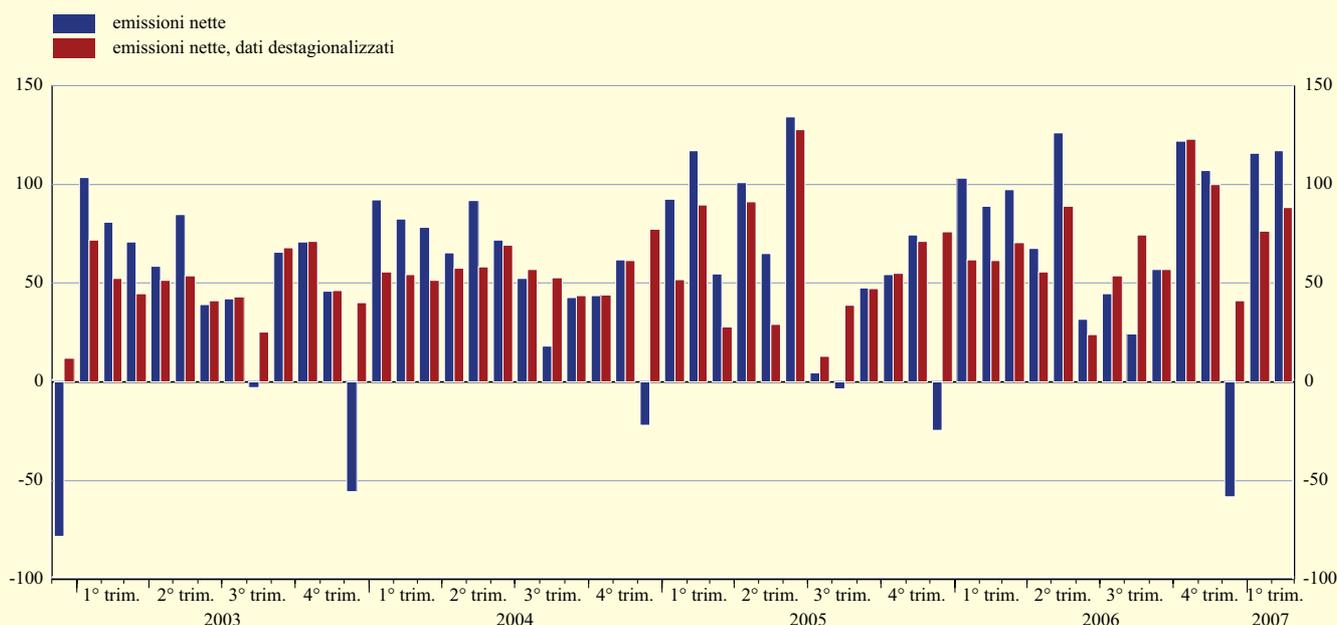
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

### 2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie 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	716,9	316,5	175,6	22,2	170,3	32,4	718,7	319,9	171,5	22,4	172,5	32,5
2006	811,6	418,2	244,4	36,3	90,4	22,3	810,7	422,5	239,8	36,7	89,4	22,3
2006 1° trim.	289,5	158,7	46,0	9,4	68,5	6,9	193,3	106,9	66,1	6,0	8,2	6,1
2° trim.	225,2	83,6	64,5	19,4	48,6	9,1	168,6	88,0	52,0	12,8	7,3	8,6
3° trim.	125,9	78,1	36,3	-2,4	14,4	-0,5	185,1	94,6	52,9	1,7	33,7	2,3
4° trim.	171,0	97,7	97,7	10,0	-41,2	6,7	263,6	133,0	68,8	16,2	40,2	5,4
2006 nov.	107,1	39,7	30,1	4,5	27,2	5,6	99,8	42,2	24,1	5,7	24,2	3,7
dic.	-58,2	-14,1	27,0	-3,0	-68,3	0,3	41,1	32,6	0,2	5,6	0,9	1,9
2007 gen.	115,7	70,1	6,5	-0,3	38,3	1,2	76,3	52,6	25,2	-3,2	1,2	0,5
feb.	116,9	68,7	33,6	3,7	11,1	-0,2	88,3	49,2	35,2	3,3	1,8	-1,3
	A lungo termine											
2005	709,2	293,1	176,1	22,5	185,0	32,6	710,8	294,9	172,0	22,4	188,9	32,7
2006	762,0	345,3	239,1	32,9	121,5	23,3	761,2	347,5	234,4	32,8	123,3	23,3
2006 1° trim.	208,5	100,5	45,8	1,8	53,4	7,0	167,1	70,0	65,9	7,0	18,3	6,0
2° trim.	223,8	87,3	61,4	16,3	49,7	9,1	165,1	85,1	48,8	9,7	12,9	8,6
3° trim.	120,7	61,8	34,9	2,6	21,5	-0,1	168,2	66,6	51,5	4,8	42,7	2,6
4° trim.	208,9	95,6	97,0	12,2	-3,1	7,2	260,7	125,8	68,2	11,3	49,4	6,1
2006 nov.	108,3	45,8	29,8	2,5	24,2	6,0	101,3	52,2	24,2	2,4	18,5	4,1
dic.	14,7	12,7	26,2	5,5	-30,1	0,4	57,6	38,3	-0,5	6,3	11,5	2,0
2007 gen.	61,3	34,9	7,0	-2,3	21,0	0,7	64,6	38,2	25,6	1,0	-0,2	0,0
feb.	97,3	64,4	33,6	-0,4	0,1	-0,4	74,1	46,3	35,5	1,1	-7,6	-1,3

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

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

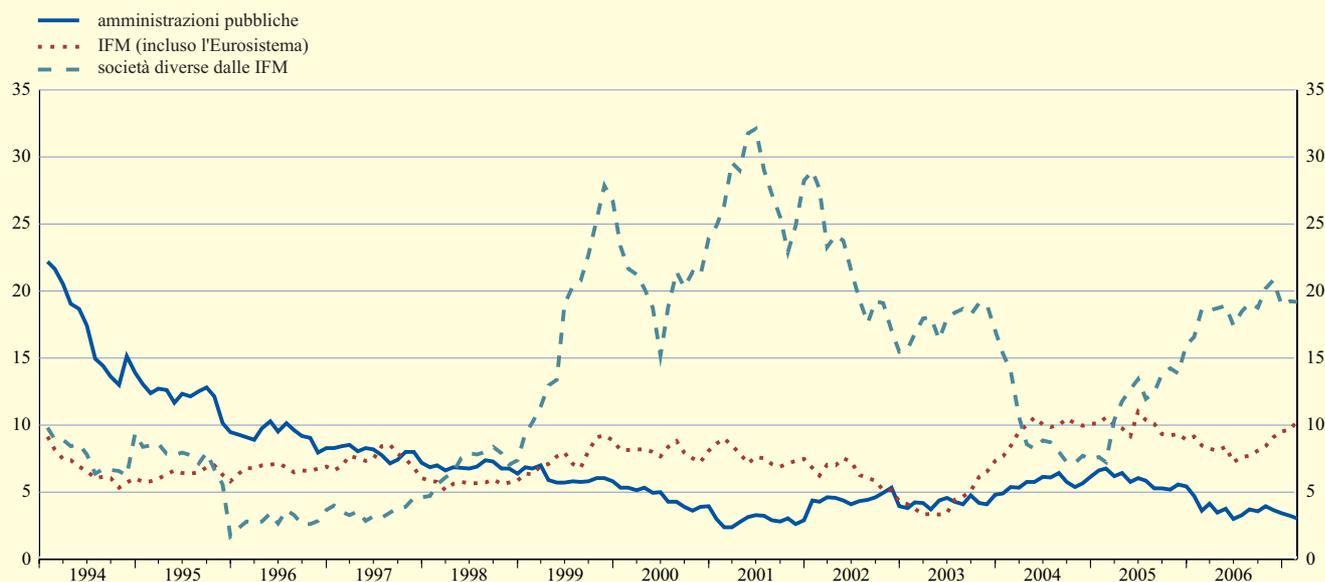


Fonte: BCE.

**4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <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 feb.	7,2	8,9	26,9	3,0	2,5	11,9	7,5	8,1	30,9	4,2	2,8	14,3
mar.	7,6	9,3	27,2	2,9	3,0	11,7	8,0	9,3	31,7	3,9	2,6	13,1
apr.	7,2	8,9	27,2	2,6	2,5	10,2	7,9	9,3	31,5	3,3	2,7	11,5
mag.	7,7	9,9	26,6	3,7	2,6	12,2	8,2	10,5	31,5	6,1	1,8	10,5
giu.	6,6	8,1	24,4	4,6	1,8	12,4	7,1	9,6	27,7	6,2	0,7	10,6
lug.	7,0	8,3	26,3	4,7	2,2	11,8	6,9	8,9	26,6	5,2	1,2	10,7
ago.	7,3	8,4	27,9	3,4	2,5	12,2	7,1	8,8	25,2	2,6	2,3	10,2
set.	7,3	9,0	27,1	4,3	2,2	10,3	6,8	8,8	22,8	4,7	1,9	7,7
ott.	8,0	9,6	29,7	4,0	2,6	9,5	8,1	10,1	28,1	4,7	2,5	7,6
nov.	8,2	10,0	30,2	5,2	2,5	8,8	8,3	9,5	28,8	4,2	3,3	7,0
dic.	7,9	10,2	26,5	5,9	2,1	7,9	8,6	10,7	25,2	5,7	3,4	5,3
2007 gen.	8,0	10,5	27,0	5,2	1,9	7,4	9,0	12,3	27,3	5,2	2,6	4,1
feb.	8,2	10,7	27,0	5,3	2,1	5,8	9,2	12,7	28,8	8,0	1,9	1,4
	A lungo termine											
2006 feb.	7,6	8,4	27,2	5,9	3,0	12,6	7,8	7,6	31,0	7,2	3,0	15,1
mar.	7,8	8,2	27,6	5,0	3,6	12,2	8,1	7,9	32,0	5,9	3,3	13,7
apr.	7,5	8,1	27,5	5,4	3,0	10,6	8,1	7,8	31,4	5,8	3,7	12,0
mag.	7,7	8,3	26,7	6,8	3,2	12,6	7,7	7,7	31,2	8,1	2,7	11,1
giu.	6,7	7,2	24,3	6,4	2,3	12,8	7,2	8,7	27,1	6,5	1,6	10,8
lug.	7,2	7,6	26,2	6,0	2,7	12,0	7,0	7,9	26,0	5,1	2,1	10,8
ago.	7,5	7,7	27,6	5,5	3,1	12,5	7,3	7,8	24,5	3,9	3,3	10,0
set.	7,6	8,1	26,8	5,7	3,1	10,9	7,1	8,3	21,9	5,6	2,8	8,1
ott.	8,1	8,4	29,4	5,2	3,6	10,0	8,2	9,0	27,5	4,6	3,5	8,2
nov.	8,4	9,1	29,9	5,7	3,3	9,4	9,0	10,5	28,4	3,2	3,9	7,7
dic.	8,4	9,5	26,1	6,3	3,1	8,4	9,1	10,4	25,0	6,1	4,6	6,0
2007 gen.	8,2	9,6	26,7	6,2	2,9	7,6	9,4	11,4	27,2	7,3	3,8	4,5
feb.	8,4	10,3	26,8	5,5	2,9	5,9	9,5	12,8	29,0	7,1	2,4	1,8

**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.

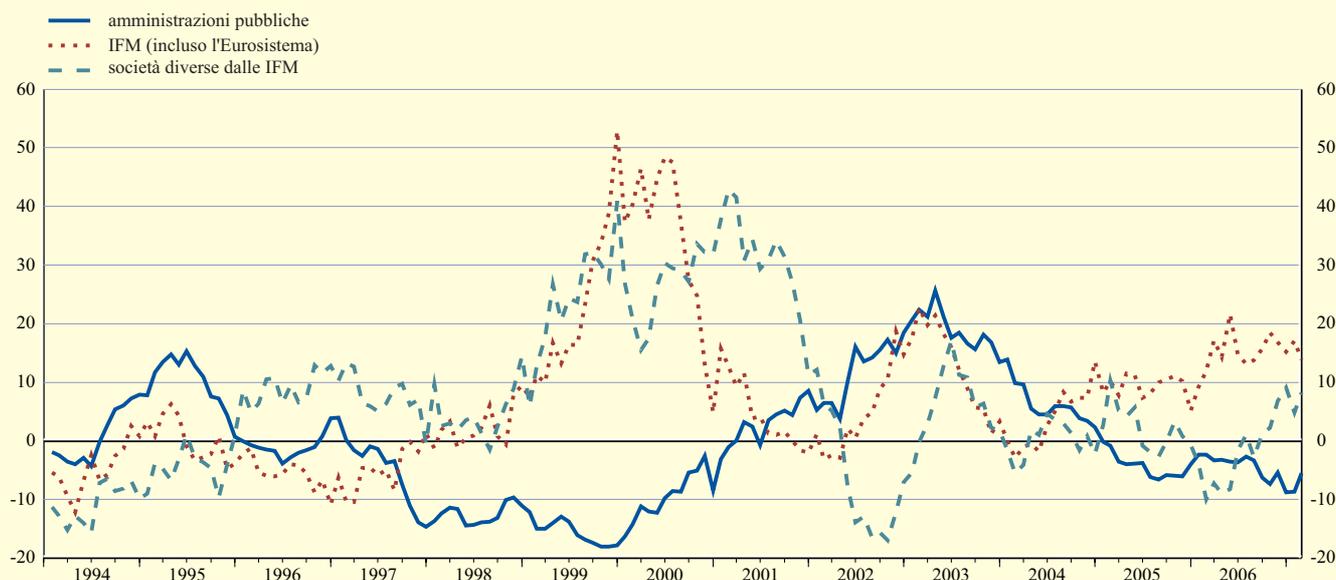
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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	4,5	4,7	13,8	1,1	3,1	13,4	16,6	11,7	42,4	27,4	5,2	4,3
2006 1° trim.	4,3	4,2	8,9	0,7	3,6	15,6	18,9	14,3	48,4	24,5	7,8	1,3
2° trim.	4,2	4,4	11,7	1,1	3,0	13,6	16,8	11,9	45,5	28,3	3,6	5,4
3° trim.	4,4	4,6	14,9	1,0	2,8	13,8	15,1	10,0	39,6	30,1	4,1	6,3
4° trim.	5,1	5,4	19,5	1,8	3,1	11,1	15,8	11,0	37,8	26,8	5,5	4,5
2006 set.	4,7	5,1	16,9	1,5	2,9	12,9	14,9	10,1	37,4	27,8	5,1	3,7
ott.	5,1	5,1	20,0	0,7	3,3	12,0	15,9	10,7	39,3	29,6	6,2	2,8
nov.	5,2	5,5	20,9	2,4	3,0	10,3	16,3	11,3	38,8	24,4	6,5	6,2
dic.	5,2	6,0	18,2	3,0	3,1	9,3	15,3	11,7	33,7	25,2	2,7	5,0
2007 gen.	5,2	5,7	19,0	4,0	3,1	8,4	15,1	12,2	34,0	21,1	0,2	4,5
feb.	5,5	6,7	20,8	3,5	3,0	6,7	14,9	12,2	32,3	20,1	1,0	3,1
	Euro											
2005	4,3	0,9	9,2	-0,1	5,4	15,3	18,9	17,3	35,0	22,6	10,3	5,3
2006	3,8	3,1	11,3	0,3	3,2	13,6	15,5	10,1	38,8	30,4	5,4	3,5
2006 1° trim.	3,8	2,4	9,1	0,6	3,5	16,1	18,1	12,9	45,6	26,4	8,2	1,2
2° trim.	3,6	2,8	10,0	0,8	3,1	13,9	15,5	10,2	41,4	31,6	3,6	4,3
3° trim.	3,6	3,1	11,2	-0,2	2,9	13,7	13,6	8,1	35,1	33,9	4,1	4,9
4° trim.	4,3	4,1	14,8	0,1	3,3	11,2	14,9	9,6	35,0	29,6	5,6	3,5
2006 set.	3,9	3,7	12,8	0,4	2,9	12,9	13,8	8,5	34,2	31,2	5,1	2,6
ott.	4,2	3,5	14,7	-1,2	3,6	12,1	15,1	9,2	36,8	32,9	6,3	2,0
nov.	4,4	4,4	15,9	0,6	3,2	10,4	15,5	10,1	36,2	26,9	6,6	5,2
dic.	4,6	4,9	14,6	1,1	3,4	9,5	14,1	10,3	30,2	27,1	2,8	4,0
2007 gen.	4,7	5,0	15,0	2,0	3,5	8,4	13,7	10,6	30,6	22,3	0,2	3,8
feb.	4,8	5,9	15,9	1,4	3,3	6,7	13,8	11,1	29,0	21,1	1,1	2,9

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

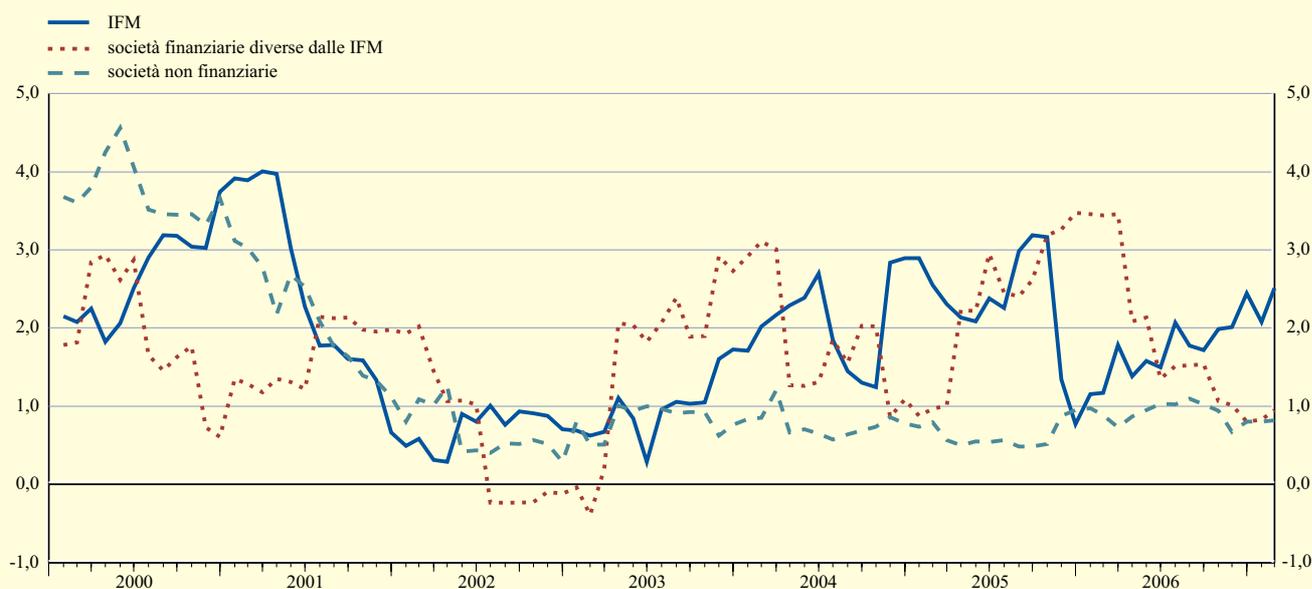
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie 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 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	103,2	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.585,2	0,5
ott.	4.666,6	103,4	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
nov.	4.889,2	103,7	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
dic.	5.063,5	103,8	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 gen.	5.296,6	103,8	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.875,0	1,0
feb.	5.436,6	103,8	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.935,1	0,9
mar.	5.637,3	103,9	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.094,9	0,7
apr.	5.662,8	104,0	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.140,1	0,9
mag.	5.373,0	104,1	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.941,8	0,9
giu.	5.384,8	104,3	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.949,1	1,0
lug.	5.381,0	104,4	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.918,2	1,0
ago.	5.545,2	104,4	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.990,8	1,1
set.	5.689,4	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.095,6	1,0
ott.	5.869,1	104,6	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.239,0	0,9
nov.	5.922,6	104,7	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,4	0,7
dic.	6.139,4	104,9	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.459,9	0,8
2007 gen.	6.310,4	104,9	1,0	1.111,3	2,1	641,7	0,8	4.557,4	0,8
feb.	6.228,0	105,0	1,1	1.081,2	2,5	633,4	0,9	4.513,4	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>

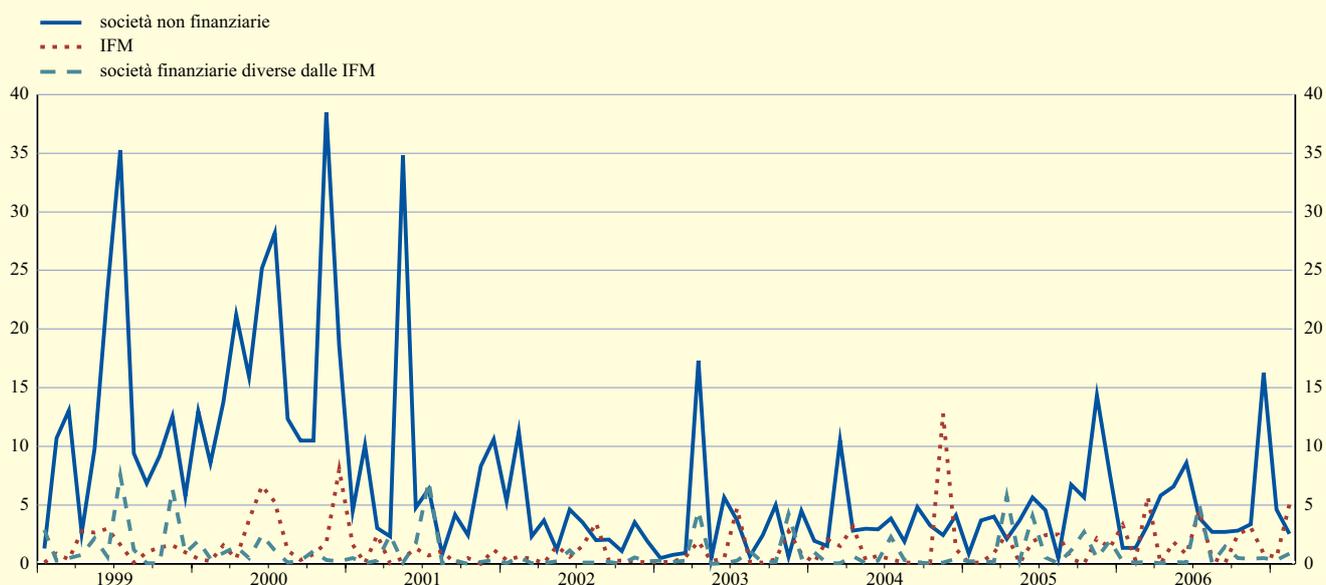
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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 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.	5,4	3,9	1,5	0,5	0,1	0,4	0,3	0,0	0,3	4,6	3,8	0,8
feb.	8,4	2,1	6,3	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,1	0,5

#### 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 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	1,51	3,47	4,99	3,88	3,41
2007 gen.	0,98	3,33	3,48	2,92	2,35	2,98	1,61	3,49	3,91	4,07	3,46
feb.	1,01	3,37	3,63	2,71	2,36	3,07	1,62	3,48	3,80	4,14	3,47

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 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	7,72	4,55	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,23	4,82
2007 gen.	10,15	7,63	6,71	8,39	8,26	4,67	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
feb.	10,34	7,67	6,87	8,25	8,29	4,69	4,66	4,68	4,57	4,90	5,26	5,37	5,08

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6
2006 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.	5,80	5,08	5,23	4,71	4,50	4,77	4,63
2007 gen.	5,94	5,16	5,31	4,69	4,44	4,67	4,70
feb.	6,00	5,21	5,43	4,77	4,50	4,66	4,67

Fonte: BCE.

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

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

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

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

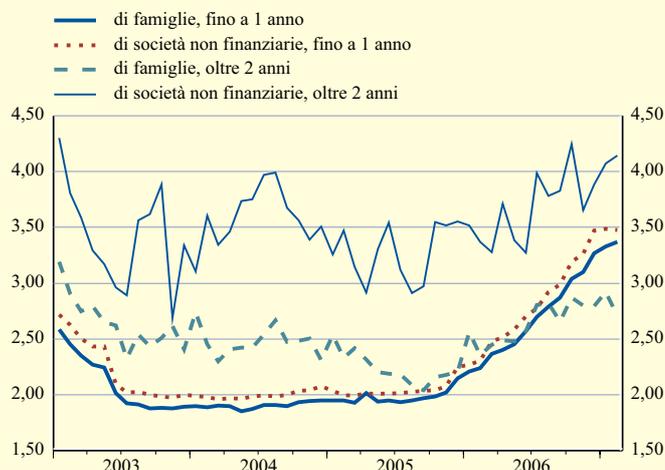
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni	
2006 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	1,51	3,42	3,88	3,29
2007 gen.	0,98	2,99	3,06	2,35	2,98	1,61	3,45	3,91	3,36
feb.	1,01	3,07	3,11	2,36	3,07	1,62	3,51	3,93	3,41

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

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
2006 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	8,43	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007 gen.	5,04	4,39	4,72	8,55	6,84	5,95	5,30	4,76	4,77
feb.	5,11	4,47	4,79	8,67	6,95	5,96	5,37	4,85	4,84

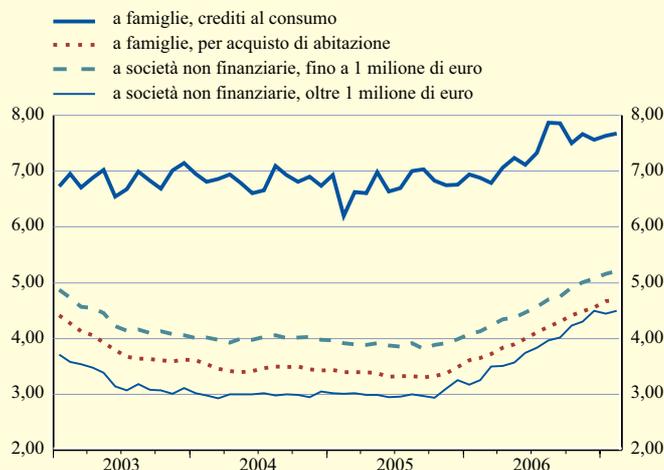
#### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

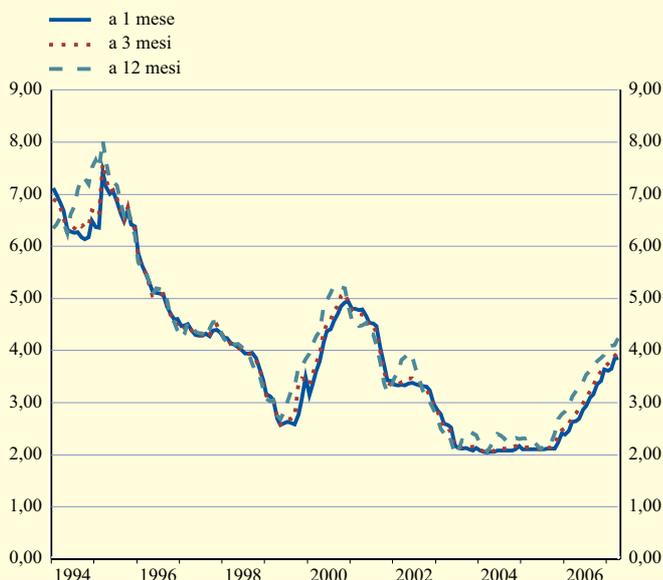
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(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 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
apr.	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66

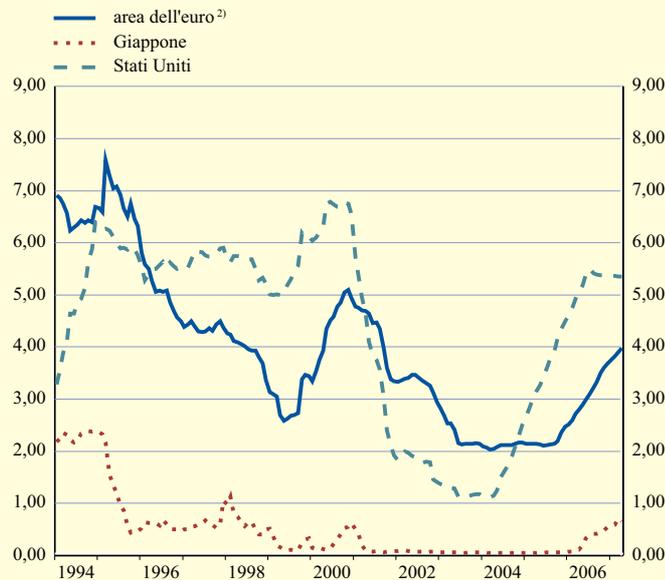
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(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.

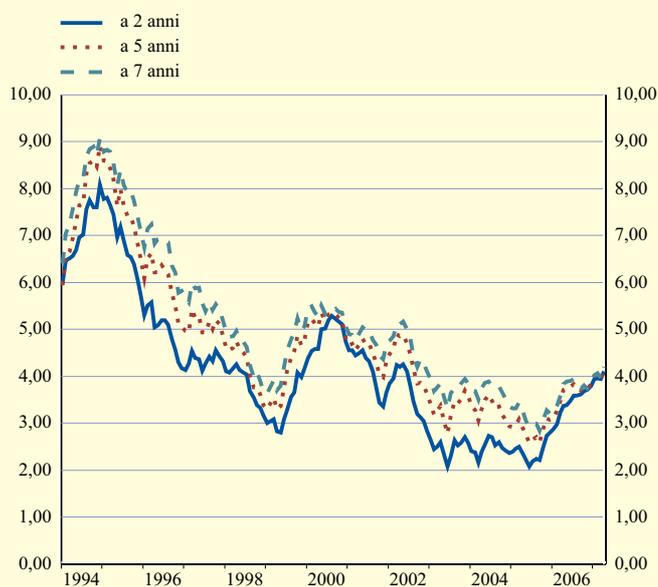
## 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

(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 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
apr.	4,11	4,12	4,15	4,20	4,25	4,69	1,67

## 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.

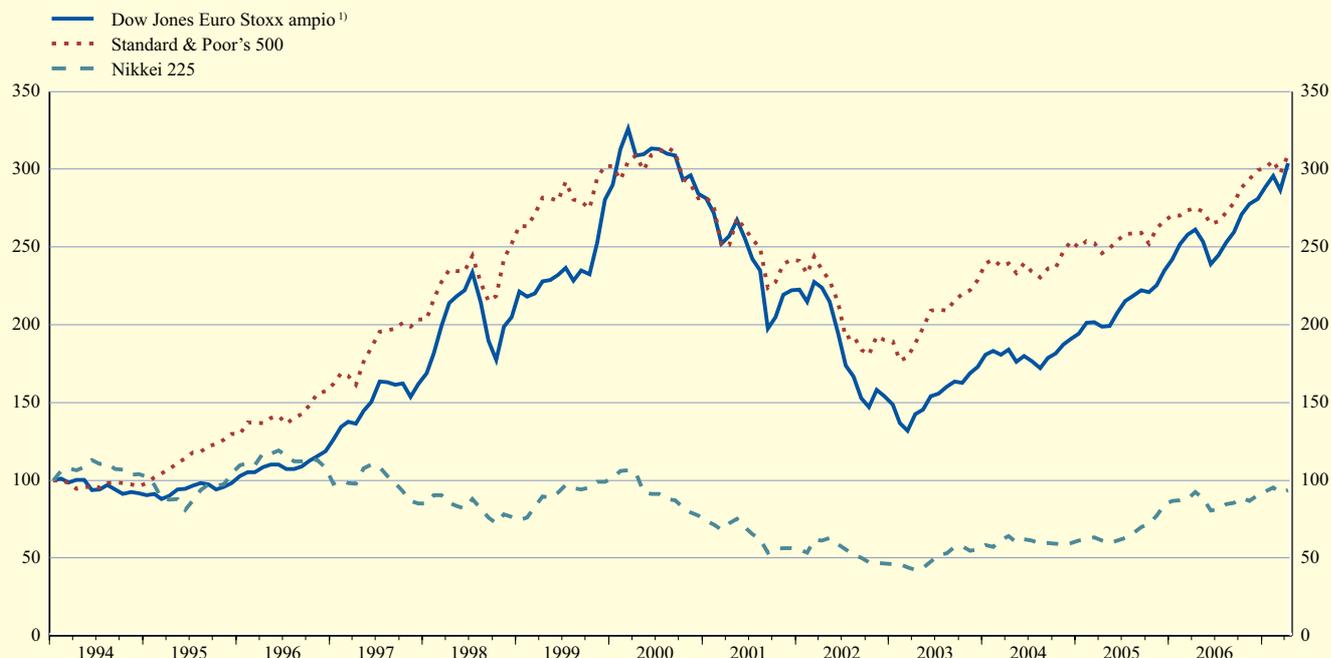
#### 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie per 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	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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
apr.	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



## PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

### 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)							Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>	
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici											
in perc. del totale <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,1	13,9	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	2,0	2,4	
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,1	
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7	
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,0	3,1	
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	2,2	2,9	
2° trim.	102,4	2,5	1,5	2,8	2,0	0,8	0,4	0,6	0,3	3,9	0,5	2,4	3,2	
3° trim.	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,4	1,9	0,2	0,6	0,6	2,0	3,3	
4° trim.	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,8	0,8	0,3	-4,2	0,6	1,6	3,0	
2007 1° trim.	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,4	-0,2	0,4	1,0	0,7	1,7	2,9	
2006 nov.	102,6	1,9	1,6	1,7	2,1	0,1	0,1	0,5	0,1	-0,5	0,2	1,7	3,0	
dic.	103,0	1,9	1,6	1,8	2,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,2	1,7	2,9	
2007 gen.	102,5	1,8	1,8	1,5	2,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	1,6	3,0	
feb.	102,8	1,8	1,9	1,5	2,4	0,2	0,1	-0,5	0,3	0,3	0,3	1,7	3,1	
mar.	103,5	1,9	1,9	1,7	2,4	0,2	0,1	-0,2	0,2	1,5	0,1	1,8	2,7	
apr. <sup>4)</sup>		1,8												

	Beni						Servizi					
	Alimentari (include le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
in perc. del totale <sup>3)</sup>	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	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
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
2007 1° trim.	2,5	2,1	3,1	1,1	1,1	1,1	2,6	2,0	2,9	-2,1	2,8	2,5
2006 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	-1,8	2,8	2,6
mar.	2,3	1,9	2,9	1,4	1,2	1,8	2,6	2,0	2,9	-2,8	2,9	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) Stime della BCE basate su dati Eurostat; queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo <http://www.ecb.int/stats/prices/hicp/html/index.en.html> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.

3) Con riferimento al 2007.

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

**5.1 IAPC, altri prezzi e costi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

in perc. del totale <sup>5)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Prezzi internazionali delle materie prime <sup>3)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>4)</sup> (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici						
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
Totale	Durevoli	Non durevoli													
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	7,0	-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	7,9	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,2		6,4	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	2,6	-	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	3,4	6,9 <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		6,0 <sup>6)</sup>	3,9	23,0	47,3
2007 1° trim.	117,2	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	2,0	1,5	1,2		-	-5,5	15,7	44,8
2006 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	1,4	1,7	1,4	6,2		-	3,2	17,7	47,4
2007 gen.	116,9	3,1	2,4	3,5	6,1	1,9	1,5	1,9	1,4	1,7		-	-9,6	15,6	42,2
feb.	117,3	2,9	2,5	3,5	6,0	2,1	1,6	2,0	1,6	1,2		-	-4,6	13,9	44,9
mar.	117,6	2,7	2,5	3,4	5,8	2,0	1,5	2,0	1,4	0,8		-	-2,3	17,6	47,3
apr.												-	-5,5	15,3	50,2

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

in perc. del totale <sup>5)</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	
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					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>								
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>	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	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	
2004	2,2	102,4	2,1	2,1	2,0	2,3	3,4	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1	
2005	1,1	103,8	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,5	-0,9	0,7	1,3	-0,2	
2006	3,8	107,9	4,0	4,3	4,4	5,0	5,8	2,4	4,2	2,1	0,7	4,4	
2006 1° trim.	3,9	106,2	3,5	3,7	3,6	3,0	5,3	2,2	2,4	2,2	3,9	2,1	
2° trim.	3,2	107,6	4,3	4,4	4,7	5,8	5,6	2,6	3,7	2,4	0,9	3,8	
3° trim.	4,2	108,6	4,1	4,5	4,4	5,8	5,6	1,7	5,1	1,1	1,5	4,5	
4° trim.	4,1	109,3	3,9	4,8	4,8	5,3	6,6	3,0	5,5	2,6	-3,3	6,8	
2006 set.	3,6	108,5	3,5	3,8	3,7	4,7	5,3	1,5	4,5	1,0	-0,4	4,0	
ott.	4,2	108,6	4,1	4,7	4,8	5,4	5,9	3,0	4,9	2,6	-1,7	5,4	
nov.	3,8	108,9	3,0	4,0	3,8	3,5	6,4	2,5	5,2	2,0	-4,0	6,5	
dic.	4,4	110,3	4,8	5,9	5,9	7,4	7,6	3,6	6,4	3,2	-4,1	8,9	
2007 gen.	3,5	109,6	3,3	5,4	5,6	5,5	7,0	3,5	3,7	3,5	-7,4	8,4	
feb.	4,8	110,2	4,1	5,7	5,8	6,7	7,4	2,8	4,7	2,5	-5,7	10,6	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2006 set.	-0,7	-	-0,9	-1,1	-1,0	-2,2	-0,6	-0,6	-3,2	-0,2	-1,4	0,8	
ott.	0,0	-	0,1	0,3	0,3	0,6	-0,1	0,5	0,2	0,5	-2,1	0,9	
nov.	0,6	-	0,3	0,5	0,4	0,1	1,4	0,1	1,3	-0,1	0,4	0,8	
dic.	1,0	-	1,2	1,3	1,5	2,2	0,8	1,0	0,8	1,1	1,9	0,8	
2007 gen.	-0,4	-	-0,5	-0,1	0,0	-0,6	0,4	-0,3	-1,5	-0,1	-3,3	0,2	
feb.	0,7	-	0,5	0,5	0,4	0,4	0,8	0,2	0,6	0,1	0,9	1,1	

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
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	110,9	4,6	110,7	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	121,3	9,4	118,9	7,4	3,3	108,8	2,0	0,7	2,6	3,0	4,7	963	2,3
2006 2° trim.	119,7	8,2	118,3	6,4	3,7	108,5	2,2	1,2	2,5	2,9	4,0	967	2,6
3° trim.	123,1	10,5	119,8	6,5	3,8	109,2	2,3	1,3	2,7	3,6	5,0	937	-1,8
4° trim.	124,8	6,8	121,9	7,6	3,3	109,7	2,3	-0,2	3,5	3,3	6,8	983	5,1
2007 1° trim.	.	.	.	.	2,7	109,7	1,6	0,4	2,3	.	.	948	-1,7
2006 ott.	123,7	13,2	119,8	10,9	2,5	109,1	1,5	-0,8	2,6	1,7	5,4	949	-0,5
nov.	124,5	6,3	122,3	8,0	3,3	109,7	2,1	-0,1	3,4	3,5	7,1	973	4,4
dic.	126,3	1,7	123,5	4,0	4,1	110,2	3,0	0,3	4,4	4,5	7,8	1.027	13,2
2007 gen.	126,3	12,2	123,4	10,1	2,0	109,2	0,9	-0,4	1,7	2,4	4,0	939	-2,9
feb.	125,6	4,9	124,0	7,5	2,1	109,6	1,2	-0,5	2,6	4,7	4,4	935	-3,7
mar.	.	.	.	.	3,9	110,2	2,6	2,1	2,6	.	.	971	0,8
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2006 ott.	-	0,2	-	-0,1	0,2	-	0,2	-0,2	0,4	0,9	0,2	-	-1,6
nov.	-	0,6	-	2,1	0,7	-	0,5	0,0	0,8	1,5	1,1	-	2,5
dic.	-	1,5	-	0,9	0,5	-	0,5	0,2	0,5	0,5	1,2	-	5,5
2007 gen.	-	0,0	-	0,0	-0,8	-	-0,9	-0,3	-1,1	-0,6	-2,0	-	-8,5
feb.	-	-0,6	-	0,5	0,5	-	0,4	0,3	0,6	1,0	0,5	-	-0,5
mar.	-	.	-	.	0,9	-	0,5	0,7	0,2	.	.	-	3,8

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	84,6	-5	-2	-5	6	-8
2006 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.	111,1	6	8	4	14	-	-4	-1	-3	5	-8
apr.	111,0	7	9	4	15	84,8	-4	-2	-3	3	-9

	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 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
apr.	0	-6	7	0	3	17	14	22	19	23	25

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	6,520	10,0
2006	11,717	7,9	8,832	6,7	2,886	16,7	5,612	6,7	6,105	9,3
2006 1° trim.	12,220	8,2	9,198	7,0	3,023	17,4	5,840	7,0	6,380	9,7
2° trim.	11,749	7,9	8,892	6,8	2,858	16,6	5,688	6,8	6,062	9,3
3° trim.	11,564	7,8	8,701	6,6	2,862	16,6	5,524	6,6	6,040	9,2
4° trim.	11,321	7,6	8,491	6,4	2,830	16,5	5,335	6,4	5,987	9,1
2007 1° trim.	10,895	7,3	8,105	6,1	2,791	16,3	5,085	6,1	5,810	8,8
2006 ott.	11,444	7,7	8,585	6,5	2,859	16,6	5,387	6,5	6,056	9,2
nov.	11,319	7,6	8,499	6,4	2,819	16,4	5,333	6,4	5,986	9,1
dic.	11,202	7,5	8,389	6,3	2,813	16,4	5,284	6,3	5,918	9,0
2007 gen.	11,035	7,4	8,222	6,2	2,813	16,4	5,179	6,2	5,856	8,9
feb.	10,882	7,3	8,089	6,1	2,793	16,3	5,075	6,1	5,807	8,8
mar.	10,769	7,2	8,003	6,0	2,766	16,1	5,001	6,0	5,767	8,7

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

	Entrate correnti														Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
	Totale	Imposte dirette		Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale					
		Famiglie															
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
1998	46,6	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	46,7	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	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3			
2003	45,2	44,5	11,5	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3			
2004	44,7	44,2	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	45,1	44,7	11,6	8,7	2,7	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2			
2006	45,8	45,5	12,2	8,8	3,1	14,0	0,3	15,6	8,2	4,5	2,1	0,3	0,3	42,1			

#### 2. Area dell'euro: spese

	Spese correnti														Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>
	Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE							
												1	2	3	4	5	6	
1998	48,8	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	24,8	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	48,2	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	47,5	43,7	10,4	5,0	3,1	25,2	22,5	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,4				
2005	47,6	43,7	10,4	5,1	3,0	25,2	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,6				
2006	47,4	43,3	10,3	5,0	2,9	25,1	22,3	1,6	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,5				

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>4)</sup>						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)		
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	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	-0,3	0,2	0,5	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,3	0,3	1,3	20,4	10,3	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,4

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

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

- 1) Dati relativi agli Euro 13. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95; i dati non comprendono i proventi della vendita delle licenze UMTS (Universal Mobile Telecommunications Systems) nel 2000 (il saldo di bilancio per l'area dell'euro che include tali proventi è pari allo 0,1 per cento del PIL). Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
- 3) Spese totali meno spese per interessi.
- 4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi swap e a termine.

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

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		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	
1997	73,9	2,8	16,0	6,4	48,8	55,5	28,4	13,5	13,5	18,4
1998	72,6	2,7	15,0	5,3	49,6	52,2	26,5	14,5	11,2	20,4
1999	71,8	2,9	14,2	4,2	50,5	48,5	25,4	11,9	11,2	23,4
2000	69,3	2,7	13,0	3,7	49,8	44,0	22,0	11,0	11,0	25,3
2001	68,2	2,8	12,3	4,0	49,2	41,9	20,5	10,3	11,0	26,3
2002	68,0	2,7	11,7	4,5	49,1	40,0	19,3	9,7	11,0	28,0
2003	69,2	2,1	12,3	5,0	49,9	39,3	19,4	10,2	9,8	29,9
2004	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6	37,5	18,4	9,9	9,2	32,2
2005	70,5	2,4	11,7	4,7	51,6	35,5	17,4	10,4	7,8	35,0
2006	69,0	2,5	11,4	4,1	51,0	32,8	17,7	7,6	7,5	36,2

**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
1997	73,9	61,9	6,0	5,4	0,6	9,4	64,5	8,4	18,1	25,3	30,6	71,9	2,0
1998	72,6	60,9	6,1	5,3	0,4	8,1	64,5	7,5	15,4	26,4	30,8	70,8	1,8
1999	71,8	60,3	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	6,6	13,6	27,9	30,4	69,7	2,2
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	5,8	13,4	27,9	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,8	0,4	7,0	61,3	5,0	13,7	26,8	27,8	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,8	0,4	7,6	60,4	5,0	15,3	25,2	27,5	66,6	1,5
2003	69,2	57,0	6,6	5,1	0,6	7,8	61,4	4,9	14,3	26,1	28,8	68,1	1,1
2004	69,7	57,4	6,7	5,1	0,4	7,8	61,8	4,6	14,3	26,5	28,9	68,6	1,1
2005	70,5	57,9	6,8	5,3	0,5	7,9	62,6	4,9	14,4	26,1	30,0	69,3	1,2
2006	69,0	56,3	6,6	5,4	0,6	7,5	61,5	4,6	13,8	25,2	30,0	68,0	0,9

**3. Paesi dell'area dell'euro**

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	98,6	63,9	31,2	107,8	48,8	62,4	104,3	6,3	52,0	64,6	56,8	28,6	44,3
2004	94,3	65,7	29,7	108,5	46,2	64,3	103,8	6,6	52,6	63,9	58,2	28,9	44,1
2005	93,2	67,9	27,4	107,5	43,2	66,2	106,2	6,1	52,7	63,5	63,6	28,4	41,4
2006	89,1	67,9	24,9	104,6	39,9	63,9	106,8	6,8	48,7	62,2	64,7	27,8	39,1

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

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

## 6.3 Variazione del debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,8	-0,2	-2,0	3,8
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,4	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,2	-0,6	-0,2	2,1
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,3	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,6	0,7	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,2	1,0	-2,3	2,7

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

Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>9)</sup>											Altro <sup>10)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>11)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	-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	-0,1	0,0	0,1
2005	3,1	-2,5	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1
2006	1,5	-1,6	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,5

Fonte: BCE.

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

**6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <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 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	0,8	0,4	0,2	38,7
2° trim.	46,9	46,6	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	44,0
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.	45,6	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
3° trim.	43,4	43,0	11,2	12,7	15,4	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6
4° trim.	49,2	48,6	13,4	14,2	16,2	3,0	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	38,4
2° trim.	46,0	44,5	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,7
3° trim.	42,8	42,3	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
4° trim.	49,4	48,4	13,1	14,3	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9
2004 1° trim.	41,4	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,0
2° trim.	45,2	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
3° trim.	42,6	42,1	10,6	12,6	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
4° trim.	49,5	48,4	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 1° trim.	42,1	41,6	10,0	12,9	15,4	1,7	0,6	0,5	0,2	38,5
2° trim.	45,0	44,3	11,9	13,3	15,3	2,0	1,0	0,6	0,3	40,9
3° trim.	43,3	42,6	11,0	12,9	15,3	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
4° trim.	49,7	48,9	13,5	14,5	16,2	3,0	0,9	0,8	0,3	44,5
2006 1° trim.	42,7	42,3	10,3	13,3	15,3	1,7	0,8	0,5	0,3	39,2
2° trim.	46,2	45,7	12,7	13,7	15,4	2,0	1,2	0,5	0,3	42,1
3° trim.	43,6	43,2	11,5	12,9	15,3	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	50,1	49,5	14,3	14,6	16,0	2,9	0,9	0,6	0,3	45,2

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

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000 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	24,0	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	-4,4	-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	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,4	0,1
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	-5,0	-1,5
2° trim.	47,4	43,9	10,4	4,8	3,4	25,3	21,8	1,3	3,5	2,4	1,2	-1,4	2,0
3° trim.	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,1	-4,2	-0,9
4° trim.	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,8	1,3
2004 1° trim.	46,6	43,2	10,4	4,6	3,2	25,0	21,5	1,2	3,4	2,0	1,4	-5,1	-1,9
2° trim.	46,7	43,4	10,4	4,9	3,1	24,9	21,6	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
3° trim.	46,1	42,7	10,0	4,7	3,2	24,9	21,5	1,3	3,4	2,5	0,9	-3,5	-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.	47,2	43,4	10,3	4,7	3,1	25,3	21,5	1,2	3,8	1,9	1,9	-5,1	-2,0
2° trim.	46,6	43,2	10,3	5,0	3,2	24,7	21,5	1,1	3,4	2,4	1,1	-1,6	1,6
3° trim.	45,8	42,4	9,9	4,8	3,0	24,8	21,4	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,5	0,4
4° trim.	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,0	1,7
2006 1° trim.	45,9	42,6	10,1	4,5	3,0	24,9	21,3	1,1	3,3	1,9	1,4	-3,1	-0,1
2° trim.	46,2	42,8	10,3	4,9	3,2	24,3	21,3	1,0	3,5	2,4	1,1	0,0	3,1
3° trim.	46,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,2	1,1	4,4	2,5	1,8	-2,6	0,3
4° trim.	50,8	45,3	10,7	5,8	2,7	26,0	22,3	1,3	5,5	3,3	2,3	-0,7	2,0

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

- 1) Dati relativi agli Euro 13. Quelli relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

## 6.5 Debito e variazione del debito trimestrali <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario <sup>2)</sup>

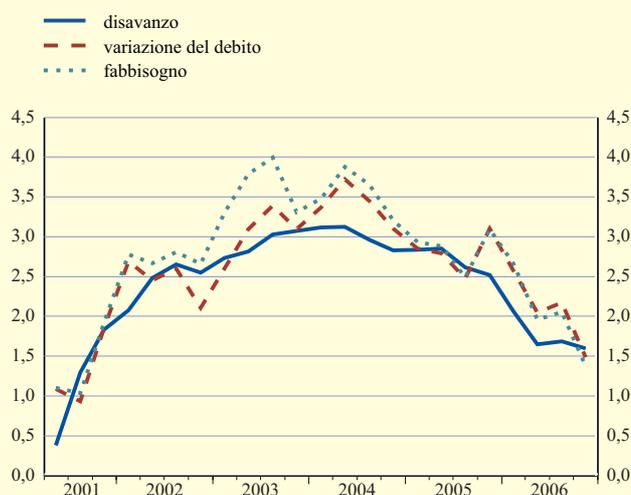
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2004 1° trim.	70,6	2,1	12,3	5,5	50,8
2° trim.	71,3	2,2	12,1	5,5	51,5
3° trim.	71,1	2,3	12,0	5,5	51,4
4° trim.	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6
2005 1° trim.	71,0	2,2	11,9	5,2	51,7
2°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

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

	Variazione del debito	Disavanzo (-) avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli			Azioni e altri titoli di capitale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 1° trim.	8,5	-5,1	3,3	1,9	1,4	-0,1	0,2	0,5	0,0	1,4	8,4
2° trim.	5,8	-1,5	4,3	3,9	3,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,3	5,8
3° trim.	1,8	-3,5	-1,7	-1,2	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,3	2,1
4° trim.	-3,2	-1,3	-4,5	-3,3	-2,5	0,1	-0,2	-0,6	-0,2	-1,1	-3,0
2005 1° trim.	7,3	-5,1	2,2	2,2	1,3	0,1	0,3	0,5	0,1	-0,1	7,2
2° trim.	5,5	-1,6	3,8	3,5	2,5	0,1	0,4	0,5	0,0	0,4	5,5
3° trim.	0,6	-2,5	-2,0	-2,5	-2,4	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,6
4° trim.	-0,6	-1,0	-1,6	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,0	-0,5
2006 1° trim.	5,0	-3,1	1,8	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,8	5,2
2° trim.	3,3	0,0	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,3	0,7	-0,6	2,6
3° trim.	1,1	-2,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,9	1,0
4° trim.	-3,1	-0,7	-3,8	-2,3	-1,4	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,4	-3,0

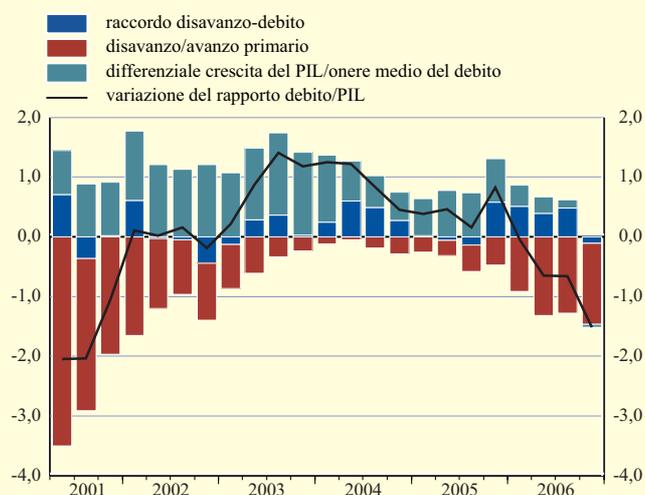
### F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



### F29 Debito (definizione di Maastricht)

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



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

1) Dati relativi agli Euro 13.

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

# TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni nette)

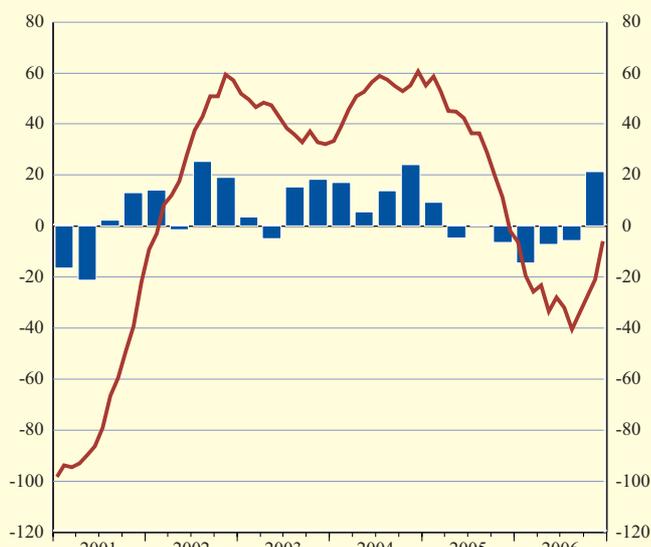
### 1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	60,7	100,5	32,6	-13,7	-58,6	16,6	77,3	-18,7	-68,6	72,9	-8,3	-27,1	12,5	-58,6
2005	-1,9	45,4	34,8	-11,6	-70,5	12,1	10,3	25,5	-210,0	146,1	-13,9	85,3	18,0	-35,8
2006	-6,1	30,5	36,6	1,8	-75,0	11,3	5,3	134,0	-156,7	273,1	-2,6	21,7	-1,5	-139,3
2005 4° trim.	-6,5	2,5	10,4	-2,6	-16,8	4,7	-1,8	-37,8	-37,8	-47,2	-6,9	45,7	8,3	39,7
2006 1° trim.	-14,5	-3,5	5,0	4,4	-20,4	1,9	-12,6	72,8	-35,4	23,1	-7,6	86,8	5,9	-60,2
2° trim.	-7,2	6,8	12,5	-10,6	-15,8	1,3	-5,8	39,1	-20,0	97,6	-2,1	-34,9	-1,5	-33,3
3° trim.	-5,7	7,5	9,8	0,9	-23,9	2,1	-3,6	51,0	-43,9	22,3	7,9	67,8	-3,2	-47,4
4° trim.	21,3	19,7	9,3	7,1	-14,9	6,0	27,3	-28,8	-57,3	130,0	-0,8	-98,1	-2,7	1,5
2006 feb.	-3,7	0,4	2,3	1,8	-8,1	1,0	-2,6	22,5	-32,0	25,8	-2,5	29,2	2,0	-19,9
mar.	-1,1	2,6	1,5	2,2	-7,5	0,1	-1,0	46,8	-1,5	36,3	-2,3	8,0	6,4	-45,7
apr.	-5,7	1,1	3,3	-4,0	-6,2	0,3	-5,4	12,1	2,0	-9,0	-6,3	26,6	-1,2	-6,7
mag.	-10,6	0,4	4,1	-9,5	-5,5	0,3	-10,3	25,6	-6,2	37,9	2,5	-6,9	-1,7	-15,3
giu.	9,1	5,3	5,0	2,9	-4,1	0,7	9,9	1,4	-15,8	68,7	1,8	-54,7	1,4	-11,2
lug.	-1,2	4,1	4,2	-1,1	-8,4	0,8	-0,4	8,2	-10,8	4,6	3,4	12,3	-1,3	-7,8
ago.	-5,9	-2,2	1,8	1,5	-7,0	1,0	-4,8	3,7	-5,5	-22,5	-2,5	35,0	-0,8	1,2
set.	1,4	5,6	3,8	0,5	-8,5	0,2	1,7	39,1	-27,7	40,2	7,1	20,5	-1,1	-40,7
ott.	1,8	6,0	3,3	0,4	-7,9	0,7	2,5	8,8	-12,8	35,3	5,8	-19,5	0,1	-11,3
nov.	5,7	7,8	2,3	2,7	-7,1	1,2	7,0	-8,4	-15,7	61,9	-2,1	-51,7	-0,8	1,5
dic.	13,8	5,9	3,6	4,1	0,2	4,1	17,9	-29,2	-28,8	32,8	-4,5	-26,8	-1,9	11,3
2007 gen.	-4,5	-3,0	0,6	-1,1	-1,0	2,5	-2,0	42,1	-12,3	35,4	-4,9	26,9	-3,1	-40,1
feb.	-7,2	1,5	2,6	0,2	-11,4	1,4	-5,8	-7,2	-12,6	28,6	-7,8	-14,7	-0,6	13,0
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2007 feb.	-4,4	35,1	36,3	-1,2	-74,6	13,4	9,1	142,9	-147,7	350,3	-10,1	-45,0	-4,6	-152,0

### F30 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)

■ flussi trimestrali  
— flussi cumulati sui 12 mesi



### F31 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)

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



Fonte: BCE.

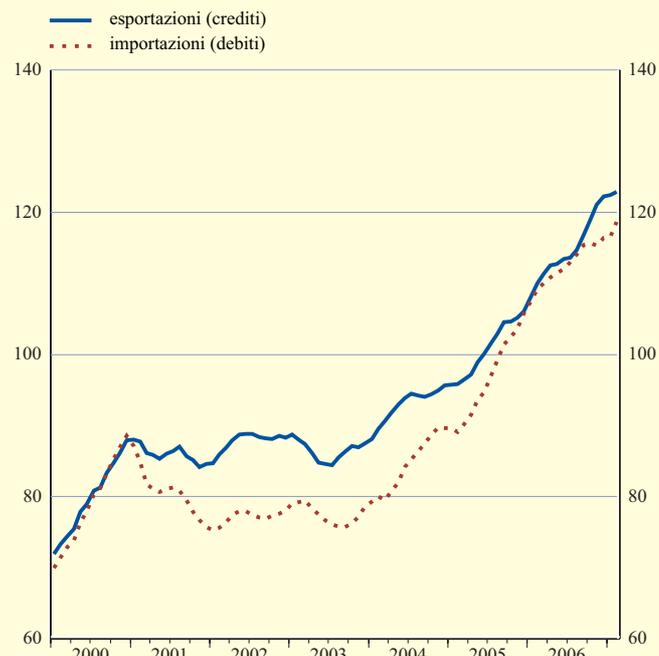
## 7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

### 2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2004	1.866,8	1.806,0	60,7	1.129,3	1.028,9	366,4	333,8	288,9	302,7	82,1	140,7	24,6	8,1
2005	2.066,1	2.067,9	-1,9	1.224,2	1.178,9	401,8	367,0	354,7	366,2	85,4	155,9	24,1	12,0
2006	2.338,7	2.344,8	-6,1	1.390,0	1.359,5	429,8	393,2	432,6	430,8	86,3	161,3	23,7	12,4
2005 4° trim.	560,6	567,1	-6,5	327,6	325,1	106,6	96,2	103,9	106,5	22,5	39,3	8,5	3,8
2006 1° trim.	545,2	559,7	-14,5	330,3	333,8	97,5	92,5	91,6	87,3	25,8	46,2	5,9	4,0
2° trim.	584,9	592,1	-7,2	343,5	336,6	107,5	95,1	116,4	127,0	17,5	33,4	4,5	3,2
3° trim.	575,8	581,4	-5,7	342,1	334,6	114,1	104,3	104,0	103,1	15,5	39,4	4,4	2,4
4° trim.	632,9	611,6	21,3	374,1	354,4	110,6	101,3	120,6	113,5	27,5	42,4	8,8	2,8
2006 dic.	220,8	207,0	13,8	117,5	111,6	38,1	34,5	48,9	44,8	16,3	16,1	5,4	1,3
2007 gen.	192,2	196,7	-4,5	113,4	116,4	33,4	32,7	36,1	37,1	9,3	10,4	3,5	1,0
feb.	196,5	203,7	-7,2	116,9	115,4	33,4	30,8	33,9	33,7	12,4	23,8	1,9	0,5
	Dati destagionalizzati												
2005 4° trim.	542,5	556,3	-13,9	318,3	317,3	104,9	94,7	98,8	105,2	20,5	39,1	.	.
2006 1° trim.	560,4	566,6	-6,2	333,9	330,0	106,5	96,6	98,0	99,8	22,0	40,2	.	.
2° trim.	576,3	580,8	-4,5	340,4	335,9	107,3	98,1	107,6	109,3	21,0	37,4	.	.
3° trim.	590,0	594,5	-4,4	350,5	346,2	107,0	98,3	111,1	109,1	21,5	40,8	.	.
4° trim.	614,6	603,7	10,8	366,7	349,3	109,4	100,5	114,6	111,5	23,8	42,5	.	.
2006 giu.	195,9	191,6	4,3	114,7	112,0	36,2	33,4	37,6	34,7	7,5	11,5	.	.
lug.	191,7	195,6	-3,9	113,3	114,4	35,5	32,5	36,0	35,2	6,8	13,5	.	.
ago.	195,8	199,4	-3,6	116,0	115,7	35,6	32,7	36,9	37,3	7,3	13,7	.	.
set.	202,5	199,4	3,1	121,1	116,1	35,9	33,1	38,2	36,6	7,4	13,6	.	.
ott.	200,3	196,9	3,4	119,7	115,0	35,7	33,5	36,8	33,6	8,1	14,8	.	.
nov.	199,8	199,1	0,7	122,2	114,7	36,7	33,8	35,1	36,8	5,8	14,0	.	.
dic.	214,4	207,7	6,8	124,8	119,6	37,0	33,3	42,8	41,1	9,8	13,7	.	.
2007 gen.	202,0	198,5	3,5	120,2	115,2	36,8	33,8	40,2	40,3	4,8	9,2	.	.
feb.	212,2	217,5	-5,3	123,7	121,0	37,8	34,0	38,4	43,5	12,4	19,0	.	.

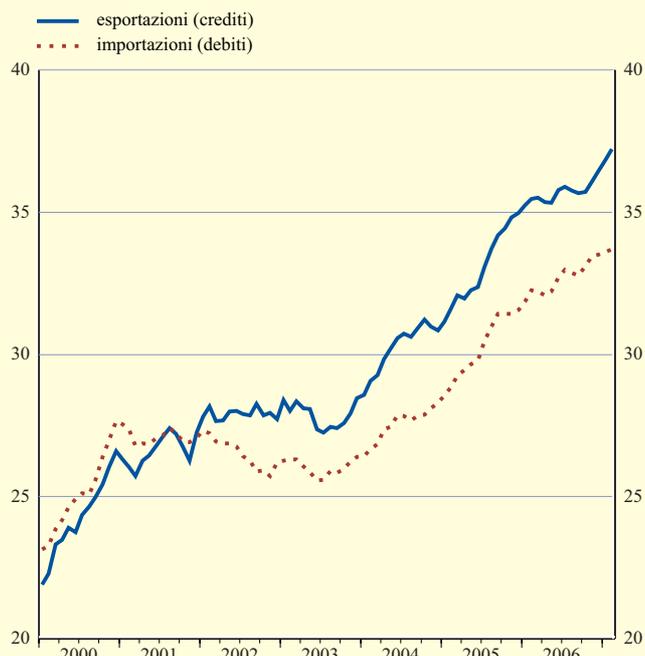
### F32 Conto dei beni

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



### F33 Conto dei servizi

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



Fonte: BCE.

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

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

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale											
			Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	15,5	7,9	273,4	294,7	100,6	76,2	13,4	12,8	24,5	56,2	67,7	77,0	67,2	72,4
2005	15,7	9,3	339,0	357,0	121,5	89,1	14,0	13,5	31,3	71,2	78,1	82,4	94,1	100,7
2006	16,1	10,0	416,5	420,8	124,4	66,7	18,4	16,3	38,0	99,4	100,0	89,6	135,7	148,8
2005 4° trim.	4,1	2,4	99,7	104,1	38,7	33,1	4,2	4,1	7,3	14,0	20,9	23,3	28,6	29,7
2006 1° trim.	4,0	2,2	87,6	85,1	22,9	12,9	4,2	3,4	8,2	16,0	22,7	21,8	29,6	31,0
2° trim.	4,0	2,4	112,4	124,6	38,1	18,6	4,5	4,0	13,2	43,0	24,0	23,1	32,5	36,0
3° trim.	4,0	2,9	100,0	100,1	26,8	15,4	4,5	4,1	8,5	21,4	25,8	21,2	34,4	38,1
4° trim.	4,2	2,5	116,5	111,0	36,6	19,8	5,2	4,9	8,0	19,0	27,5	23,6	39,3	43,7

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

	All'estero da residenti							Nell'area dell'euro da non residenti						
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	-161,0	-171,1	-21,4	-149,8	10,1	0,1	10,0	92,4	95,7	0,7	95,0	-3,3	0,5	-3,8
2005	-301,6	-242,0	-11,0	-230,9	-59,7	-0,2	-59,5	91,6	64,0	0,7	63,2	27,7	-0,3	28,0
2006	-314,8	-264,2	-34,7	-229,5	-50,6	-1,0	-49,6	158,1	128,8	4,3	124,6	29,3	0,3	29,0
2005 4° trim.	-74,0	-60,5	0,6	-61,2	-13,5	0,1	-13,6	36,2	30,6	-1,5	32,1	5,6	-0,4	6,0
2006 1° trim.	-56,3	-49,6	-1,7	-47,9	-6,8	0,2	-7,0	20,9	17,8	1,6	16,2	3,1	-0,3	3,5
2° trim.	-112,5	-92,0	-6,5	-85,5	-20,5	-0,6	-19,9	92,5	79,6	0,5	79,1	12,8	1,0	11,9
3° trim.	-73,5	-65,1	-10,4	-54,6	-8,4	0,2	-8,6	29,6	25,6	1,2	24,4	4,0	-0,3	4,3
4° trim.	-72,5	-57,5	-16,1	-41,4	-14,9	-0,7	-14,2	15,2	5,8	0,9	4,9	9,4	0,0	9,4
2006 feb.	-42,9	-37,4	-1,5	-35,8	-5,5	0,0	-5,5	10,9	12,2	0,3	11,9	-1,3	0,1	-1,4
mar.	-5,7	-15,2	0,3	-15,5	9,5	0,3	9,2	4,2	-1,6	0,2	-1,8	5,8	-0,5	6,3
apr.	-83,0	-60,2	-1,7	-58,4	-22,8	-0,3	-22,5	85,0	71,4	0,0	71,3	13,6	0,2	13,4
mag.	-16,2	-20,4	-3,5	-16,9	4,2	-0,2	4,4	10,0	8,3	0,4	7,9	1,7	0,4	1,3
giu.	-13,3	-11,4	-1,2	-10,2	-1,9	-0,1	-1,8	-2,5	0,0	0,1	-0,1	-2,4	0,4	-2,8
lug.	-21,1	-18,1	-1,5	-16,5	-3,1	0,1	-3,1	10,3	7,1	0,4	6,7	3,3	-0,1	3,4
ago.	-4,3	-7,4	-3,6	-3,8	3,1	0,0	3,1	-1,2	4,6	0,4	4,1	-5,7	-0,1	-5,6
set.	-48,0	-39,6	-5,3	-34,3	-8,5	0,1	-8,5	20,4	14,0	0,4	13,6	6,4	-0,1	6,5
ott.	-22,2	-13,2	-5,8	-7,5	-9,0	0,1	-9,1	9,4	3,4	1,1	2,3	6,0	1,5	4,4
nov.	-12,3	-16,2	-1,9	-14,3	3,8	-0,2	4,0	-3,3	-3,8	-0,2	-3,6	0,5	-1,7	2,1
dic.	-37,9	-28,1	-8,5	-19,6	-9,8	-0,7	-9,1	9,1	6,2	0,0	6,2	3,0	0,1	2,9
2007 gen.	-24,3	-25,8	-2,6	-23,2	1,5	2,3	-0,8	12,0	2,0	0,2	1,8	10,1	-1,1	11,2
feb.	-29,4	-10,2	-0,1	-10,1	-19,2	-0,3	-18,8	16,8	7,7	4,2	3,5	9,0	0,2	8,8

Fonte: BCE.

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

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

	Azioni e altre partecipazioni				Titoli di debito										
	Attività			Passività	Obbligazioni e notes				Strumenti di mercato monetario						
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM
				1											
2004	0,0	-22,4	-84,1	-3,7	126,8	0,6	-81,9	-98,1	-2,1	273,5	0,0	-43,1	-14,9	0,1	16,5
2005	-0,1	-14,4	-119,8	-3,5	263,2	-0,7	-119,6	-142,2	-0,8	248,6	0,1	-14,5	-0,1	0,1	45,6
2006	0,0	-27,9	-101,5	-6,1	290,3	-2,4	-166,4	-117,6	-1,1	459,3	-0,1	-48,7	-12,5	0,1	0,6
2005 4° trim.	0,0	-4,9	-52,8	-0,8	62,2	0,5	-25,1	-27,9	-0,2	18,8	0,1	-4,9	5,6	5,9	-18,8
2006 1° trim.	0,0	-19,5	-77,6	-0,8	120,4	-0,2	-53,9	-36,1	-0,2	81,7	0,7	2,5	-10,0	-3,8	15,2
2° trim.	0,0	11,1	7,2	-2,6	32,8	1,0	-23,4	-25,6	0,1	116,5	-3,2	-7,6	-0,7	-3,2	-10,4
3° trim.	0,0	-4,7	-23,7	-0,9	53,5	-0,4	-51,9	-15,7	-0,2	80,9	1,9	-25,0	0,7	3,1	6,8
4° trim.	0,0	-14,8	-7,4	-1,8	83,6	-2,8	-37,2	-40,2	-0,8	180,2	0,6	-18,5	-2,4	4,0	-10,9
2006 feb.	0,0	-4,0	-23,3	-	36,2	-0,2	-7,0	-16,7	-	28,9	0,3	1,5	-2,0	-	12,0
mar.	0,0	-8,7	-17,7	-	49,2	-0,1	-13,8	-16,5	-	53,8	0,0	-2,0	-0,5	-	-7,2
apr.	0,0	3,3	-6,0	-	-11,5	0,2	-6,1	-10,7	-	25,3	-1,1	-7,1	0,6	-	4,2
mag.	0,0	3,2	12,3	-	-16,4	0,1	-10,8	-12,2	-	65,3	-1,6	-2,2	-2,0	-	2,3
giu.	0,0	4,5	1,0	-	60,7	0,6	-6,4	-2,7	-	25,9	-0,4	1,7	0,7	-	-16,8
lug.	0,0	3,2	-11,7	-	42,8	0,2	-13,2	-2,0	-	6,2	0,4	-18,1	-1,1	-	-2,0
ago.	0,0	-4,7	-7,2	-	-13,6	0,0	-8,9	-9,1	-	15,1	1,0	0,2	1,2	-	3,3
set.	0,0	-3,2	-4,8	-	24,2	-0,6	-29,8	-4,6	-	59,6	0,5	-7,1	0,5	-	5,5
ott.	0,0	-5,8	-2,1	-	23,9	-1,8	-14,6	-19,4	-	52,7	0,4	-5,8	-5,3	-	13,1
nov.	0,0	-0,8	-7,4	-	27,2	-0,5	-24,7	-9,7	-	69,6	0,3	-9,6	5,0	-	12,5
dic.	0,0	-8,2	2,1	-	32,4	-0,6	2,1	-11,1	-	57,9	-0,1	-3,1	-2,1	-	-36,6
2007 gen.	0,0	-6,0	-3,4	-	43,6	-0,1	-32,2	-11,1	-	35,7	0,5	-8,4	-2,2	-	18,9
feb.	0,0	-14,6	-7,7	-	39,7	0,0	-15,5	-12,7	-	38,6	0,1	-4,3	1,8	-	3,4

### 6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
	Banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi														
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2004	-310,7	283,6	0,4	7,8	-1,6	-2,0	-3,8	-260,1	245,7	6,2	-17,0	-266,3	262,7	-49,3	-9,1	33,8
2005	-569,1	654,3	-0,9	6,7	5,1	-2,4	-2,2	-395,5	483,5	-96,9	55,3	-298,6	428,2	-177,7	-6,0	166,4
2006	-751,0	772,6	-2,9	18,6	3,4	-3,0	1,2	-522,1	489,1	-133,3	82,5	-388,8	406,6	-229,3	25,6	263,7
2005 4° trim.	-127,6	173,4	-1,1	-0,9	-2,0	-1,1	-2,1	-87,3	120,3	-37,5	5,2	-49,8	115,0	-37,1	13,9	56,1
2006 1° trim.	-219,2	305,9	-3,2	7,0	7,6	3,8	-2,2	-135,7	222,9	-12,9	13,1	-122,8	209,8	-87,8	-10,5	78,3
2° trim.	-113,7	78,8	0,9	2,1	-11,0	-12,1	0,3	-57,5	9,0	-15,1	21,6	-42,4	-12,5	-46,0	6,7	67,4
3° trim.	-144,5	212,3	0,5	4,9	12,3	8,5	6,3	-119,9	161,7	-32,6	21,3	-87,3	140,5	-37,4	10,7	39,4
4° trim.	-273,6	175,6	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-209,1	95,4	-72,8	26,6	-136,3	68,8	-58,0	18,7	78,7
2006 feb.	-45,0	74,3	-4,8	0,3	1,2	1,0	-1,0	-3,4	36,4	-7,1	9,7	3,7	26,7	-38,1	-4,1	38,6
mar.	-71,0	79,0	1,2	1,6	2,6	0,5	0,1	-61,5	68,2	-12,4	4,0	-49,0	64,1	-13,4	10,3	9,1
apr.	-86,2	112,8	0,0	-1,4	-4,5	-4,9	4,3	-64,6	81,7	-0,1	10,1	-64,5	71,6	-17,1	2,9	28,3
mag.	-75,7	68,8	0,1	4,4	-4,3	-4,7	-4,7	-45,0	40,4	-3,0	2,5	-42,0	38,0	-26,4	-7,0	28,7
giu.	48,2	-102,9	0,8	-0,9	-2,2	-2,6	0,7	52,1	-113,0	-11,9	9,0	64,1	-122,0	-2,5	10,8	10,3
lug.	-58,8	71,1	1,6	1,0	7,2	7,1	2,1	-48,5	64,9	-10,4	8,6	-38,1	56,3	-19,1	8,0	3,1
ago.	11,1	23,9	-1,5	1,3	0,6	0,0	-0,6	7,3	18,7	-7,1	6,7	14,4	12,0	4,8	0,2	4,5
set.	-96,8	117,3	0,5	2,5	4,6	1,5	4,8	-78,6	78,1	-15,1	6,0	-63,5	72,1	-23,2	2,5	31,8
ott.	-104,7	85,2	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,0	63,2	-41,8	5,0	-36,2	58,3	-23,8	3,3	25,2
nov.	-148,4	96,7	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-105,9	70,3	-10,5	27,3	-95,4	42,9	-39,2	-8,4	21,6
dic.	-20,5	-6,3	-1,1	2,5	0,7	5,2	-2,7	-25,2	-38,1	-20,5	-5,7	-4,7	-32,4	5,0	23,9	31,9
2007 gen.	-141,9	168,8	-1,5	5,7	1,0	1,3	-5,3	-91,7	144,7	-27,1	9,4	-64,6	135,3	-49,6	-30,7	23,6
feb.	-126,1	111,4	-3,5	0,4	0,1	1,6	4,6	-89,7	78,1	-4,2	7,8	-85,5	70,3	-33,0	-10,3	28,2

Fonte: BCE.

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

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

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	0,6	-0,3	7,8	0,0	0,0	-0,4	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,7	-0,2
2005	-0,9	0,0	6,6	0,0	0,0	6,3	8,8	-2,4	-1,1	0,0	-1,9	-0,3
2006	-2,9	0,0	18,6	0,0	0,0	4,2	7,2	-3,0	-0,8	0,0	1,3	-0,1
2005 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	-0,2	0,0	-1,8	-0,4
2° trim.	0,9	0,0	2,1	0,0	0,0	-10,8	1,4	-12,1	-0,3	0,0	0,2	0,1
3° trim.	0,5	0,0	4,8	0,0	0,0	12,3	3,7	8,5	0,1	0,0	6,2	0,1
4° trim.	-1,1	0,0	4,7	0,0	0,0	-5,0	-1,9	-3,2	-0,4	0,0	-3,3	0,0

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2004	-256,2	-4,0	242,8	2,9	-6,2	-39,0	-30,0	-9,1	-4,1	9,5	22,8	1,6
2005	-392,3	-3,2	481,9	1,6	-8,9	-152,2	-146,2	-6,0	-16,7	11,8	148,8	5,8
2006	-517,9	-4,2	486,1	3,0	-6,9	-215,8	-241,5	25,6	-6,5	8,6	252,8	2,3
2005 4° trim.	-90,7	3,4	125,0	-4,8	-1,9	-36,2	-50,1	13,9	1,0	5,0	50,3	0,8
2006 1° trim.	-131,8	-3,9	217,0	5,9	-3,8	-75,7	-65,2	-10,5	-8,4	4,4	68,2	5,6
2° trim.	-58,0	0,5	14,6	-5,6	-3,7	-44,2	-50,9	6,7	1,9	4,1	67,9	-4,7
3° trim.	-118,8	-1,0	159,5	2,3	2,4	-36,0	-46,8	10,7	-3,8	3,2	33,2	3,0
4° trim.	-209,3	0,3	95,0	0,4	-1,8	-59,9	-78,6	18,7	3,7	-3,2	83,4	-1,6

**8. Riserve ufficiali**

	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera						Altre attività	
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbliga- zioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,8	-2,9	3,3	0,5	18,3	-12,2	-0,1	0,0
2005	18,0	3,9	-0,2	8,6	5,8	0,2	7,2	0,0	-4,9	3,3	0,0	0,0
2006	-1,5	4,2	-0,5	5,2	-10,6	6,1	-2,8	0,0	-19,4	5,5	0,0	0,2
2005 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.	5,9	0,8	0,0	3,4	2,2	6,2	-4,8	0,0	-4,1	4,9	0,0	-0,5
2° trim.	-1,5	1,4	0,0	-0,5	-3,1	0,9	2,4	0,0	-7,2	0,7	0,0	0,7
3° trim.	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,6	1,0	-2,9	0,0	-4,1	1,4	0,0	0,0
4° trim.	-2,7	1,1	-0,2	1,6	-5,1	-2,0	2,5	0,0	-4,0	-1,5	0,0	0,0

Fonte: BCE.

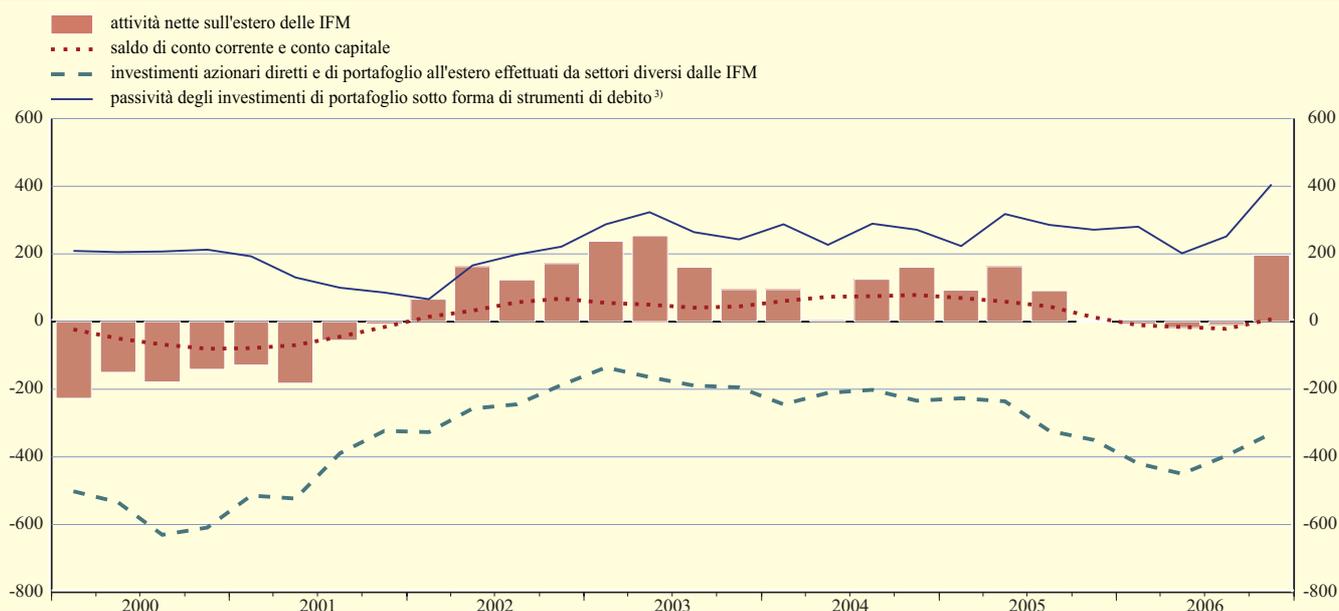
## 7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(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	79,1	-139,7	91,7	-196,8	116,9	270,5	-51,0	29,7	-8,3	-58,0	134,0	160,8
2005	12,0	-290,5	92,0	-261,6	220,2	270,4	-172,6	164,2	-13,9	-35,8	-15,5	0,5
2006	7,6	-279,1	157,8	-231,1	229,3	404,4	-225,7	264,7	-2,6	-140,4	185,0	195,8
2005 4° trim.	-1,3	-74,8	36,7	-74,9	47,6	-3,6	-39,3	54,1	-6,9	39,5	-22,9	-33,1
2006 1° trim.	-11,9	-54,8	21,3	-123,6	115,4	74,7	-80,1	76,1	-7,6	-60,0	-50,7	-38,1
2° trim.	-5,5	-105,4	91,5	-19,0	26,3	101,5	-56,9	67,7	-2,1	-34,2	63,8	60,3
3° trim.	-2,9	-63,3	29,8	-38,7	20,2	78,1	-25,1	45,6	7,9	-47,4	4,3	1,7
4° trim.	27,9	-55,5	15,3	-49,8	67,5	150,1	-63,5	75,3	-0,8	1,2	167,5	172,0
2006 feb.	-2,3	-41,3	10,8	-42,0	31,4	35,0	-36,9	37,6	-2,5	-20,1	-30,3	-26,1
mar.	-0,8	-6,4	4,7	-34,8	52,7	38,0	-10,7	9,3	-2,3	-45,8	3,8	0,4
apr.	-5,3	-80,9	84,7	-16,2	-15,6	19,8	-21,5	32,6	-6,3	-7,6	-16,4	-16,4
mag.	-10,1	-12,5	9,6	-1,9	-16,7	63,3	-30,7	24,0	2,5	-15,4	12,0	6,4
giu.	9,9	-12,0	-2,8	-0,9	58,7	18,4	-4,8	11,1	1,8	-11,1	68,2	70,3
lug.	-0,2	-19,7	10,4	-14,8	24,6	7,6	-11,9	5,2	3,4	-8,0	-3,2	3,8
ago.	-4,6	-0,7	-1,1	-15,1	-8,4	11,1	5,4	3,8	-2,5	1,2	-11,0	-19,1
set.	2,0	-42,9	20,4	-8,9	4,0	59,4	-18,5	36,6	7,1	-40,6	18,6	17,0
ott.	2,6	-16,5	7,9	-26,8	13,4	49,5	-26,2	23,0	5,8	-11,9	20,8	25,8
nov.	7,1	-10,2	-1,6	-12,0	31,7	77,1	-43,0	23,1	-2,1	1,3	71,4	65,2
dic.	18,1	-28,8	9,0	-11,0	22,3	23,5	5,6	29,2	-4,5	11,8	75,3	81,0
2007 gen.	-2,0	-24,0	13,1	-16,7	33,6	48,4	-48,6	18,3	-4,9	-40,1	-22,8	-22,9
feb.	-5,8	-28,9	16,6	-18,7	44,3	37,4	-32,9	32,9	-7,8	13,0	49,9	39,3
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2007 feb.	11,0	-283,6	170,9	-177,7	244,6	453,5	-237,8	249,1	-10,1	-153,3	266,5	250,7

## 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 1° trim. 2006 al 4° trim. 2006	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Crediti</b>												
<b>Conto corrente</b>	2.338,7	880,1	47,9	73,5	453,6	244,4	60,7	31,0	54,6	153,1	384,9	835,1
Beni	1.390,0	500,1	31,5	49,7	224,3	194,5	0,1	17,8	34,1	77,8	200,9	559,3
Servizi	429,8	154,3	8,7	11,7	104,3	24,5	5,2	6,1	11,3	41,9	79,6	136,6
Redditi	432,6	162,4	7,2	11,5	114,5	22,9	6,3	6,8	8,9	27,3	97,9	129,3
<i>di cui:</i> redditi da capitale	416,5	157,0	7,1	11,4	112,8	22,7	3,0	6,7	8,9	21,0	96,5	126,5
Trasferimenti correnti	86,3	63,3	0,5	0,7	10,4	2,5	49,2	0,4	0,2	6,1	6,5	9,8
<b>Conto capitale</b>	23,7	18,8	0,0	0,0	0,8	0,2	17,7	0,0	0,4	0,4	0,9	3,2
<b>Debiti</b>												
<b>Conto corrente</b>	2.344,8	778,3	39,6	71,9	380,2	190,0	96,6	22,5	87,7	144,4	326,4	985,6
Beni	1.359,5	397,5	27,2	45,9	172,5	152,0	0,0	10,6	53,6	68,1	131,8	697,8
Servizi	393,2	126,8	7,2	9,3	82,8	27,4	0,1	5,6	7,7	30,8	86,5	135,8
Redditi	430,8	151,2	4,8	15,8	115,7	7,6	7,4	4,9	26,0	40,1	101,0	107,7
<i>di cui:</i> redditi da capitale	420,8	145,7	4,7	15,7	114,5	3,4	7,4	4,8	25,9	39,6	100,1	104,7
Trasferimenti correnti	161,3	102,7	0,5	0,8	9,2	3,1	89,2	1,4	0,4	5,4	7,1	44,3
<b>Conto capitale</b>	12,4	2,0	0,0	0,2	1,2	0,3	0,2	0,1	0,0	0,5	1,2	8,5
<b>Saldo</b>												
<b>Conto corrente</b>	-6,1	101,8	8,3	1,6	73,4	54,4	-35,9	8,5	-33,1	8,7	58,5	-150,5
Beni	30,5	102,6	4,3	3,8	51,9	42,6	0,1	7,2	-19,4	9,7	69,1	-138,5
Servizi	36,6	27,5	1,5	2,3	21,5	-3,0	5,1	0,5	3,6	11,1	-6,9	0,8
Redditi	1,8	11,2	2,5	-4,3	-1,2	15,3	-1,1	1,9	-17,0	-12,8	-3,1	21,6
<i>di cui:</i> redditi da capitale	-4,4	11,3	2,4	-4,3	-1,8	19,4	-4,4	1,9	-17,0	-18,6	-3,6	21,7
Trasferimenti correnti	-75,0	-39,4	0,0	-0,2	1,2	-0,5	-40,0	-1,0	-0,3	0,7	-0,6	-34,4
<b>Conto capitale</b>	11,3	16,8	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	17,5	-0,1	0,4	-0,1	-0,3	-5,3

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

(transazioni cumulate)

dal 1° trim. 2006 al 4° trim. 2006	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti diretti</b>	-156,7	-70,6	2,6	11,0	-52,7	-31,6	0,1	-6,9	11,7	-3,7	-47,3	9,4	-49,4
All'estero	-314,8	-159,2	-0,5	3,8	-131,0	-31,5	0,0	-9,9	4,0	-8,4	-66,1	-25,2	-50,0
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-264,2	-148,1	-0,8	4,1	-123,6	-27,8	0,0	-8,0	6,8	-1,0	-47,4	-17,7	-48,8
Debito	-50,6	-11,0	0,3	-0,3	-7,4	-3,7	0,0	-1,8	-2,9	-7,4	-18,8	-7,5	-1,2
Nell'area dell'euro	158,1	88,6	3,1	7,2	78,3	-0,1	0,1	3,0	7,8	4,7	18,8	34,6	0,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	128,8	66,6	2,7	4,0	60,6	-0,9	0,1	0,3	4,8	10,2	1,1	42,3	3,6
Debito	29,3	22,0	0,4	3,2	17,6	0,8	0,0	2,7	3,0	-5,5	17,8	-7,7	-3,0

Fonte: BCE.

### 7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero

(miliardi di euro)

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

(transazioni cumulate)

	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)							Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
dal 1° trim. 2006 al 4° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-477,1	-125,3	-2,5	-12,9	-100,4	-8,3	-1,2	-7,7	-6,8	-5,2	-161,0	-96,3	-74,7
Azioni e altre partecipazioni	-129,5	-5,5	0,7	-3,3	-2,4	-0,4	-0,1	-2,2	-14,4	-1,5	-43,5	-30,5	-31,9
Strumenti di debito	-347,6	-119,8	-3,2	-9,6	-98,0	-8,0	-1,0	-5,5	7,5	-3,7	-117,5	-65,8	-42,8
Obbligazioni e notes	-286,4	-89,6	-2,3	-9,2	-69,9	-7,2	-1,0	-4,8	-3,1	-1,5	-93,9	-47,7	-45,8
Strumenti di mercato monetario	-61,3	-30,2	-0,9	-0,4	-28,1	-0,7	-0,1	-0,7	10,6	-2,3	-23,6	-18,1	3,0

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

(transazioni cumulate)

	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)							Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
dal 1° trim. 2006 al 4° trim. 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Altri investimenti</b>	21,7	-80,8	-16,8	7,4	-71,6	-15,6	15,7	2,0	41,7	-28,0	21,0	27,3	15,7	22,8
Attività	-751,0	-548,6	-36,2	-3,4	-473,1	-36,2	0,3	-0,3	26,0	-57,4	-49,0	-71,5	-2,0	-48,0
Amministrazioni pubbliche	3,4	-6,3	-1,9	0,2	-5,0	0,1	0,2	0,1	-0,4	0,0	0,2	0,1	-1,2	10,9
IFM	-525,0	-356,2	-33,6	0,1	-290,9	-32,0	0,2	-1,4	24,5	-50,7	-53,1	-42,8	-0,9	-44,4
Altri settori	-229,3	-186,1	-0,7	-3,7	-177,2	-4,3	-0,1	1,0	1,8	-6,7	3,8	-28,7	0,1	-14,5
Passività	772,6	467,8	19,5	10,8	401,5	20,6	15,4	2,3	15,8	29,4	70,0	98,8	17,7	70,8
Amministrazioni pubbliche	1,2	2,0	0,0	0,0	0,1	0,0	1,8	0,0	-0,2	-0,6	-0,7	0,1	2,8	-2,1
IFM	507,7	256,2	19,5	9,4	208,0	17,4	1,9	1,1	12,6	26,3	37,7	94,1	15,0	64,6
Altri settori	263,7	209,6	0,0	1,4	193,3	3,2	11,7	1,2	3,4	3,6	33,0	4,6	-0,1	8,4

#### 5. Posizione patrimoniale sull'estero

(consistenze di fine periodo)

	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)							Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Investimenti diretti</b>	324,1	-142,8	0,8	-17,3	-292,9	166,8	-0,2	25,2	4,7	35,3	-1,6	-13,9	-0,3	417,5
All'estero	2.710,3	957,2	33,8	81,0	651,8	190,6	0,0	76,1	68,8	241,8	558,1	316,1	0,0	492,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	2.184,8	753,5	29,7	56,8	502,1	164,9	0,0	64,9	63,6	193,8	419,2	297,1	0,0	392,8
Debito	525,4	203,7	4,1	24,2	149,6	25,7	0,0	11,2	5,2	48,1	138,9	19,0	0,0	99,4
Nell'area dell'euro	2.386,2	1.100,0	33,0	98,3	944,7	23,8	0,2	50,9	64,1	206,6	559,6	330,0	0,3	74,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.777,9	874,0	26,9	81,9	757,1	8,0	0,1	45,9	53,5	142,2	396,0	199,7	0,0	66,7
Debito	608,2	226,0	6,1	16,4	187,6	15,8	0,1	5,1	10,7	64,4	163,6	130,2	0,3	8,0
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	3.874,9	1.202,7	61,2	119,3	861,3	90,8	70,0	83,4	270,4	122,3	1.308,8	411,5	30,8	445,0
Azioni e altre partecipazioni	1.733,6	422,4	10,9	46,5	342,4	22,6	0,0	21,7	182,4	112,1	617,1	155,6	1,4	220,9
Strumenti di debito	2.141,3	780,3	50,3	72,8	519,0	68,2	70,0	61,7	88,0	10,2	691,7	255,9	29,4	224,1
Obbligazioni e notes	1.826,7	652,8	45,9	61,6	408,2	67,2	69,9	60,2	62,4	7,8	592,5	228,7	28,7	193,7
Strumenti di mercato monetario	314,6	127,5	4,3	11,2	110,8	1,0	0,1	1,5	25,6	2,4	99,2	27,2	0,7	30,5
<b>Altri investimenti</b>	-304,2	-50,7	51,8	15,4	17,8	9,3	-145,0	4,5	9,4	-81,5	-13,0	-216,6	-22,8	66,4
Attività	3.664,7	1.872,1	77,0	62,0	1.618,3	105,1	9,8	21,7	92,6	209,2	510,6	354,2	41,8	562,6
Amministrazioni pubbliche	102,2	17,4	0,2	0,3	8,9	0,5	7,5	0,1	0,1	0,1	3,3	1,2	35,8	44,2
IFM	2.515,2	1.432,7	65,7	44,5	1.243,0	78,5	0,9	11,6	67,1	122,0	316,3	245,0	5,4	315,2
Altri settori	1.047,4	422,0	11,0	17,2	366,4	26,0	1,4	10,0	25,4	87,2	191,0	107,9	0,6	203,2
Passività	3.969,0	1.922,8	25,2	46,6	1.600,5	95,8	154,8	17,2	83,1	290,7	523,6	570,7	64,6	496,2
Amministrazioni pubbliche	46,5	23,7	0,0	0,3	3,3	0,0	20,1	0,0	0,8	0,1	7,4	0,2	3,3	11,1
IFM	3.180,6	1.491,7	20,0	26,3	1.270,8	74,0	100,6	12,2	55,5	243,9	400,6	518,2	60,0	398,5
Altri settori	741,9	407,4	5,2	20,0	326,4	21,8	34,0	5,0	26,8	46,7	115,6	52,3	1,4	86,6

Fonte: BCE.

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

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

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

	Totale	Totale in percentuale del PIL	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7
Posizione patrimoniale netta verso l'estero							
2002	-714,9	-9,8	179,5	-940,9	-12,6	-307,1	366,1
2003	-784,9	-10,5	87,4	-916,1	-7,5	-255,4	306,7
2004	-829,9	-10,7	106,7	-996,6	-14,9	-206,2	281,0
2005	-817,1	-10,2	324,1	-1.142,6	-14,4	-304,2	320,1
2006 3° trim.	-957,1	-11,4	433,4	-1.294,7	-15,4	-405,4	325,1
4° trim.	-969,7	-11,5	473,3	-1.473,6	-15,3	-279,9	325,8
Attività							
2002	7.419,6	102,1	2.005,9	2.291,9	133,1	2.622,6	366,1
2003	7.964,9	106,5	2.169,3	2.658,1	160,8	2.670,0	306,7
2004	8.768,7	112,7	2.337,1	3.035,8	174,1	2.940,8	281,0
2005	10.806,1	134,5	2.710,3	3.874,9	236,1	3.664,7	320,1
2006 3° trim.	11.857,5	141,2	2.944,9	4.213,6	300,0	4.073,9	325,1
4° trim.	12.325,0	146,7	3.006,2	4.393,5	289,0	4.310,5	325,8
Passività							
2002	8.134,5	111,9	1.826,4	3.232,7	145,7	2.929,7	-
2003	8.749,8	117,0	2.081,9	3.574,2	168,3	2.925,4	-
2004	9.598,6	123,4	2.230,4	4.032,3	189,0	3.147,0	-
2005	11.623,2	144,7	2.386,2	5.017,6	250,5	3.969,0	-
2006 3° trim.	12.814,5	152,6	2.511,5	5.508,4	315,4	4.479,2	-
4° trim.	13.294,7	158,3	2.532,9	5.867,1	304,3	4.590,4	-

### 2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti					
	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	1.726,8	124,4	1.602,4	442,5	2,1	440,4	1.510,1	46,2	1.464,0	571,8	3,2	568,6
2004	1.897,4	144,6	1.752,8	439,7	3,1	436,5	1.661,2	43,9	1.617,4	569,1	8,2	560,9
2005	2.184,8	166,5	2.018,3	525,4	6,6	518,8	1.777,9	45,9	1.732,1	608,2	10,1	598,1
2006 3° trim.	2.394,6	176,9	2.217,7	550,3	2,7	547,6	1.907,8	46,5	1.861,3	603,7	10,0	593,7
4° trim.	2.445,6	191,9	2.253,7	560,6	2,8	557,8	1.905,3	46,9	1.858,4	627,6	10,1	617,5

### 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	53,5	11,5	1.026,2	1.570,4	9,3	460,2	8,0	846,0	1.755,7	1,1	191,5	0,6	48,5	248,0
2004	2,1	73,9	16,1	1.160,6	1.755,9	7,9	540,7	9,7	938,0	2.041,3	0,9	231,4	0,4	54,2	235,1
2005	3,0	100,8	26,6	1.603,3	2.428,0	8,3	693,0	11,6	1.113,9	2.271,9	0,8	260,5	0,4	52,9	317,6
2006 3° trim.	2,9	114,0	33,0	1.729,4	2.748,1	7,8	789,9	10,8	1.177,5	2.442,4	1,4	283,1	4,2	59,8	317,8
4° trim.	2,8	131,4	36,2	1.817,1	2.990,4	10,4	809,7	11,4	1.210,2	2.576,1	0,9	301,0	0,2	62,1	300,6

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 4. Altri investimenti distinti per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	4,9	0,3	57,2	0,1	1,4	62,1	57,4	4,7	55,4	0,1	42,6	13,8
2003	5,2	0,7	66,0	0,2	0,2	59,0	53,2	5,8	42,4	0,0	42,3	3,8
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	0,2	62,3	54,1	8,3	42,6	0,0	42,4	3,4
2005	5,4	0,4	82,2	0,2	0,1	57,5	45,7	11,8	44,6	0,0	42,8	3,6
2006 3° trim.	7,4	0,4	95,6	0,3	0,1	50,1	38,5	11,6	45,0	0,0	46,8	3,4
4° trim.	8,4	0,4	100,0	0,2	0,1	55,0	40,2	14,8	44,7	0,0	45,1	3,4

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	1.685,1	61,0	2.250,8	48,4	174,4	487,4	199,3	288,1	90,7	104,5	364,3	47,8
2003	1.734,6	38,5	2.241,9	31,0	169,2	535,9	206,7	329,2	84,3	107,2	387,3	45,7
2004	1.950,5	45,4	2.423,0	42,2	172,4	568,8	236,8	332,0	93,5	110,2	401,4	49,7
2005	2.453,1	56,3	3.045,8	52,4	185,1	730,4	374,9	355,5	131,9	125,3	547,5	69,1
2006 3° trim.	2.705,7	56,8	3.360,7	52,3	181,8	886,5	535,7	350,8	140,1	131,0	701,0	88,1
4° trim.	2.879,2	58,6	3.414,0	55,8	185,0	943,0	610,3	332,8	136,1	128,3	759,0	84,6

### 5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali												Per memoria:			
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Totale	Valuta estera						Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nete predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di onces				Banconote, monete e depositi	Titoli				Strumenti finanziari derivati				
								presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni					Obbligazioni e notes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistema															
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,7	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 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	30,1	-0,1	0,0	26,8	-21,9
4° trim.	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,4	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 gen.	338,6	183,3	365,051	4,7	5,1	145,4	4,4	22,9	118,1	-	-	-	0,0	0,0	24,9	-24,0
feb.	337,5	183,3	364,604	4,6	4,5	145,1	4,1	26,6	114,1	-	-	-	0,2	0,0	23,6	-23,8
mar.	331,6	180,4	363,108	4,6	4,3	142,2	4,9	27,6	109,5	-	-	-	0,3	0,0	25,1	-22,6
	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
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
mar.	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,9	1,4	3,3	25,2	-	-	-	0,0	0,0	3,0	-0,6

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	1.056,8	499,3	221,3	299,8	916,4	987,7	553,1	164,0	240,1	708,6	109,1
2004	8,9	9,4	1.142,8	545,7	246,7	314,6	994,3	1.073,4	604,4	183,2	255,5	767,5	129,2
2005	7,8	13,5	1.237,1	590,2	269,6	334,7	1.068,6	1.223,3	705,0	206,5	275,9	842,8	186,3
2006	11,1	13,3	1.379,8	662,5	289,4	366,0	1.183,7	1.390,5	824,9	207,3	302,2	938,9	224,7
2005 3° trim.	10,2	15,7	317,8	150,8	70,6	85,7	275,3	318,2	183,7	53,6	70,8	216,8	52,9
4° trim.	9,8	15,9	321,6	154,6	68,9	86,6	276,1	328,7	189,3	55,9	72,6	222,5	53,8
2006 1° trim.	16,0	22,4	332,2	158,9	72,0	89,8	283,1	337,3	198,7	53,6	73,9	224,7	55,1
2° trim.	9,4	14,3	340,5	162,4	71,4	89,9	290,6	344,1	204,5	52,0	75,0	231,1	57,3
3° trim.	8,0	10,4	346,4	167,5	71,4	91,0	298,0	354,1	212,0	51,0	75,4	238,3	59,9
4° trim.	11,6	7,4	360,6	173,8	74,6	95,4	312,0	355,0	209,7	50,8	77,9	244,8	52,3
2006 set.	8,4	7,5	118,6	57,5	25,3	30,4	103,4	118,0	69,9	17,1	25,2	80,4	18,8
ott.	16,1	13,7	118,2	57,2	24,5	31,4	101,7	117,7	69,8	17,2	25,8	80,6	18,0
nov.	12,6	6,2	120,0	58,4	25,7	31,2	104,9	116,3	68,8	16,9	25,9	80,7	17,0
dic.	6,2	2,4	122,3	58,2	24,4	32,8	105,4	121,0	71,0	16,8	26,2	83,4	17,4
2007 gen.	11,8	8,1	121,4	49,4	22,2	30,8	100,6	119,6	63,4	14,1	23,3	81,1	16,1
feb.	10,3	8,5	122,1	52,7	23,7	31,8	101,3	122,3	67,2	15,2	25,6	82,0	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	1,0	3,7	108,6	106,0	106,9	113,2	108,5	102,0	100,2	97,1	110,1	100,3	103,1
2004	9,0	6,5	117,5	115,7	120,0	118,5	118,1	108,0	104,2	109,1	118,0	108,5	105,2
2005	4,8	5,0	123,7	120,2	129,6	123,6	124,3	113,9	107,5	123,7	124,2	116,7	109,8
2006	7,4	5,6	133,2	129,4	136,4	131,1	134,1	120,7	113,6	124,0	131,3	125,6	109,6
2005 3° trim.	7,0	5,6	126,1	122,0	134,9	125,6	127,3	115,8	108,3	126,6	126,6	119,4	115,5
4° trim.	5,6	5,4	126,6	123,3	131,4	126,0	127,2	117,0	108,1	132,8	127,4	121,4	108,2
2006 1° trim.	10,5	8,5	128,8	124,7	135,4	128,8	128,5	117,2	110,2	125,2	127,8	120,5	107,2
2° trim.	5,1	3,8	131,9	127,8	135,0	128,4	132,3	119,1	112,0	124,4	131,2	124,5	106,9
3° trim.	5,0	4,5	133,7	130,4	135,2	130,6	135,1	122,1	115,6	123,1	130,4	127,0	116,2
4° trim.	9,0	5,7	138,6	134,8	139,9	136,6	140,4	124,3	116,7	123,2	135,5	130,4	108,2
2006 set.	5,6	3,1	137,2	133,8	143,4	131,3	140,1	123,0	115,6	123,8	131,4	128,1	115,3
ott.	13,3	11,5	136,5	133,4	137,8	134,7	137,2	124,2	117,3	124,9	134,2	129,0	114,3
nov.	9,4	4,2	138,4	135,4	144,9	134,5	141,6	122,1	115,2	121,9	135,4	128,8	106,7
dic.	4,2	1,4	140,9	135,5	136,9	140,6	142,3	126,6	117,5	122,7	136,8	133,4	103,7
2007 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	-3,2	-3,0	97,5	96,1	96,3	101,0	97,3	94,7	93,6	92,3	99,2	95,9	86,4
2004	-0,1	2,6	97,4	96,3	95,6	101,3	97,1	97,1	98,3	91,7	98,5	96,0	99,7
2005	2,8	8,0	100,2	100,2	96,7	103,3	99,1	104,9	111,2	91,2	101,0	98,0	137,7
2006	3,6	7,4	103,7	104,5	98,7	106,5	101,7	112,7	123,1	91,4	104,7	101,5	166,7
2005 3° trim.	3,0	9,6	101,0	100,9	97,3	104,1	99,7	107,5	115,0	92,6	101,7	98,6	148,9
4° trim.	4,1	10,0	101,8	102,3	97,5	104,8	100,1	109,9	118,7	92,0	103,7	99,5	161,7
2006 1° trim.	5,0	12,8	103,4	104,0	99,0	106,3	101,6	112,6	122,3	93,5	105,1	101,3	167,4
2° trim.	4,1	10,2	103,4	103,8	98,4	106,8	101,2	113,0	123,9	91,4	103,9	100,8	174,3
3° trim.	2,8	5,7	103,8	104,9	98,2	106,3	101,7	113,4	124,4	90,5	105,1	101,9	167,7
4° trim.	2,4	1,6	104,3	105,3	99,2	106,6	102,5	111,7	121,9	90,2	104,6	101,9	157,4
2006 set.	2,7	4,2	104,0	105,3	98,4	105,9	102,0	112,6	123,0	90,5	104,9	102,2	158,9
ott.	2,5	1,9	104,1	105,0	99,2	106,7	102,5	111,2	121,1	90,1	104,8	101,8	153,3
nov.	3,0	1,9	104,3	105,7	99,0	106,3	102,5	111,8	121,6	90,9	104,4	102,2	155,3
dic.	1,9	0,9	104,4	105,2	99,3	106,8	102,4	112,1	123,0	89,5	104,7	101,9	163,7
2007 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (indici di volume e destagionalizzazione degli indici di valore unitario).

## 7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

### 2. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone	Altri paesi asiatici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2003	1.056,8	24,9	38,6	194,5	125,0	29,1	63,3	24,8	167,0	35,1	31,2	135,4	59,2	37,9	90,9
2004	1.142,8	25,7	42,2	205,4	138,3	35,9	66,2	32,1	172,5	40,3	33,2	150,4	64,2	40,4	96,0
2005	1.237,1	29,0	45,1	203,2	157,9	43,6	70,7	34,8	185,0	43,3	34,0	165,9	72,9	46,8	104,8
2006	1.379,8	31,1	49,7	214,8	193,8	55,3	76,5	38,5	199,8	53,5	34,5	183,2	76,9	54,3	117,9
2005 3° trim.	317,8	7,5	11,4	51,4	40,2	11,2	17,8	9,2	47,5	11,3	8,5	43,7	19,1	12,2	26,7
4° trim.	321,6	7,5	11,3	51,2	42,4	11,5	17,7	9,5	48,4	11,5	8,5	42,3	19,3	12,4	28,1
2006 1° trim.	332,2	7,5	11,6	53,2	44,6	12,6	18,0	9,7	49,6	12,6	8,8	43,6	19,3	13,2	27,9
2° trim.	340,5	7,7	12,3	53,3	47,6	13,0	18,4	9,8	49,7	12,8	8,5	45,1	18,9	13,4	30,3
3° trim.	346,4	7,8	12,7	54,3	49,5	14,2	19,3	9,6	49,7	13,5	8,6	45,8	19,0	13,6	28,8
4° trim.	360,6	8,1	13,1	53,9	52,2	15,6	20,8	9,5	50,8	14,6	8,6	48,7	19,7	14,0	30,9
2006 set.	118,6	2,6	4,3	17,8	17,0	5,0	6,5	3,3	16,9	4,8	2,9	16,1	6,4	4,8	10,2
ott.	118,2	2,7	4,4	18,0	17,1	5,2	7,0	3,1	16,0	4,8	2,9	15,8	6,4	4,7	10,3
nov.	120,0	2,7	4,3	18,0	17,3	5,3	6,9	3,4	17,1	5,0	2,9	16,5	6,7	4,6	9,5
dic.	122,3	2,7	4,4	18,0	17,8	5,1	7,0	3,1	17,7	4,9	2,8	16,4	6,7	4,7	11,1
2007 gen.	121,4	2,8	4,5	18,9	17,7	5,1	7,1	3,5	16,6	4,6	2,9	16,4	7,0	4,8	9,5
feb.	122,1														
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2006	100,0	2,3	3,6	15,6	14,0	4,0	5,5	2,8	14,5	3,9	2,5	13,3	5,6	3,9	8,5
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2003	987,7	23,7	36,9	138,6	108,9	47,2	50,4	19,2	110,5	74,4	52,0	141,8	68,8	39,7	75,6
2004	1.073,4	25,4	39,8	145,0	116,6	56,4	53,5	23,2	113,1	92,1	54,4	161,1	72,8	45,2	74,8
2005	1.223,3	26,3	42,2	152,5	129,2	76,7	58,0	25,2	119,9	117,9	53,1	189,9	95,9	53,5	82,8
2006	1.390,5	27,3	47,4	165,5	153,6	94,4	62,1	29,1	128,2	143,6	56,0	212,5	109,5	65,9	95,3
2005 3° trim.	318,2	6,6	10,7	39,5	33,0	19,9	15,0	6,2	30,9	31,5	13,6	50,0	26,7	14,1	20,6
4° trim.	328,7	6,6	11,0	39,2	34,0	21,2	15,2	6,7	31,2	32,1	13,7	53,1	26,3	14,9	23,6
2006 1° trim.	337,3	6,7	11,3	41,1	35,2	23,3	15,0	7,1	31,6	33,5	14,2	51,5	26,8	15,6	24,5
2° trim.	344,1	6,7	11,4	42,9	37,3	24,4	15,4	7,5	31,5	34,4	13,9	53,3	27,0	15,8	22,6
3° trim.	354,1	7,0	12,1	41,3	39,4	23,8	15,9	7,3	32,2	36,0	14,3	55,0	27,8	16,7	25,2
4° trim.	355,0	6,9	12,6	40,2	41,7	22,9	15,7	7,3	32,8	39,8	13,6	52,8	27,9	17,9	22,9
2006 set.	118,0	2,3	4,1	13,3	13,4	7,8	5,3	2,4	10,6	12,4	4,8	18,4	8,7	5,5	9,0
ott.	117,7	2,2	4,1	13,3	13,9	7,6	5,2	2,4	10,9	12,5	4,6	17,9	9,2	5,7	8,3
nov.	116,3	2,3	4,2	13,5	13,6	7,6	5,2	2,4	10,4	13,4	4,5	17,6	9,3	5,9	6,3
dic.	121,0	2,4	4,4	13,4	14,2	7,7	5,3	2,5	11,5	13,8	4,5	17,3	9,4	6,2	8,3
2007 gen.	119,6	2,4	4,4	13,3	14,0	7,6	5,5	2,6	11,2	13,8	5,0	17,5	8,8	6,2	7,3
feb.	122,3														
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	11,0	6,8	4,5	2,1	9,2	10,3	4,0	15,3	7,9	4,7	6,9
<b>Saldo</b>															
2003	69,1	1,2	1,7	55,9	16,1	-18,1	12,9	5,6	56,5	-39,3	-20,8	-6,4	-9,7	-1,8	15,4
2004	69,4	0,4	2,4	60,3	21,7	-20,5	12,7	8,9	59,4	-51,8	-21,1	-10,7	-8,6	-4,9	21,2
2005	13,8	2,7	2,9	50,6	28,7	-33,1	12,7	9,6	65,1	-74,6	-19,1	-24,0	-23,0	-6,7	22,0
2006	-10,8	3,8	2,3	49,2	40,1	-39,0	14,4	9,5	71,6	-90,2	-21,5	-29,4	-32,5	-11,6	22,6
2005 3° trim.	-0,4	0,8	0,7	12,0	7,3	-8,7	2,8	3,0	16,6	-20,2	-5,1	-6,3	-7,6	-1,9	6,1
4° trim.	-7,1	0,9	0,3	11,9	8,5	-9,7	2,6	2,8	17,2	-20,5	-5,2	-10,8	-7,0	-2,5	4,5
2006 1° trim.	-5,1	0,8	0,3	12,1	9,3	-10,7	3,0	2,6	18,0	-20,9	-5,3	-7,9	-7,5	-2,4	3,4
2° trim.	-3,6	1,0	0,8	10,4	10,3	-11,4	3,0	2,3	18,1	-21,6	-5,5	-8,2	-8,1	-2,4	7,6
3° trim.	-7,6	0,8	0,7	13,0	10,1	-9,5	3,4	2,3	17,4	-22,5	-5,7	-9,2	-8,9	-3,1	3,5
4° trim.	5,6	1,2	0,5	13,8	10,4	-7,4	5,1	2,2	18,0	-25,1	-5,0	-4,1	-8,2	-3,8	8,0
2006 set.	0,6	0,3	0,2	4,6	3,5	-2,8	1,3	0,9	6,2	-7,6	-1,8	-2,4	-2,3	-0,7	1,2
ott.	0,5	0,5	0,3	4,6	3,2	-2,4	1,8	0,7	5,1	-7,8	-1,7	-2,1	-2,8	-1,0	2,0
nov.	3,8	0,4	0,1	4,6	3,7	-2,3	1,6	0,9	6,7	-8,4	-1,7	-1,1	-2,6	-1,3	3,2
dic.	1,3	0,3	0,0	4,6	3,6	-2,6	1,6	0,6	6,2	-8,9	-1,6	-0,9	-2,7	-1,5	2,8
2007 gen.	1,8	0,4	0,2	5,5	3,7	-2,5	1,5	1,0	5,5	-9,1	-2,1	-1,1	-1,9	-1,5	2,2
feb.	-0,2														

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	106,0	104,8	-	-	-	112,0	104,8	
2006 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	103,7	-	-	-	111,3	104,6	
set.	104,4	105,2	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	104,3	-	-	-	111,5	104,3	
feb.	105,4	105,9	104,8	-	-	-	111,9	104,6	
mar.	106,1	106,6	105,3	-	-	-	112,7	105,3	
apr.	107,1	107,6	106,3	-	-	-	113,7	106,2	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2007 apr.	1,0	1,0	0,9	-	-	-	0,8	0,8	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2007 apr.	4,0	3,5	3,7	-	-	-	4,5	3,6	

### F35 Tassi di cambio effettivi

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

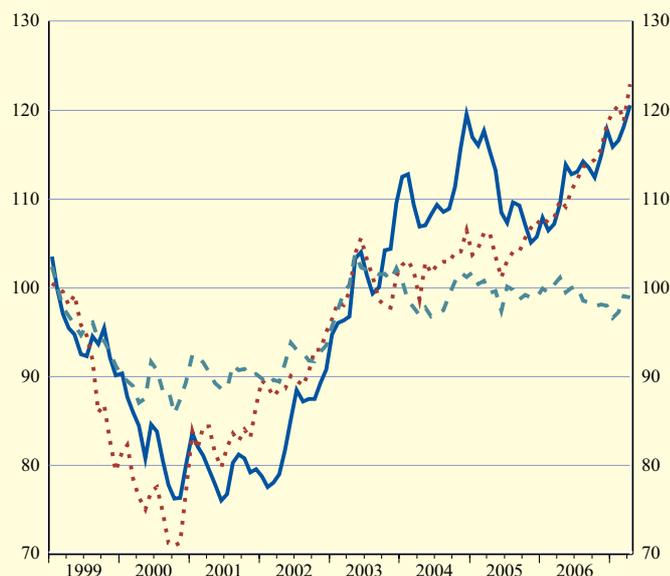
— TCE-24 nominale  
 - - - TCE-24 reale IPC



### F36 Tassi di cambio bilaterali

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

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



Fonte: BCE.

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

## 8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
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 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
apr.	7,4530	9,2372	0,67934	1,3516	160,68	1,6375	1.257,99	10,5634	2,0476	1,5334	8,1194	1,6336
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 apr.	0,0	-0,7	-0,1	2,1	3,5	1,6	0,7	2,1	1,4	-0,9	-0,2	-2,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 apr.	-0,1	-1,0	-2,2	10,1	11,9	4,0	7,6	11,0	4,2	9,1	3,5	-2,0
	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 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	
apr.	28,015	15,6466	0,58148	0,7036	3,4528	246,00	0,4293	3,8144	33,491	1,9558	3,3338	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 apr.	-0,1	0,0	0,3	-0,7	0,0	-1,5	0,0	-1,8	-1,0	0,0	-1,1	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 apr.	-1,7	0,0	0,9	1,1	0,0	-7,3	0,0	-2,6	-10,4	0,0	-4,5	
	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 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	
apr.	10,4400	7,3967	88,36	12.290,98	4,6449	1,8394	64,421	34,9054	9,6089	44,010	1,8362	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2007 apr.	1,9	0,4	-0,4	1,2	0,5	-2,9	0,6	1,0	-1,4	1,6	-1,6	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2007 apr.	6,1	1,2	-3,9	12,2	3,4	-6,8	2,1	3,3	28,7	-5,6	12,1	

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 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
2007 1° trim.	5,3	1,7	1,9	5,1	1,4	7,6	4,4	8,8	0,8	2,0	3,9	2,1	1,7	2,8
2006 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
mar.	4,4	2,1	1,9	5,6	1,4	8,5	4,8	9,0	0,5	2,4	3,7	2,1	1,6	3,1
apr.	.	.	.	5,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL														
2004	2,2	-2,9	2,0	2,3	-4,1	-1,0	-1,5	-6,5	-4,9	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,1
2005	1,9	-3,5	4,7	2,3	-2,3	-0,2	-0,5	-7,8	-3,1	-4,3	-1,4	-2,8	2,1	-3,1
2006	3,3	-2,9	4,2	3,8	-1,5	0,4	-0,3	-9,2	-2,6	-3,9	-1,9	-3,4	2,2	-2,8
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL														
2004	37,9	30,7	44,0	5,2	70,3	14,5	19,4	59,4	73,9	45,7	18,8	41,5	52,4	40,3
2005	29,2	30,4	36,3	4,4	69,2	12,0	18,6	61,7	72,4	47,1	15,8	34,5	52,2	42,2
2006	22,8	30,4	30,2	4,1	65,3	10,0	18,2	66,0	66,5	47,8	12,4	30,7	46,9	43,5
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo														
2006 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
mar.	4,22	3,76	3,96	-	4,47	5,14	4,24	6,79	4,38	5,19	7,53	4,24	3,79	4,88
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo														
2006 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
mar.	4,19	2,56	4,07	4,06	3,97	6,30	4,05	8,10	4,18	4,22	7,49	4,48	3,43	5,55
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 3° trim.	6,7	6,0	2,7	11,3	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	10,9	3,6	11,7	7,0	3,4	3,6	6,6	7,6	9,6	4,9	3,0
2007 1° trim.	.	.	.	.	.	.	6,7	.	.	.	.	.	.	2,8
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL														
2005	-11,1	-2,4	3,9	-9,5	-5,1	-11,2	-5,9	-6,0	-4,9	-1,4	-7,9	-8,6	7,1	-2,3
2006	-15,4	-4,0	2,4	-12,3	-5,9	-19,9	-9,7	-4,9	-3,3	-1,7	-10,4	-8,4	6,7	-3,4
2006 2° trim.	-12,1	-5,9	2,7	-10,6	-2,3	-16,3	-8,3	-5,4	-6,0	-1,7	-13,6	-9,3	6,0	-3,0
3° trim.	-4,3	-5,1	4,6	-12,6	8,6	-22,7	-11,1	-4,2	5,2	-0,7	-9,5	-10,1	7,3	-3,5
4° trim.	-24,5	-5,3	1,4	-14,5	-19,5	-25,3	-10,0	-2,9	-3,0	-2,6	-10,7	-7,3	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	.	2,5	5,7	1,9	13,8	7,0	.	-0,7	.	.	1,7	-0,6	.
2006 2° trim.	.	.	2,0	5,1	.	.	3,5	.	-0,6	.	.	3,7	-0,3	.
3° trim.	.	.	2,9	5,6	.	.	11,1	.	-0,9	.	.	0,5	0,5	.
4° trim.	.	.	4,0	8,3	.	.	10,0	.	-1,2	.	.	1,0	-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	17,7	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	7,3	13,8	7,3	13,4	7,0	5,3
2006 3° trim.	9,2	7,1	3,7	5,8	4,6	6,7	6,0	7,6	7,2	13,5	7,6	13,1	6,8	5,4
4° trim.	8,3	6,7	3,6	5,6	4,5	6,0	4,9	7,7	7,0	12,6	7,3	12,3	6,5	5,3
2007 1° trim.	8,2	6,4	3,4	4,9	4,4	5,8	5,7	8,0	6,7	11,7	7,8	11,0	6,7	.
2006 dic.	8,3	6,5	3,5	5,4	4,4	5,9	4,9	7,8	6,9	12,2	7,4	11,9	6,6	5,4
2007 gen.	8,4	6,5	3,3	4,9	4,4	6,0	5,8	7,9	6,7	12,1	7,7	11,2	6,7	5,4
feb.	8,2	6,4	3,4	4,9	4,4	5,8	5,7	8,0	6,7	11,7	7,7	11,0	6,7	.
mar.	8,0	6,2	3,4	4,9	4,3	5,6	5,5	8,1	6,6	11,4	7,8	10,8	6,6	.
apr.	.	.	.	.	4,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

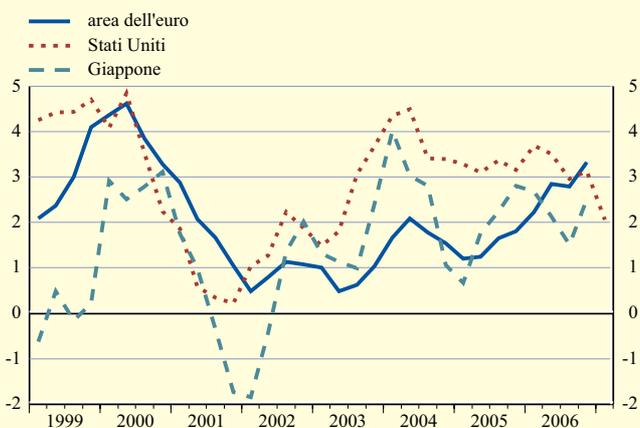
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 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	6,9	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	0,1	3,9	3,0	5,5	4,6	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	-0,1	3,2	4,0	5,1	4,3	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	4,7	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.	2,4	-2,0	2,1	2,4	4,5	5,7	5,36	4,68	1,3106	.	.
2006 dic.	2,5	-	-	3,6	4,5	5,3	5,36	4,57	1,3213	-	-
2007 gen.	2,1	-	-	2,1	4,6	5,5	5,36	4,76	1,2999	-	-
feb.	2,4	-	-	2,5	4,5	5,5	5,36	4,73	1,3074	-	-
mar.	2,8	-	-	2,7	4,4	6,1	5,35	4,56	1,3242	-	-
apr.	.	-	-	.	4,5	.	5,35	4,69	1,3516	-	-
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	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2006 1° trim.	-0,1	-1,6	2,7	3,0	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
2° trim.	0,2	-2,4	2,1	4,7	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
3° trim.	0,6	-2,9	1,5	5,6	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
4° trim.	0,3	-3,6	2,5	5,9	4,1	0,7	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 1° trim.	-0,1	.	.	2,9	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
2006 dic.	0,3	-3,1	.	5,2	4,1	0,7	0,56	1,64	154,82	-	-
2007 gen.	0,0	.	.	4,4	4,0	0,9	0,56	1,71	156,56	-	-
feb.	-0,2	.	.	3,1	4,0	1,0	0,59	1,71	157,60	-	-
mar.	-0,1	.	.	1,5	4,0	1,1	0,71	1,62	155,24	-	-
apr.	.	.	.	.	.	.	0,66	1,67	160,68	-	-

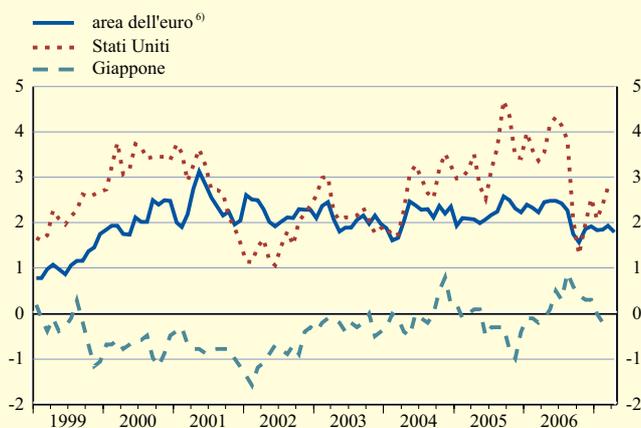
### F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.

2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.

5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

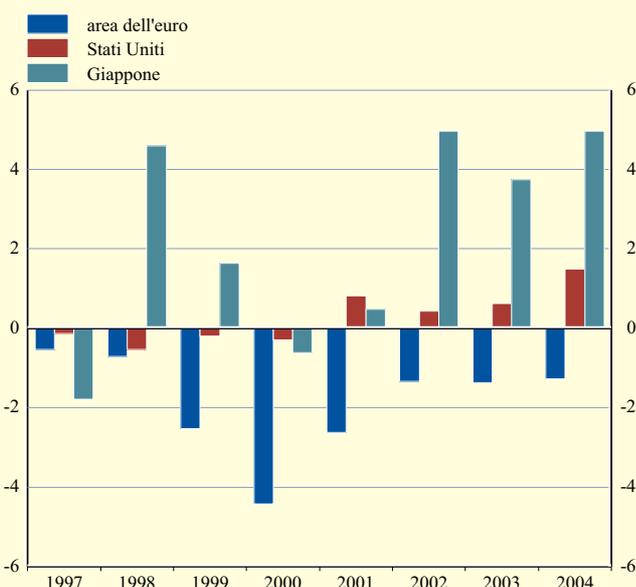
6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

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

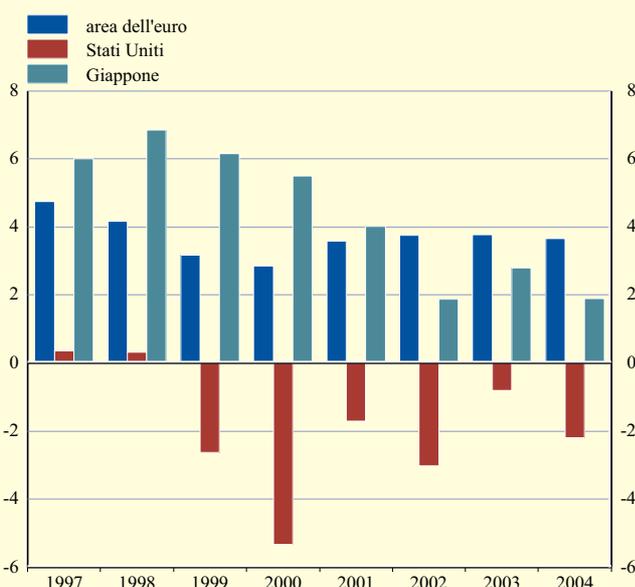
**2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari**

	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:

$$(a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$(b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### 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:

$$(c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  sono definite come:

$$(d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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:

$$(e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

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:

$$(f) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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  $a_t^p$ , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni

derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

##### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Definendo come  $T_t$  le transazioni nel trimestre  $t$  e come  $L_t$  le consistenze al termine del trimestre  $t$ , il tasso di crescita per il trimestre  $t$  viene calcolato come:

$$(j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

##### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con  $N_t^M$  le transazioni (emissioni nette) nel mese  $t$  e con  $L_t$  il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese  $t$ , l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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'8 maggio 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 sezione 5.1) è

disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla Classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2 sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>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 com-

ponente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio ad esclusione delle vendite di veicoli a motore e motocicli ed al netto delle riparazioni. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle

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 calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

#### **EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO**

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.



## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>



### 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 E 10 MAGGIO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.





## 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 febbraio 2007 e aprile 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 annuale 2006*, aprile 2007.

### RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

*Rapporto sulla convergenza maggio 2006*.

*Rapporto sulla convergenza dicembre 2006*.

*Rapporto sulla convergenza maggio 2007*.

### ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

*La prevedibilità della politica monetaria della BCE*, gennaio 2006.

*Hedge fund: sviluppi e implicazioni sul piano delle scelte di policy*, gennaio 2006.

*Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro*, febbraio 2006.

*Politiche di bilancio e mercati finanziari*, febbraio 2006.

*L'importanza delle riforme della spesa pubblica per la crescita economica e la stabilità*, aprile 2006.

*La gestione di portafoglio presso la BCE*, aprile 2006.

*Regimi monetari e di cambio tra l'area dell'euro e alcuni paesi terzi e territori*, aprile 2006.

*Il contributo della BCE e dell'Eurosistema all'integrazione finanziaria europea*, maggio 2006.

*La lista unica nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema*, maggio 2006.

*L'emissione azionaria nell'area dell'euro*, maggio 2006.

*Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro*, luglio 2006.

*Competitività ed esportazioni dell'area dell'euro*, luglio 2006.

*La domanda settoriale di moneta: determinanti e andamenti recenti*, agosto 2006.

*L'evoluzione dei sistemi di pagamento di importo rilevante nell'area dell'euro*, agosto 2006.

*Evoluzione demografica nell'area dell'euro: previsioni e conseguenze*, ottobre 2006.

*Conti finanziari e non finanziari integrati per i settori istituzionali dell'area dell'euro*, ottobre 2006.

*"Attivismo" della politica monetaria*, novembre 2006.

*Lo sviluppo finanziario nell'Europa centrale, orientale e sud-orientale*, novembre 2006.

*L'esperienza dell'Eurosistema dopo le operazioni di regolazione puntuale alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve*, novembre 2006.

*L'ampliamento dell'economia dell'UE e dell'area dell'euro*, gennaio 2007.

*Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro nell'area dell'euro nell'ultimo decennio*, gennaio 2007.

*L'espansione economica cinese nella giusta prospettiva*, gennaio 2007.

*Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro*, febbraio 2007.

*Gli accordi dell'UE per la gestione delle crisi finanziarie*, febbraio 2007.

*Le rimesse degli emigrati verso le regioni confinanti con l'UE*, febbraio 2007.  
*La comunicazione della politica monetaria ai mercati finanziari*, aprile 2007.  
*Origini e implicazioni dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro*, aprile 2007.  
*Il raccordo disavanzo-debito delle amministrazioni pubbliche*, aprile 2007.  
*Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro*, maggio 2007.  
*Concorrenza e performance economica del settore dei servizi nell'area dell'euro*, maggio 2007.  
*Determinanti della crescita negli Stati membri dell'UE in Europa centrale e orientale*, maggio 2007.  
*Operazioni di riacquisto di azioni proprie nell'area dell'euro*, maggio 2007.

#### **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.
- 59 *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience*, di C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler e T. Rautanen, aprile 2007.
- 60 *Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa*, di U. Böwer, A. Geis e A. Winkler, aprile 2007.
- 61 *Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach*, di O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini e T. Zumer, aprile 2007.

#### WORKING PAPERS SERIES

- 720 *Real price wage rigidities in a model with matching frictions*, di K. Kuester, 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 Sáez, 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. Brúha 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.
- 745 *Market discipline, financial integration and fiscal rules: what drives spreads in the euro area government bond market?*, di S. Manganelli e G. Wolswijk, aprile 2007.
- 746 *U.S. evolving macroeconomic dynamics: a structural investigation*, di L. Benati e H. Mumtaz, aprile 2007.
- 747 *Tax reform and labour-market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the New Area-Wide Model*, di G. Coenen, P. McAdam e R. Straub, aprile 2007.

#### **ALTRE PUBBLICAZIONI**

- Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables*, gennaio 2006 (disponibile solo online).
- Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling*, gennaio 2006 (disponibile solo online).
- Euro Money Market Survey 2005*, gennaio 2006.
- Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, febbraio 2006.
- Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report)*, febbraio 2006 (disponibile online; copie cartacee solo in inglese).
- Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet*, febbraio 2006 (disponibile online).
- Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment*, febbraio 2006 (disponibile solo online).
- National implementation of Regulation ECB/2001/13*, febbraio 2006 (disponibile solo online).
- Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)*, marzo 2006.
- ECB statistics: an overview*, aprile 2006.
- TARGET Annual Report 2005*, maggio 2006.
- Financial Stability Review*, maggio 2006.
- Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)*, giugno 2006 (disponibile solo online).
- Communication on TARGET2*, luglio 2006 (disponibile solo online).
- Government Finance Statistics Guide*, agosto 2006.
- Implementation of banknote recycling framework*, agosto 2006.

*L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, settembre 2006.

*Differences in MFI interest rates across euro area countries*, settembre 2006.

*Indicators of financial integration in the euro area*, settembre 2006.

*Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries*, ottobre 2006 (disponibile solo online).

*EU banking structures*, ottobre 2006.

*EU banking sector stability*, novembre 2006.

*The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics*, novembre 2006.

*Third progress report on TARGET2*, novembre 2006 (disponibile solo online).

*The Eurosystem's view of a 'SEPA for cards'*, novembre 2006 (disponibile solo online).

*Financial Stability Review*, dicembre 2006.

*The European Central Bank - History, role and functions*, seconda edizione rivista, dicembre 2006.

*Assessment of accounting standards from a financial stability perspective*, dicembre 2006 (solo online).

*Research Bulletin No. 5*, dicembre 2006.

*Extension of the transmission period laid down in the ECB Banknote Recycling Framework for six euro area countries*, dicembre 2006.

*Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2005 data (Blue Book)*, dicembre 2006.

*Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem Credit Assessment Framework*, dicembre 2006 (solo online).

*Correspondent central banking model (CCBM) - procedure for Eurosystem counterparties*, dicembre 2006 (solo online).

*Government finance statistics guide*, gennaio 2007.

*Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament*, gennaio 2007.

*Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament*, gennaio 2007.

*Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report*, febbraio 2007.

*List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves*, febbraio 2007 (disponibile solo online).

*Financial statistics for a global economy - Proceedings of the 3rd ECB Conference on statistics*, febbraio 2007.

*Euro Money Market Study 2006*, febbraio 2007 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament*, febbraio 2007.

*Monetary financial institutions and markets statistics sector manual*, marzo 2007.

*Financial Integration in Europe*, marzo 2007.

*TARGET2-Securities – The blueprint*, marzo 2007 (disponibile solo online).

*TARGET2-Securities – Technical feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).

*TARGET2-Securities – Operational feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).

*TARGET2-Securities – Legal feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).

*TARGET2-Securities – Economic feasibility*, marzo 2007 (disponibile solo online).

*Risk measurement and systemic risk. Fourth Joint Central Bank Research Conference, 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System*, aprile 2007.

*How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins*, aprile 2007.

*Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*, aprile 2007.

#### **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.