



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE
OTTOBRE**

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

08 | 2007

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE OTTOBRE 2007

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

© Banca Centrale Europea, 2007

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main - Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main - Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

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

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

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 2 ottobre 2007.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



INDICE

EDITORIALE	5	STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI		ALLEGATI	
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 2006	V
Prezzi e costi	45	Glossario	XIII
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	54		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	65		
Riquadri:			
1 Nuove serie storiche dell'area dell'euro relative ai prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie	17		
2 Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro	21		
3 La recente ridefinizione del prezzo del rischio di credito	35		
4 La volatilità e la dispersione fra paesi degli utili societari nell'area dell'euro	42		
5 Il grado di utilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro: misure e implicazioni	48		
6 Andamenti settoriali della crescita della produttività totale dei fattori nei paesi dell'area dell'euro	58		
ARTICOLI			
Andamenti a lungo termine dei prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro: principali profili e determinanti	71		
Il sistema delle garanzie del Federal Reserve System, della Banca del Giappone e dell'Eurosistema	89		
La circolazione e l'offerta di banconote in euro: i lavori preparatori per la seconda serie di banconote	105		

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

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

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



EDITORIALE

Nella riunione del 4 ottobre 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 precedente riunione, tenuta il 6 settembre, hanno confermato che le prospettive di medio periodo per la stabilità dei prezzi sono soggette a rischi verso l'alto. In questo contesto, considerando anche la vigorosa espansione della moneta e del credito nell'area dell'euro, la politica monetaria della BCE è pronta a contrastare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, in linea con il suo obiettivo primario. Le variabili economiche fondamentali dell'area confortano prospettive favorevoli per l'attività economica a medio termine. In particolare, gli utili e la redditività delle imprese sono stati consistenti, l'occupazione è cresciuta a ritmi sostenuti e la disoccupazione ha registrato un calo. Questo quadro è tuttavia caratterizzato da maggiore incertezza, riconducibile alla volatilità dei mercati finanziari e alla rivalutazione del rischio nelle ultime settimane. Poiché rispetto alla riunione del 6 settembre si dispone di una gamma limitata di nuovi dati economici, occorre valutare con particolare cautela qualsiasi potenziale impatto degli andamenti dei mercati finanziari sull'economia reale. Resta pertanto necessario raccogliere maggiori informazioni ed esaminare nuovi dati prima di trarre ulteriori conclusioni per la politica monetaria nel contesto della strategia della BCE orientata al medio periodo e incentrata sul mantenimento della stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo seguirà dunque tutti gli sviluppi con molta attenzione. Sulla base della sua valutazione e intervenendo con tempestività e fermezza, farà in modo di evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine e assicurerà un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi su un orizzonte di medio-lungo periodo, contribuendo a realizzare condizioni favorevoli a una crescita economica sostenuta, al buon funzionamento dei mercati e all'ulteriore creazione di posti di lavoro. Tale ancoraggio delle aspettative è quanto mai importante in una fase di volatilità dei mercati finanziari e di acuita incertezza. Per quanto concerne i mercati finanziari, il Consiglio diret-

tivo continuerà a seguirne con grande attenzione i futuri andamenti.

Guardando innanzitutto all'analisi economica, i dati disponibili suggeriscono che la vigorosa espansione dell'attività registrata nell'area dell'euro durante la prima metà del 2007 sia proseguita nel corso dell'estate. Tale evoluzione si riflette anche nelle previsioni disponibili sulla crescita del PIL in termini reali per il terzo e il quarto trimestre del 2007. Sebbene la volatilità dei mercati finanziari sembri avere contribuito a un peggioramento degli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese dell'area nel mese di settembre, questi permangono su livelli superiori alle medie storiche e continuano a segnalare il perdurare di una crescita sostenuta nella seconda metà del 2007.

In una prospettiva di più lungo periodo, le previsioni disponibili per il 2008 confermano lo scenario principale delineato dal Consiglio direttivo secondo cui la crescita del PIL in termini reali risulterebbe prossima a quella del prodotto potenziale. Tale scenario presuppone che l'attività mondiale resti sostenuta e che il rallentamento dell'economia statunitense venga compensato in ampia misura dal protratto vigore dei mercati emergenti. Ciò continuerà a essere di impulso alle esportazioni e agli investimenti dell'area dell'euro. Anche l'aumento dei consumi nell'area dovrebbe contribuire all'espansione economica, in linea con l'andamento del reddito disponibile reale, allorché le condizioni per l'occupazione resteranno favorevoli. Su questo sfondo, dato il potenziale impatto della maggiore volatilità dei mercati finanziari e della rivalutazione dei premi al rischio sull'economia reale, si è acuita l'incertezza che circonda le prospettive sostanzialmente positive per l'attività economica.

Nel complesso, si ritiene che le prospettive di crescita siano soggette a rischi verso il basso, legati principalmente a un impatto potenzialmente più ampio della rivalutazione del rischio in atto nei mercati finanziari sul clima di fiducia e sulle condizioni di finanziamento, ai timori di spinte protezionistiche e di possibili andamenti disordinati connessi agli squilibri mondiali,

nonché a ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per settembre un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 2,1 per cento sui dodici mesi, in forte aumento rispetto all'1,7 di agosto. Come già segnalato in precedenza dal Consiglio direttivo, gli sfavorevoli effetti dei prezzi dell'energia incideranno marcatamente sull'inflazione al consumo nel prossimo periodo. Principalmente a seguito di tali effetti, dovuti al sensibile calo dei prezzi dell'energia di un anno fa unitamente ai recenti notevoli rincari del petrolio, il Consiglio direttivo si attende che il tasso di inflazione rimanga su livelli nettamente superiori al 2 per cento nei restanti mesi del 2007 e agli inizi del 2008, per poi tornare a scendere. Di riflesso soprattutto a vincoli di capacità e a condizioni relativamente tese sui mercati del lavoro, l'inflazione dovrebbe collocarsi intorno al 2 per cento nella media del 2008.

Le prospettive per l'andamento dei prezzi continuano a essere soggette a rischi al rialzo, che restano connessi fra l'altro a possibili ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli, nonché ad aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette in aggiunta a quelli anticipati finora. Tenendo conto dell'esistenza di vincoli di capacità, dello slancio della crescita del PIL in termini reali osservato negli ultimi trimestri e dei segnali positivi provenienti dai mercati del lavoro, la dinamica salariale può risultare più vivace rispetto alle attese correnti e il maggior potere delle imprese nel determinare i prezzi si potrebbe manifestare in segmenti di mercato a bassa concorrenza. Questa evoluzione comporterebbe rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. È pertanto cruciale che tutte le parti coinvolte mostrino senso di responsabilità.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Una valutazione di ampio respiro dei dati monetari induce a ritenere che l'espansione di fondo di moneta e credito resti esuberante. Tuttavia, il tasso di crescita

sui dodici mesi dell'aggregato monetario M3, prossimo al 12 per cento in agosto, e quello dei prestiti alle società non finanziarie, che ha raggiunto il livello massimo di oltre il 14 per cento nello stesso mese, potrebbero avere risentito di diversi fattori di carattere temporaneo o straordinario, quali l'appiattimento della curva dei rendimenti e la recente volatilità dei mercati finanziari, così che l'espansione di fondo di moneta e credito risulterebbe sovrastimata.

Una valutazione di ampio respiro delle tendenze di fondo di moneta e credito riveste particolare importanza nell'attuale contesto caratterizzato dalla volatilità dei mercati finanziari, poiché quest'ultima potrebbe influenzare il comportamento degli operatori privati nel breve periodo e incidere quindi sugli andamenti della moneta. I dati monetari e creditizi possono dunque fornire indicazioni rilevanti sulle reazioni delle istituzioni finanziarie, delle famiglie e delle imprese a tale volatilità. Di fatto, i passati episodi di maggiore incertezza sui mercati finanziari sono stati associati a cospicue riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie liquide e sicure. Allo stadio attuale, i dati monetari continuano a fornire scarse indicazioni su queste riallocazioni dopo l'aumento della volatilità agli inizi di agosto, tuttavia non si può escludere che il flusso di prestiti bancari alle società non finanziarie nello stesso mese rifletta in parte la reintermediazione di alcuni finanziamenti attraverso i bilanci bancari. Saranno necessari ulteriori dati per acquisire una visione più completa dell'impatto della volatilità sui bilanci bancari, sulle condizioni di finanziamento e sulla crescita monetaria e creditizia.

Nel complesso, il persistente vigore dell'espansione di fondo di moneta e credito indica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine. Gli andamenti monetari continuano, dunque, a richiedere un'osservazione molto attenta finalizzata da un lato a individuare le tendenze di fondo, dall'altro a comprendere meglio la dinamica di breve periodo. Ciò consentirà di tracciare un quadro più esaustivo della reazione del settore privato all'accresciuta volatilità dei mercati finanziari.

In sintesi, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria ha confermato la presenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine, in un contesto caratterizzato dalla solidità delle variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro. Pertanto, considerando anche la vigorosa crescita della moneta e del credito nell'area, la politica monetaria della BCE è pronta a contrastare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, in linea con il suo obiettivo primario. Nel contempo, dato il più elevato grado di incertezza, occorrono maggiori informazioni prima di trarre ulteriori conclusioni per la politica monetaria. Il Consiglio direttivo seguirà dunque tutti gli sviluppi con molta attenzione. Sulla base della sua valutazione e intervenendo con tempestività e fermezza, farà in modo di evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine e assicurerà un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi su un orizzonte di medio-lungo periodo, cosa quanto mai importante nel contesto attuale. Per quanto concerne i mercati finanziari, il Consiglio direttivo continuerà a seguirne con grande attenzione i futuri andamenti.

Quanto alle politiche fiscali, il Consiglio direttivo nutre crescenti timori riguardo a un allentamento degli sforzi di risanamento strutturale delle finanze pubbliche e al ritardo nell'attuazione di misure di riequilibrio incisive. In tale contesto, tutti i paesi interessati dell'area dell'euro sono esortati a tenere fede all'impegno preso nell'ambito del Patto di stabilità e crescita di apportare miglioramenti strutturali ai saldi di bilancio. L'impegno assunto dall'Eurogruppo di conseguire gli obiettivi di bilancio a medio termine nel 2008 o nel 2009, e comunque

entro e non oltre il 2010, deve essere rispettato da tutti i paesi dell'area. Gli Stati che hanno già raggiunto posizioni solide devono evitare politiche di bilancio procicliche. Inoltre, in una fase di maggiore incertezza sui mercati finanziari, politiche fiscali solide contribuiranno in maniera rilevante a preservare la fiducia.

Passando alle riforme strutturali, il Consiglio direttivo sostiene appieno gli sforzi tesi ad accrescere la concorrenza, innalzare la produttività e promuovere la flessibilità dei mercati. Il settore dei servizi rappresenta un ambito di riforma particolarmente importante; tuttavia, sono necessari ulteriori interventi anche per migliorare il funzionamento dei mercati agricoli. A fronte del mercato rincarato delle materie prime alimentari a livello internazionale, un'ulteriore liberalizzazione e maggiori riforme dei mercati agricoli dell'UE contribuirebbero ad accrescere la loro efficienza e a far diminuire i prezzi a beneficio dei consumatori europei. L'esito positivo dei negoziati commerciali internazionali del Doha Round dovrebbe inoltre concorrere a migliorare il funzionamento dell'interscambio globale in generale e dei mercati agricoli europei e mondiali in particolare.

Questa edizione del Bollettino mensile contiene tre articoli. Il primo verte sugli andamenti di lungo periodo dei prestiti erogati alle famiglie dalle istituzioni finanziarie monetarie dell'area dell'euro. Il secondo pone a confronto i sistemi delle garanzie del Federal Reserve System, della Banca del Giappone e dell'Eurosistema, evidenziando le analogie nei principi di fondo e le differenze negli aspetti pratici. Il terzo fornisce una visione d'insieme della circolazione e del fabbisogno di banconote in euro, nonché dei preparativi per la seconda serie.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Benché in lieve moderazione, la crescita economica mondiale continua a mostrare una certa tenuta, grazie in particolare alla robusta dinamica delle economie emergenti. L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa nei paesi industriali e le pressioni inflazionistiche dal lato dei costi si sono recentemente attenuate. Il recente rincaro del petrolio e delle materie prime segnala tuttavia la possibilità di una nuova intensificazione delle spinte inflazionistiche a livello mondiale nel breve periodo. Le incertezze sulle prospettive economiche internazionali restano elevate e riguardano principalmente la possibilità di più estese ricadute della rivalutazione dei rischi in corso nei mercati finanziari, i timori di spinte protezionistiche e di un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri nei conti con l'estero, nonché ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Benché in lieve moderazione, la crescita economica mondiale continua a mostrare una certa tenuta, grazie in particolare alla robusta dinamica delle economie emergenti. Gli ultimi dati disponibili, ancora nell'insieme piuttosto positivi a livello internazionale, si riferiscono tuttavia al periodo precedente la turbolenza sui mercati finanziari. Resta dunque da vedere se gli andamenti recenti su tali mercati avranno implicazioni significative per l'economia reale.

La dinamica dei prezzi a livello mondiale si è moderata in luglio e le pressioni inflazionistiche dal lato dei costi sono diminuite nel periodo recente. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione al consumo complessiva e quella calcolata al netto dei beni energetici e alimentari erano entrambe pari al 2,0 per cento sui dodici mesi in luglio (cfr. figura 1). Sebbene i risultati delle indagini sui prezzi degli input segnalino un ulteriore allentamento delle spinte sui costi, il recente rincaro del petrolio indica una possibile nuova intensificazione delle pressioni inflazionistiche a livello mondiale nel breve periodo.

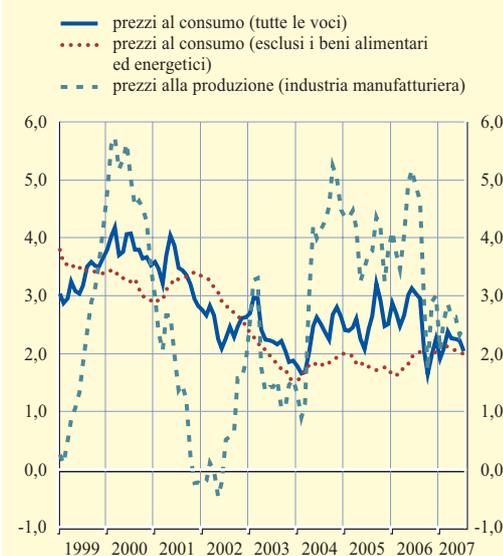
STATI UNITI

Negli Stati Uniti, che per gran parte dell'anno precedente avevano registrato una crescita dell'attività economica inferiore al tasso tendenziale, il ritmo di incremento del PIL in termini reali si è intensificato nel secondo trimestre (cfr. figura 2). Stime definitive lo collocano al 3,8 per cento sul periodo precedente, in ragione d'anno, contro lo 0,6 per cento del primo trimestre. Nel secondo trimestre, l'effetto frenante dei consumi privati è stato più che compensato dalla ripresa delle esportazioni nette, degli investimenti e dei consumi collettivi.

I dati più recenti suggeriscono che la correzione sul mercato statunitense delle abitazioni è ancora in atto. Per quanto concerne l'attività di costruzione, sia le concessioni edilizie sia il numero di immobili residenziali iniziati sono scesi ulteriormente in agosto. Inoltre, il perdurante aumento dei

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

mutui ipotecari che danno luogo a procedimenti di esecuzione forzata potrebbe in prospettiva esercitare ulteriori spinte al ribasso sulle vendite e le costruzioni di immobili residenziali. Gli ultimi dati disponibili segnalano tuttavia che l'impatto del mercato delle abitazioni sui consumi privati è rimasto finora piuttosto modesto.

Nel periodo recente, il minore tasso di incremento dei prezzi dei beni energetici sui dodici mesi ha determinato un calo dell'inflazione. In agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa al 2,0 per cento, dal 2,4 per cento di luglio, mentre al netto della componente alimentare ed energetica è diminuita di 0,1 punti percentuali, al 2,1 per cento.

Il 18 settembre il Federal Open Market Committee ha deciso di abbassare di 50 punti base, al 4,75 per cento, il tasso obiettivo sui *federal funds* e di ridurre della stessa misura, al 5,25 per cento, il tasso di sconto del credito primario.

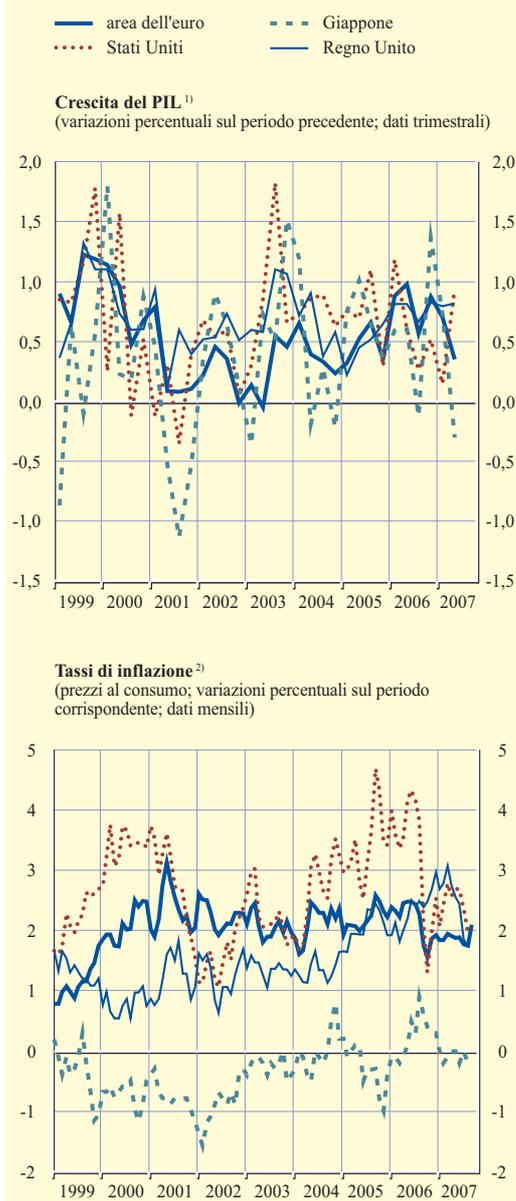
GIAPPONE

In Giappone l'attività economica si è ripresa, mentre l'inflazione è rimasta moderata. Il prodotto è stato sorretto dalla tenuta della domanda interna e dal vigore delle esportazioni. Stando alla seconda stima preliminare del Cabinet Office, tuttavia, nel secondo trimestre il ritmo di incremento del PIL in termini reali è stato inferiore rispetto al livello elevato dei trimestri precedenti. Il PIL in termini reali è diminuito dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo essere aumentato dello 0,7 nel primo trimestre, riflettendo in larga misura una significativa contrazione degli investimenti privati nel periodo.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione è rimasta moderata (cfr. figura 2) per il persistere di spinte al ribasso soprattutto sui salari. In agosto l'inflazione al consumo sui dodici mesi si è collocata a -0,2 per cento (dopo essere stata nulla in luglio), mentre il tasso di variazione dell'IPC al netto degli alimentari freschi è rimasto pari -0,1 per cento per il quinto mese consecutivo.

Nella riunione del 19 settembre 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 titoli.

Figura 2 | principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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

REGNO UNITO

Nel Regno Unito il PIL è cresciuto dello 0,8 per cento nel secondo trimestre (cfr. figura 2). Gli indicatori congiunturali recenti, che tuttavia non riflettono ancora la turbolenza finanziaria delle ultime settimane, segnalano una lieve moderazione della crescita nel terzo trimestre. Nei tre mesi fino ad agosto le vendite al dettaglio sono rimaste solide (salendo dell'1,3 per cento rispetto ai tre mesi precedenti). In agosto l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa ulteriormente, all'1,8 per cento, dall'1,9 di luglio. Come nei mesi precedenti, le tariffe dei servizi di pubblica utilità hanno esercitato un significativo effetto al ribasso.

Il 5 ottobre il *Monetary Policy Committee* della Bank of England ha deciso di mantenere il tasso di riferimento ufficiale invariato al 5,75 per cento. Nelle ultime settimane la banca centrale britannica ha immesso liquidità nei mercati monetari e ampliato sia le bande obiettivo sia il ventaglio di strumenti stanziabili in garanzia.

ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'espansione del prodotto è rimasta vivace durante gli ultimi trimestri, di riflesso alla crescita sostenuta della domanda interna, mentre gli andamenti dell'inflazione non sono stati univoci.

L'economia reale ha seguito andamenti diversi in Svezia e Danimarca nel periodo recente. Nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali è scesa a -0,4 per cento in Danimarca, mentre è salita allo 0,9 per cento in Svezia. Tali andamenti sono principalmente riconducibili al generale indebolimento della domanda interna in Danimarca e a un'accelerazione dei consumi sia privati sia collettivi in Svezia. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è rimasta moderata in entrambe le economie nel periodo recente. In agosto è scesa allo 0,9 per cento in Danimarca e all'1,2 per cento in Svezia. Il 7 settembre la Sveriges Riksbank ha innalzato il suo tasso di interesse principale di 25 punti base, al 3,75 per cento.

Per quanto concerne le quattro economie principali dell'Europa centrale e orientale, nel secondo trimestre il ritmo di espansione del prodotto è rimasto vigoroso nella Repubblica Ceca e in Polonia, mentre si è indebolito in Ungheria e Romania. L'incremento del PIL in termini reali è stato trainato principalmente dalla domanda interna in tutti i paesi in oggetto esclusa l'Ungheria, dove è riconducibile in larga parte alle esportazioni nette. Con riferimento ai prezzi, le quattro economie hanno evidenziato tassi di inflazione ancora significativamente diversi. In agosto l'inflazione misurata sullo IAPC era rispettivamente pari al 2,6 e 2,1 per cento nella Repubblica Ceca e in Polonia, mentre è salita al 5,0 per cento in Romania. In Ungheria è scesa al 7,1 per cento, pur rimanendo sul livello più elevato dei quattro paesi, di riflesso al forte aumento delle imposte indirette e dei prezzi amministrati previsto nel pacchetto di risanamento dei conti pubblici. Il 24 settembre la Magyar Nemzeti Bank ha ridotto il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base, al 7,5 per cento, sullo sfondo di un indebolimento dell'attività economica.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia la crescita è rimasta vivace, soprattutto in Cina. In quest'ultimo paese gli indicatori congiunturali disponibili per luglio e agosto segnalano un ritmo di espansione analogo a quello del secondo trimestre, quando il PIL in termini reali aveva registrato un incremento dell'11,9 per cento sul periodo corrispondente. La domanda interna ha fornito ancora il principale contributo alla crescita. L'avanzo commerciale ha continuato ad ampliarsi e nei primi otto mesi del 2007 ha raggiunto un livello cumulato di 162 miliardi di dollari, su-



periore del 72 per cento rispetto allo stesso periodo del 2006. In agosto l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 6,5 per cento, dal 5,6 di luglio, principalmente a causa del rincaro dei beni alimentari. Il 6 settembre la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha innalzato di 50 punti base, al 12,5 per cento, l'obbligo di riserva delle banche e il 14 dello stesso mese ha aumentato i tassi di interesse di riferimento (tasso sui depositi presso la banca centrale e tasso di rifinanziamento) di 27 punti base, rispettivamente al 3,87 e 7,29 per cento. Le spinte inflazionistiche hanno continuato a moderarsi nelle altre economie principali della regione e più in particolare in India, dove l'inflazione dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura principale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – è scesa al di sotto del 4 per cento sui dodici mesi in agosto.

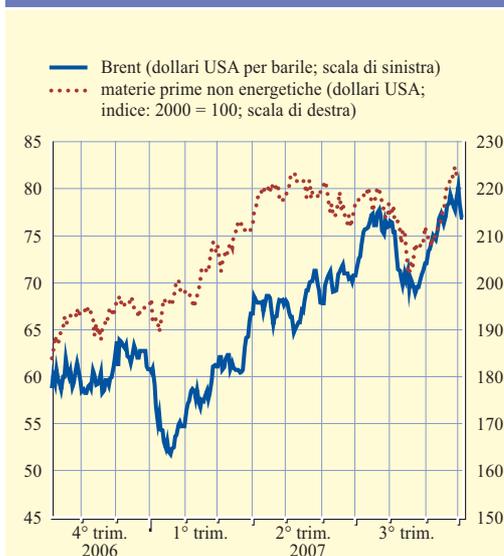
AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica è rimasta sostenuta, anche se nelle principali economie la crescita e l'inflazione hanno seguito andamenti piuttosto eterogenei. Il Brasile ha continuato a evidenziare una dinamica solida e la crescita del PIL in termini reali è salita al 5,4 per cento (sul periodo corrispondente) nel secondo trimestre, dal 4,4 del primo. In agosto l'inflazione al consumo è salita al 4,2 per cento sui dodici mesi, contro il 3,7 per cento di luglio. Il 6 settembre il Banco Central do Brasil ha abbassato di 25 punti base, all'11,25 per cento, il tasso di interesse di riferimento. Anche in Argentina l'attività è rimasta vigorosa e nel secondo trimestre il PIL in termini reali è aumentato dell'8,7 per cento sul periodo corrispondente. In agosto l'inflazione al consumo è stata pari all'8,7 per cento sui dodici mesi. L'attività è rimasta debole in Messico, dove la produzione industriale è cresciuta del 2,4 per cento sui dodici mesi in luglio, mentre l'inflazione al consumo sui dodici mesi è rimasta invariata al 4,0 per cento in agosto.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi sono aumentati in misura significativa per gran parte di settembre, fino a raggiungere nuovi massimi storici verso la fine del periodo in esame. Dopo un netto calo in agosto, a metà settembre il prezzo del greggio è tornato a salire e il 2 ottobre era pari a 78,5 dollari (55,5 euro) al barile, un livello superiore di circa il 30 per cento (22 per cento circa se espresso in termini di euro) rispetto all'inizio dell'anno. Nonostante la decisione dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) di aumentare di 0,5 milioni di barili al giorno i volumi offerti sul mercato a partire dal 1° novembre, le condizioni dal lato dell'offerta sono rimaste tese per il calo delle scorte statunitensi di petrolio non raffinato e per le minacce alla produzione energetica connesse alla stagione degli uragani. I rincari sono stati anche favoriti dai fondamentali dal lato della domanda, poiché si sono attenuati i timori per i potenziali effetti frenanti della turbolenza finanziaria sull'economia mondiale e sulla domanda mondiale di energia. In prospettiva,

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



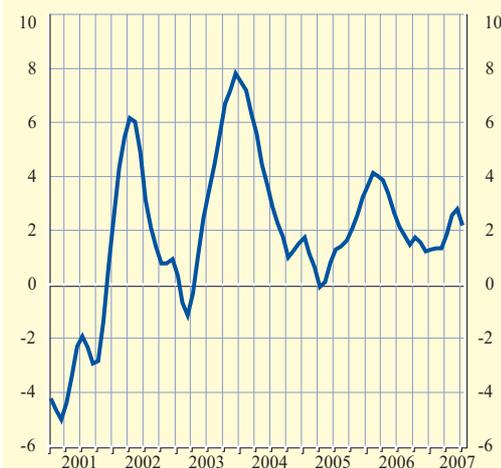
Fonti: Bloomberg e HWWI.

il margine persistentemente ridotto di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento dovrebbe mantenere i prezzi su livelli relativamente elevati e sensibili a piccole variazioni del contesto esterno.

Dopo il calo relativamente brusco di agosto, in settembre i prezzi delle materie prime non energetiche sono tornati a salire. Il recente aumento è riconducibile soprattutto ai prezzi dei prodotti agricoli e in particolare a quelli dei beni alimentari, per il forte rincaro dei cereali dovuto alla scarsità dei raccolti, alla crescente domanda di superfici a seminativi per la produzione di carburanti biologici e al calo degli stock. Nel contempo, i fondamentali dal lato della domanda sono rimasti solidi. Verso la fine di settembre l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche risultava mediamente superiore di circa il 17 per cento al livello di un anno prima.

Figura 4 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(tasso di variazione sui sei mesi)



Fonte: OCSE.
Nota: l'osservazione più recente si riferisce a luglio 2007.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno e per la domanda estera dell'area dell'euro rimangono favorevoli, nonostante una lieve moderazione della crescita economica mondiale. Indicatori preliminari mostrano un leggero rafforzamento degli scambi internazionali agli inizi del terzo trimestre, dopo il lieve indebolimento del secondo. In luglio il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito per i paesi dell'OCSE è leggermente diminuito, pur segnalando nell'insieme un'attività relativamente robusta. Più nel dettaglio, i dati mostrano un indebolimento di gran parte delle economie avanzate. Le statistiche più recenti per le principali economie non appartenenti all'OCSE indicano una moderazione della crescita in Cina e Brasile, a fronte di un miglioramento del quadro economico in India.

Le incertezze sulle prospettive economiche mondiali restano elevate e riguardano principalmente la possibilità di più estese ricadute della rivalutazione dei rischi in corso nei mercati finanziari, i timori di spinte protezionistiche e di un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri dei conti con l'estero, nonché ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

L'espansione della moneta e del credito è rimasta vigorosa in agosto, con la crescita sui dodici mesi di M3 sostanzialmente invariata all'11,6 per cento e quella dei prestiti al settore privato in lieve aumento rispetto al mese precedente, all'11,2 per cento. La rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria in atto da dicembre 2005 continua a influire sulla dinamica della moneta, come evidenziato dal rallentamento dei prestiti alle famiglie. Al contempo, nel contesto di una curva dei rendimenti relativamente piatta nell'area dell'euro, l'aumento dei tassi di interesse ha stimolato l'espansione della domanda di attività monetarie non comprese in M1, in particolare di depositi a termine a breve scadenza. Anche i recenti andamenti sui mercati finanziari avrebbero influenzato la dinamica monetaria in luglio e agosto, benché tali effetti appaiano finora modesti. Sono necessarie ulteriori informazioni prima di poter formulare una valutazione più approfondita. Nondimeno, anche dopo aver tenuto conto di questi effetti di breve-medio termine, la dinamica monetaria di fondo resta vigorosa e indica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo.

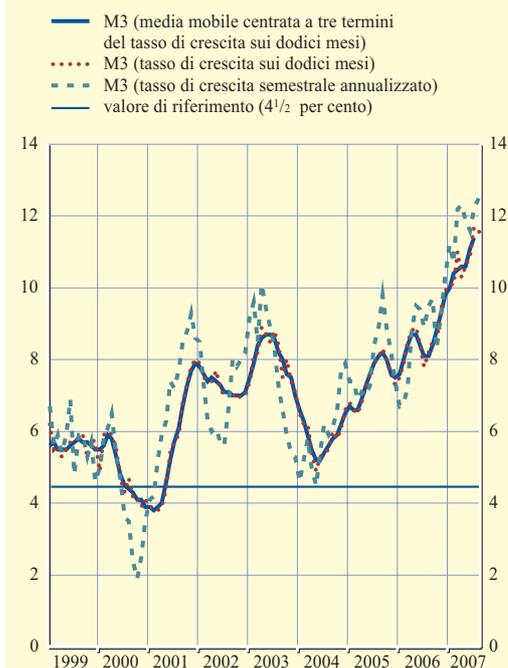
AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

L'evoluzione dei dati relativi alla moneta e al credito nei recenti trimestri ha confermato gli effetti sugli andamenti monetari della rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria in atto dal dicembre 2005. Nondimeno, nel contesto di una curva dei rendimenti relativamente piatta nell'area dell'euro, in agosto il tasso di incremento sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è rimasto elevato all'11,6 per cento, dopo l'11,7 del mese precedente, riflettendo un ulteriore considerevole aumento sul mese precedente, dello 0,9 per cento (dopo l'1,1 e lo 0,8 dei due mesi precedenti). La robusta dinamica a più breve termine di M3 si è altresì riflessa nel tasso sui sei mesi espresso in ragione d'anno, che si è mantenuto superiore a quello sui dodici mesi (cfr. figura 5).

L'impatto della rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria è evidente sotto diversi aspetti. Dal lato delle componenti, il rialzo dei tassi di interesse ha aumentato il costo opportunità di detenere depositi *overnight* frenando, così, la dinamica di M1, che segna pertanto una variazione largamente inferiore a quella delle altre componenti principali di M3. Dal lato delle contropartite, l'impatto del rialzo dei tassi di interesse di riferimento della BCE è stato visibile, soprattutto, nel protratto rallentamento dell'indebitamento delle famiglie. Nel contempo gli incrementi dei tassi di interesse a breve termine hanno relativamente appiattito la

Figura 5 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

curva dei rendimenti stimolando l'espansione della domanda di attività monetarie non comprese in M1, soprattutto di depositi a termine a breve scadenza.

In generale, questi profili hanno caratterizzato anche gli andamenti monetari degli ultimi due mesi, in cui l'incertezza nei mercati finanziari è significativamente aumentata. Sulla base dell'esperienza acquisita in precedenti episodi di volatilità dei mercati finanziari, le variazioni delle scelte di portafoglio e delle decisioni di finanziamento, con l'aumentare dell'avversione al rischio, possono incidere in misura significativa sui dati relativi a moneta e credito. L'impatto dei recenti andamenti dei mercati finanziari sui dati monetari, tuttavia, appare finora modesto. Nondimeno, si rendono necessari un monitoraggio scrupoloso e un'attenta interpretazione, dal momento che un impatto potrebbe palesarsi solo nei prossimi mesi.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è rimasto invariato al 6,8 per cento in agosto, riflettendo un tasso di variazione stabile dei depositi *overnight* a fronte di una lieve diminuzione di quello del circolante (cfr. tavola 1). L'andamento dell'espansione di M1 nei mesi recenti suggerisce una pausa nella moderazione della domanda di disponibilità liquide, riflettendo probabilmente il fatto che gli effetti frenanti associati al rialzo dei tassi di interesse sono stati crescentemente controbilanciati da una più vigorosa domanda per scopi transattivi di M1, data la sostenuta espansione dell'attività economica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è ulteriormente salito in agosto al 15,3 per cento, dal 15,0 di luglio. L'incremento è riconducibile a una protratta accelerazione dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni), che ha più che compensato la più intensa decelerazione dei depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi). Nei mesi recenti i depositi a termine a breve scadenza hanno contribuito per oltre la metà alla crescita sui dodici mesi di M3.

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 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 lug.	2007 ago.
M1	45,9	7,6	6,8	7,0	6,2	6,8	6,8
Banconote e monete in circolazione	7,3	11,4	11,1	10,5	10,0	9,2	8,7
Depositi <i>overnight</i>	38,6	7,0	6,0	6,3	5,5	6,4	6,4
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,2	9,5	11,1	11,9	13,1	15,0	15,3
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	21,1	19,7	25,2	29,5	33,2	37,5	38,5
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	18,1	2,4	1,1	-0,8	-2,1	-2,9	-3,5
M2	85,1	8,4	8,7	9,1	9,2	10,4	10,6
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,9	6,4	11,3	16,9	19,3	19,5	17,8
M3	100,0	8,1	9,0	10,2	10,6	11,7	11,6
Credito a residenti nell'area dell'euro		9,2	8,8	8,0	8,1	8,7	8,8
Credito alle amministrazioni pubbliche		-0,9	-3,1	-4,5	-4,3	-3,7	-4,2
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,6	-0,4	-1,3	-1,2	-0,6	-0,7
Credito al settore privato		11,9	11,9	11,1	11,0	11,6	11,8
Prestiti al settore privato		11,2	11,2	10,6	10,5	11,0	11,2
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		8,5	9,0	10,0	10,3	10,6	10,5

Fonte: BCE.

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

L'attuale attrattiva dei depositi a termine riflette diversi fattori. In primo luogo, la remuneratività è aumentata sostanzialmente in linea con l'incremento dei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario. Il differenziale fra la remunerazione dei depositi a termine, da un lato, e quella dei depositi *overnight* e dei depositi a risparmio a breve, dall'altro, si è costantemente ampliato, inducendo la sostituzione degli ultimi con i primi. In secondo luogo, data la curva dei rendimenti relativamente piatta nell'area dell'euro, i depositi a termine rimangono interessanti anche rispetto ad attività a più lunga scadenza e più rischiose non comprese in M3, dal momento che offrono maggior liquidità e minor rischio a un costo contenuto in termini di rendimento. Inoltre, l'aumento dei depositi a termine può riflettere flussi verso investimenti "sicuri" imputabili al recente aumento della volatilità nei mercati finanziari. Questo comportamento sarebbe in contrasto con quello osservato in precedenza (in particolare fra il 2001 e il 2003) quando i flussi verso attività monetarie durante episodi di accresciuta avversione al rischio si diressero in larga misura verso quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. Tuttavia, nell'attuale frangente, è possibile che gli investitori stiano nutrendo timori crescenti circa gli investimenti in questi ultimi strumenti a causa dell'esposizione di alcuni fra tali fondi in attività più rischiose, fra cui varie forme di strumenti garantiti da titoli. In agosto le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno registrato un deflusso che ha determinato un calo del tasso di crescita sui dodici mesi al 12,8 per cento, dal 14,4 del mese precedente.

Sempre in agosto è lievemente diminuito il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine detenuti presso le IFM (i "depositi di M3", che rappresentano la maggior aggregazione di componenti di M3 per cui sono disponibili dati per settore detentore). Tale diminuzione è il risultato di andamenti divergenti nei diversi settori. In particolare, nel mese in esame hanno rallentato i depositi di M3 detenuti da istituzioni finanziarie non monetarie (altri intermediari finanziari non monetari nonché società di assicurazione e fondi pensione), più che compensando l'accelerazione di quelli detenuti dalle famiglie, il più importante settore detentore di moneta. Quest'ultimo andamento potrebbe forse riflettere uno spostamento delle scelte di investimento delle famiglie verso attività monetarie liquide e sicure, in quanto l'avversione al rischio è aumentata nel contesto del recente andamento dei mercati finanziari.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il credito totale ai residenti dell'area dell'euro ha continuato a crescere vigorosamente. L'andamento di questo aggregato ampio cela un lieve incremento della crescita sui dodici mesi del credito concesso al settore privato, che ha più che compensato l'accresciuto tasso di contrazione del credito alle amministrazioni pubbliche. In agosto le IFM hanno continuato a ridimensionare il portafoglio dei crediti alle amministrazioni pubbliche. La vendita di titoli delle amministrazioni pubbliche potrebbe essere altresì imputabile al recente incremento dei prezzi delle obbligazioni, che ne ha reso più interessante la cessione.

I prestiti al settore privato hanno continuato a espandersi vigorosamente, a un tasso sui dodici mesi dell'11,2 per cento in agosto, dopo l'11,0 di luglio. L'incremento è il frutto di andamenti diversi delle attività di prestito al settore delle famiglie e a quello delle società non finanziarie.

In agosto il tasso di variazione dei prestiti delle IFM alle famiglie è stato pari al 7,0 per cento, invariato rispetto al mese precedente. È altresì degno di nota il fatto che in agosto il flusso mensile di prestiti alle famiglie è stato sostanzialmente in linea con quanto osservato nello stesso mese di un anno fa, indicando un impatto finora modesto dei recenti andamenti dei mercati finanziari sull'indebitamento delle famiglie. Questi andamenti riflettono in larga misura la dinamica dei mutui per l'acquisto di abitazioni, che nel mese in esame sono cresciuti dell'8,1 per cento, ovvero

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 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 lug.	2007 ago.
Società non finanziarie	42,5	12,0	13,0	13,0	12,7	13,6	14,2
Fino a 1 anno	29,5	9,2	10,5	9,9	10,1	11,5	13,2
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,1	19,0	20,5	19,9	19,2	19,4	20,2
Oltre 5 anni	51,4	11,3	12,0	12,4	12,0	12,8	12,7
Famiglie ²⁾	48,0	9,3	8,6	8,1	7,5	7,0	7,0
Credito al consumo ³⁾	12,8	8,5	8,0	7,1	6,5	5,8	5,7
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	71,3	11,2	10,2	9,4	8,6	8,1	8,1
Altri prestiti	15,9	2,3	2,7	3,2	3,7	3,2	3,3
Società di assicurazione e fondi pensione	1,1	36,8	29,1	27,6	23,7	24,0	27,9
Altri intermediari finanziari non monetari	8,3	17,3	16,4	12,3	15,9	20,5	19,6

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.

allo stesso tasso di luglio (cfr. tavola 2). L'espansione dei prestiti alle famiglie ha registrato una sensibile moderazione dal picco osservato nella primavera del 2006, in linea con il rallentamento dei prezzi delle abitazioni e dell'attività del mercato degli immobili residenziali in numerose economie dell'area dell'euro negli ultimi trimestri, nonché con il graduale andamento ascendente dei tassi sui mutui ipotecari in tutta l'area. Il tasso di incremento del credito al consumo è lievemente diminuito in agosto al 5,7 per cento, dal 5,8 di luglio (per un'analisi delle principali determinanti degli andamenti dei prestiti alle famiglie in una prospettiva storica, cfr. più avanti l'articolo *Andamenti a lungo termine dei prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro: principali profili e determinanti*).

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è ulteriormente aumentato in agosto, toccando il 14,2 per cento, il livello più elevato osservato dal 1980, ossia il periodo per il quale sono disponibili serie storiche (per una descrizione di queste serie, cfr. il riquadro 1 *Nuove serie storiche dell'area dell'euro relative ai prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie*). Il rafforzamento dell'indebitamento delle società non finanziarie negli ultimi due mesi ha riflesso in larga misura gli andamenti dei prestiti a più lungo termine, contrariamente a quanto osservato nei mesi precedenti quando i prestiti con scadenze originarie più brevi svolgevano il ruolo più importante.

Riquadro 1
NUOVE SERIE STORICHE DELL'AREA DELL'EURO RELATIVE AI PRESTITI DELLE IFM ALLE FAMIGLIE E ALLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Le serie temporali storiche svolgono un ruolo importante nell'analisi degli andamenti economici e monetari in quanto consentono di valutare gli andamenti attuali o previsti alla luce di quelli storici e delle relazioni riscontrate. Si sono ora rese disponibili lunghe serie temporali relative ai

prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie per l'area dell'euro per il periodo a partire dal 1980¹⁾. Il presente riquadro descrive come sono stati costruiti questi dati storici e ne propone i principali fatti stilizzati²⁾.

Costruzione delle serie temporali storiche relative ai prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie

Ai sensi del Regolamento BCE/2001/13, dal gennaio 2003 le IFM residenti nell'area dell'euro segnalano i dati sui prestiti concessi a famiglie e a società non finanziarie su base mensile. I dati erano già segnalati su base trimestrale dal terzo trimestre del 1997 nel quadro di uno schema statistico analogo. I dati raccolti comprendono scomposizioni per scadenza originaria per quanto riguarda i prestiti alle società non finanziarie e sia per scadenza originaria sia per finalità per quanto riguarda i prestiti alle famiglie.

La BCE ha ora costruito serie temporali trimestrali per l'area dell'euro relative ai prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie risalendo fino al primo trimestre del 1980. Le serie storiche dei prestiti alle famiglie sono ulteriormente suddivise in credito al consumo, mutui per l'acquisto di abitazioni e altre tipologie di prestiti. Le serie per le società non finanziarie sono suddivise in prestiti con scadenza originaria fino a un anno e quelli con scadenza originaria superiore a un anno. Questi aggregati storici dell'area dell'euro sono stati costruiti sulla base dei dati sui prestiti raccolti dalle BCN dell'Eurosistema prima che fosse istituito lo schema armonizzato dato dalla normativa statistica della BCE. Vi sono alcuni motivi di cautela da tenere presenti. In alcuni casi questi dati nazionali venivano compilati sulla base di definizioni del settore del prestatore e/o della finalità del prestito che non corrispondevano esattamente a quelle stabilite nella successiva normativa della BCE. Di conseguenza, nel costruire gli aggregati storici i dati disponibili a livello nazionale sono stati conciliati quanto possibile con le definizioni armonizzate, ricorrendo a stime e ipotesi laddove necessario³⁾. Inoltre, in alcuni casi le BCN non raccoglievano dati per l'intero periodo che risale fino al primo trimestre del 1980. In tali casi, i dati disponibili sono stati estesi per ottenere un aggregato dell'area dell'euro usando semplici modelli univariati di serie temporali per colmare i contributi nazionali mancanti⁴⁾.

Fatti stilizzati degli andamenti a più lungo termine dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie

La figura A mostra i tassi di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie. I profili di questi tassi di espansione sono simili nel senso che risultano aver avuto luogo tre ampie fluttuazioni cicliche dal 1980, con picchi alla fine degli anni ottanta, alla fine degli anni novanta e a metà degli anni 2000. Al momento, tuttavia, non è ancora certo che nel caso delle società non finanziarie si sia raggiunto un massimo. Nel contempo i profili

1) Le serie sono disponibili nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).

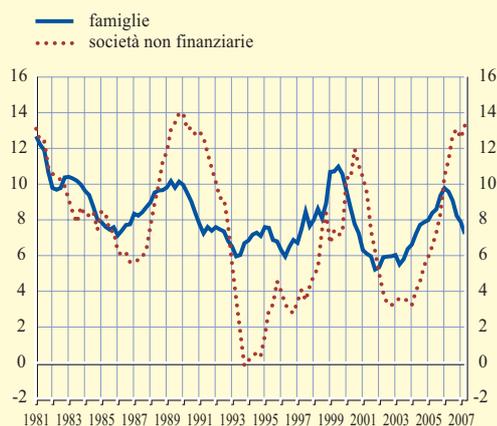
2) L'articolo *Andamenti a lungo termine dei prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro: principali profili e determinanti* in questo numero del Bollettino descrive in dettaglio le regolarità storiche ricavabili da tali serie temporali lunghe.

3) Ad esempio, in alcuni paesi i prestiti concessi a istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (ISSL-SF) per investimenti in immobili residenziali non sono stati raccolti fino al 1995 e non potevano pertanto essere compresi nei "mutui per l'acquisto di abitazioni", come richiesto dallo schema statistico della BCE. Al fine di ricavare un tasso di crescita coerente per l'area dell'euro per le serie precedenti al 1995, si è ipotizzato che i prestiti per investimenti in immobili residenziali alle ISSL-SF fossero aumentati in linea con i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nei paesi in cui i relativi dati non erano stati raccolti prima del 1995.

4) L'esigenza di tali estensioni dovrebbe avere scarsi effetti sui dati dell'area dell'euro ottenuti per gli anni novanta, dal momento che nel 1997 i contributi nazionali mancanti rappresentavano solo il 4 per cento dei prestiti dell'area ai settori non finanziari. La copertura per gli anni ottanta era meno completa, con i dati effettivi delle BCN che rappresentavano fra l'80 e l'85 per cento del totale.

Figura A Prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie

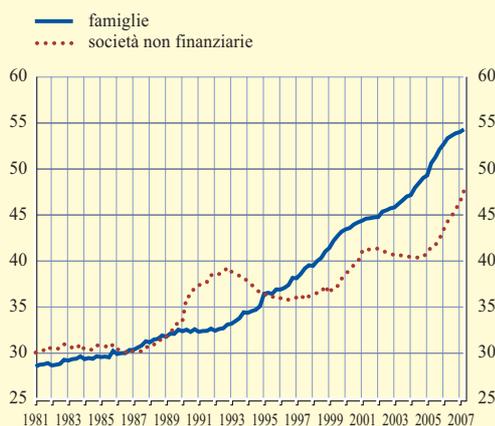
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Figura B Prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie in relazione al PIL

(valori percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.

presentano alcune differenze nel senso che l'ampiezza delle variazioni cicliche è stata chiaramente maggiore nel caso della crescita dei prestiti alle società non finanziarie. Ciò potrebbe essere attribuito in larga misura alla volatilità degli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale rispetto ad altre componenti della domanda aggregata. Un'altra regolarità storica ricavabile dalla figura è che i punti di svolta del tasso di crescita dei prestiti alle famiglie hanno per lo più anticipato quelli dei prestiti alle società non finanziarie⁵⁾.

La figura A contribuisce ad analizzare in prospettiva il recente vigore della crescita dei prestiti al settore privato non finanziario. L'intensificarsi dei prestiti a società non finanziarie dall'inizio del 2004 ha portato a un tasso di incremento alla fine del 2006 che era già superiore a quello del precedente picco alla fine del 2000. In effetti, a metà 2007 il tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie ha toccato livelli solo lievemente inferiori a quanto osservato alla fine degli anni ottanta.

Tale protratta crescita dei prestiti sia alle famiglie sia alle società non finanziarie, positiva negli ultimi ventisette anni, ha portato a crescenti livelli di indebitamento. La figura B mostra che nel caso delle famiglie il rapporto fra i prestiti delle IFM e il PIL è costantemente cresciuto dagli inizi degli anni ottanta. Nel caso delle società non finanziarie questo rapporto è stato in qualche misura più ciclico, di riflesso a episodi successivi di aumento e diminuzione della leva finanziaria nei bilanci, seppur con un andamento pressoché crescente.

Nel complesso, le nuove serie storiche sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie dell'area dell'euro forniscono il necessario sostegno statistico per la valutazione degli andamenti alla luce di profili a più lungo termine. A tale riguardo, essi costituiscono un contributo importante all'insieme di informazioni cui attingono le analisi economiche e monetarie della BCE.

5) Ciò conferma i risultati ottenuti precedentemente sulla base di stime preliminari della BCE relative ai prestiti per settore, presentati nel riquadro 6 *Il profilo ciclico dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie nell'area dell'euro* nel numero di giugno 2007 di questo Bollettino.

Sulla base dei dati di agosto è prematuro formulare una valutazione esaustiva dell'impatto dei recenti andamenti dei mercati finanziari sul finanziamento delle società non finanziarie. Da un lato, il protrarsi in agosto di un vigoroso indebitamento da parte di tali società potrebbe essere un segnale di prefinanziamento in previsione di un possibile peggioramento delle condizioni di finanziamento. Dall'altro, non si può escludere che parte del vigoroso indebitamento indichi anche difficoltà che le società non finanziarie potrebbero stare incontrando nel raccogliere finanziamenti esterni attraverso altri canali. Inoltre, date le recenti tensioni in alcuni segmenti del mercato creditizio, questi dati riflettono probabilmente un ritmo più lento di cartolarizzazione dei prestiti bancari e difficoltà nel dismettere prestiti "ponte" inizialmente concessi nel contesto di transazioni di *leveraged buyout* (LBO) i quali altrimenti, nel caso della cartolarizzazione *pro soluto*, sarebbero stati rimossi dai bilanci delle IFM. In ogni caso, i dati relativi ai bilanci delle IFM per agosto non forniscono evidenze di una riduzione dell'erogazione di prestiti bancari ai settori non finanziari. A tale riguardo, tuttavia, l'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro indica già un inasprimento dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese nel terzo trimestre (per dettagli, cfr. il riquadro 2 *Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro*). Occorrono ulteriori informazioni per valutare l'importanza relativa di questi molteplici effetti.

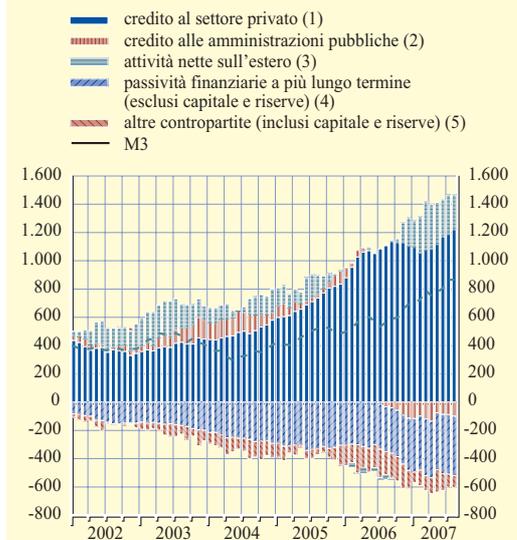
Tra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) si è collocato in agosto al 10,5 per cento, dal 10,6 di giugno e luglio. L'andamento ha rispecchiato il perdurante vigore del tasso di incremento dei titoli di debito con scadenza superiore a due anni, indicando così il permanere della propensione dei settori detentori di moneta ad acquistare titoli di debito bancari.

Il flusso mensile della posizione netta sull'estero delle IFM è divenuto fortemente negativo in agosto, dopo essere stato positivo in luglio. Il dato di agosto rappresenta il deflusso mensile più importante registrato dagli inizi del 2000. Di conseguenza, il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero è sceso a 247 miliardi di euro nel mese in esame, dai 280 miliardi di luglio (cfr. figura 6).

Nel complesso, le informazioni più recenti (basate su dati fino ad agosto) confermano che gli incrementi dei tassi di interesse di riferimento della BCE da dicembre 2005 hanno influenzato gli andamenti monetari. Esse confermano altresì che la dinamica monetaria di fondo resta vigorosa. Questa valutazione resta valida anche quando si prende in considerazione l'effetto della curva dei rendimenti piatta sulle scelte di portafoglio negli ultimi trimestri nonché l'impatto dei più recenti andamenti dei mercati finanziari e continua quindi a indicare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo.

Figura 6 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

Riquadro 2

RISULTATI DELL'INDAGINE DI OTTOBRE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema¹⁾. Le banche hanno segnalato un inasprimento dei criteri per la concessione di prestiti a favore delle imprese nel terzo trimestre del 2007, in particolare per quelle di grandi dimensioni²⁾. Ciò ha fatto seguito a un lungo periodo di fondamentale stazionarietà o lieve allentamento dei criteri. Questo spostamento verso un inasprimento netto è stato con molta probabilità un riflesso degli andamenti dei mercati creditizi globali nelle ultime settimane. Ciò è stato confermato dalle risposte a domande specifiche incluse nell'indagine di ottobre in merito alle recenti evoluzioni sui mercati del credito (cfr. l'ultima sezione del riquadro). Come nei precedenti trimestri, le banche hanno indicato una domanda netta positiva di prestiti alle imprese nel terzo trimestre, benché nettamente inferiore al passato recente³⁾. Il principale contributo alla domanda di prestiti nel terzo trimestre è giunto dagli investimenti fissi, mentre quella per il finanziamento di attività di fusione e acquisizione e di ristrutturazione aziendale è diminuita significativamente. Per il quarto trimestre le banche si attendono un ulteriore inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e che la domanda netta di tali prestiti resti positiva.

Per quanto riguarda i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, le banche hanno segnalato un inasprimento dei criteri di concessione del credito, dopo un lieve allentamento netto nel trimestre precedente. Tuttavia, questo inasprimento è stato molto più limitato rispetto a quello per i prestiti alle imprese. La domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato a essere negativa nel terzo trimestre a seguito di un considerevole deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e di un peggioramento della fiducia dei consumatori. Le banche prevedono un ulteriore inasprimento dei criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni e un ulteriore deterioramento della domanda netta di tali prestiti nel quarto trimestre.

Quanto ai criteri per la concessione di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie, le banche hanno dichiarato un lieve allentamento netto nel terzo trimestre, dopo averli lasciati sostanzialmente invariati nel trimestre precedente. La domanda netta di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie è rimasta leggermente positiva. In prospettiva, le banche si attendono un inasprimento dei criteri di concessione di credito al consumo e altri prestiti alle famiglie e una domanda netta invariata.

Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

Criteri per la concessione del credito. Riflettendo gli andamenti dei mercati creditizi che hanno influenzato le banche dell'area dell'euro nelle ultime settimane, i criteri di concessione di prestiti o linee di credito alle imprese sono stati inaspriti in termini netti nel terzo trimestre (31

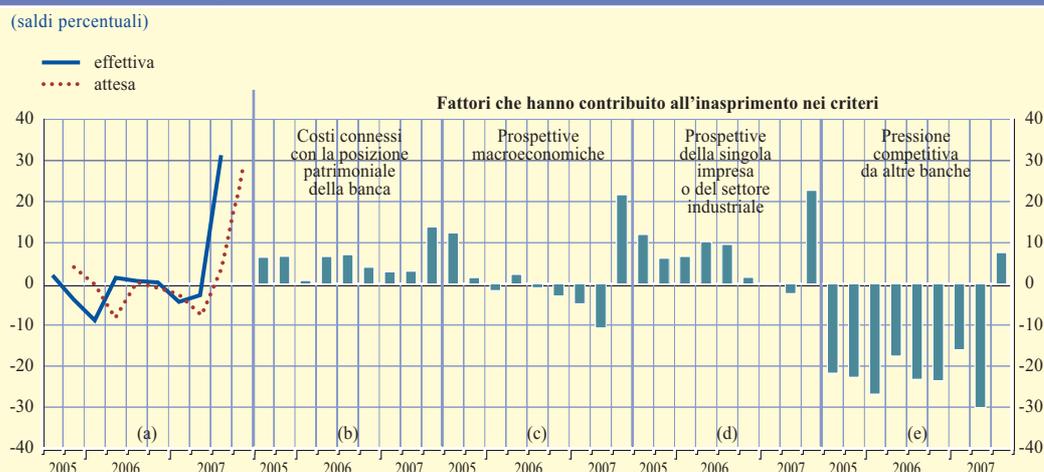
- 1) Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 5 ottobre 2007 sul sito Internet della BCE.
- 2) Il saldo percentuale netto riportato è stato del 31 per cento. Il saldo percentuale netto fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un inasprimento 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 uno 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.

per cento, contro il -3 per cento del trimestre precedente). Ciò fa seguito a un lungo periodo di fondamentale stazionarietà o lieve allentamento dei criteri (cfr. figura A, riquadro a). Può essere evidenziato che sostanzialmente tutte le banche intervistate che hanno segnalato una restrizione dei criteri adottati per la concessione di prestiti alle imprese hanno dichiarato di avere effettuato un “moderato irrigidimento” e non un “notevole irrigidimento”. Per la prima volta dall’introduzione dell’indagine la concorrenza di altre banche ha contribuito a un inasprimento netto dei criteri di concessione del credito (cfr. figura A, riquadro e). Ciò potrebbe essere dovuto anche a un parziale deterioramento della posizione patrimoniale e di liquidità delle banche e del loro accesso al finanziamento sui mercati dei capitali (cfr. figura A, riquadro b). All’inasprimento netto ha contribuito anche un peggioramento sia della percezione delle banche in merito ai rischi relativi all’attività economica generale sia delle prospettive settoriali o specifiche a singole imprese (cfr. figura A, riquadri c, d).

Per quanto riguarda i termini e le condizioni del credito, le banche hanno inasprito i criteri ampliando i propri margini sia sui prestiti medi (11 per cento a fronte del -19 per cento del precedente trimestre) sia su quelli più rischiosi (37 per cento rispetto al precedente 2 per cento). Nel terzo trimestre sono stati inoltre utilizzati altri termini e condizioni per inasprire i criteri di concessione dei prestiti, tra cui un accorciamento della scadenza dei prestiti o delle linee di credito, una riduzione della loro entità e la richiesta di maggiori garanzie e di particolari clausole contrattuali.

L’inasprimento netto dei criteri di concessione dei prestiti ha riguardato sia le piccole e medie imprese (15 per cento dal -7 per cento del trimestre precedente) sia, in misura maggiore, le grandi imprese (33 per cento contro il precedente -1 per cento). L’inasprimento particolarmente pronunciato dei criteri di concessione dei prestiti a grandi imprese potrebbe essere collegato a un rallentamento dei finanziamenti connessi con l’attività di fusione e acquisizione e a un peggioramento delle condizioni relative alle operazioni di cartolarizzazione e ai mercati del

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



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

credito strutturato a seguito delle turbolenze delle ultime settimane (cfr. la seguente sezione sulle domande specifiche). Esso è stato leggermente più pronunciato per le scadenze lunghe (30 per cento dal -4 della precedente indagine) che per quelle brevi (16 per cento dal precedente -2 per cento).

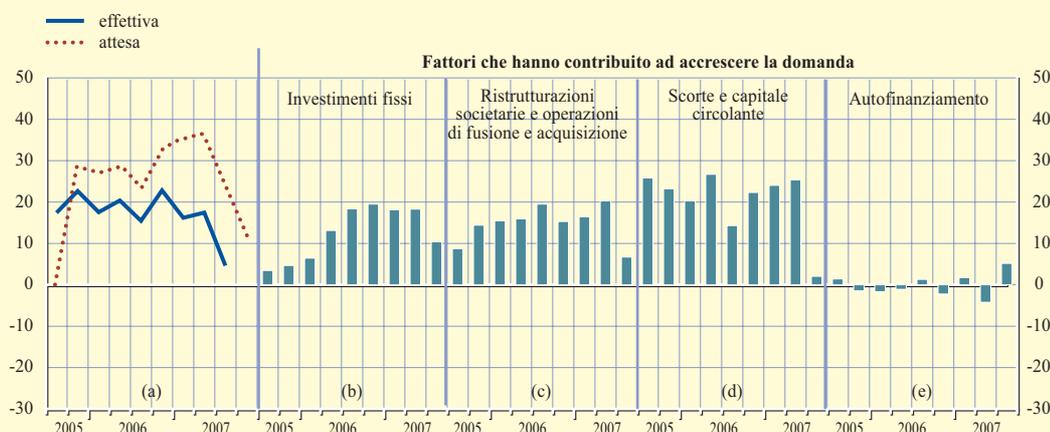
Per il quarto trimestre le banche hanno indicato di attendersi un ulteriore inasprimento netto dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese (cfr. figura A, riquadro a).

Domanda di prestiti. Dopo il vigore dell'ultimo paio d'anni, la domanda netta di prestiti alle imprese ha rallentato significativamente nel terzo trimestre, pur rimanendo moderatamente positiva (5 per cento, contro il 18 per cento dell'indagine precedente; cfr. figura B, riquadro a). Il valore positivo è principalmente ascrivibile agli investimenti fissi, mentre i finanziamenti per la costituzione di scorte e capitale circolante, nonché per operazioni di fusione e acquisizione e ristrutturazioni societarie hanno concorso al rallentamento della domanda (cfr. figura B, riquadri c, d). Un altro fattore degno di nota che ha contribuito al valore positivo della domanda di prestiti (seppur in misura relativamente modesta) è stata l'emissione di titoli di debito, il che potrebbe suggerire che, forse a causa delle difficoltà ad attingere al mercato delle obbligazioni societarie per la raccolta di fondi durante le ultime settimane, alcune imprese hanno fatto maggiore ricorso alle banche. In termini di dimensioni dei prenditori, la domanda netta di prestiti delle piccole e medie imprese ha continuato a essere più elevata di quella delle grandi imprese (6 per cento e -1 per cento rispettivamente). Infine, la domanda netta è risultata positiva per tutte le scadenze, e leggermente superiore per i prestiti a lungo termine rispetto a quelli a breve.

Per il quarto trimestre, le previsioni sono di una domanda di prestiti alle imprese positiva, anche se meno che nel precedente trimestre (cfr. figura B, riquadro a). In particolare, le banche si attendono che la domanda netta delle imprese resti positiva per tutte le dimensioni di prenditori e scadenze nel quarto trimestre del 2007.

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

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



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

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

Criteri per la concessione del credito. Nel terzo trimestre le banche hanno segnalato un inasprimento netto dei criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni, dopo il lieve allentamento netto nel trimestre precedente (12 per cento dal -1 per cento della precedente indagine; cfr. figura C, riquadro a). I principali fattori all'origine dell'inasprimento netto sono stati un deterioramento relativo ai costi di provvista e dei vincoli di bilancio delle banche (cfr. figura C, riquadro d) e un peggioramento sia delle prospettive del mercato degli immobili residenziali sia delle attese relative all'attività economica in generale (cfr. figura C, riquadri b, c). La concorrenza di altre banche ha continuato a contribuire a un allentamento netto, sebbene in misura inferiore rispetto al trimestre precedente (cfr. figura C, riquadro e).

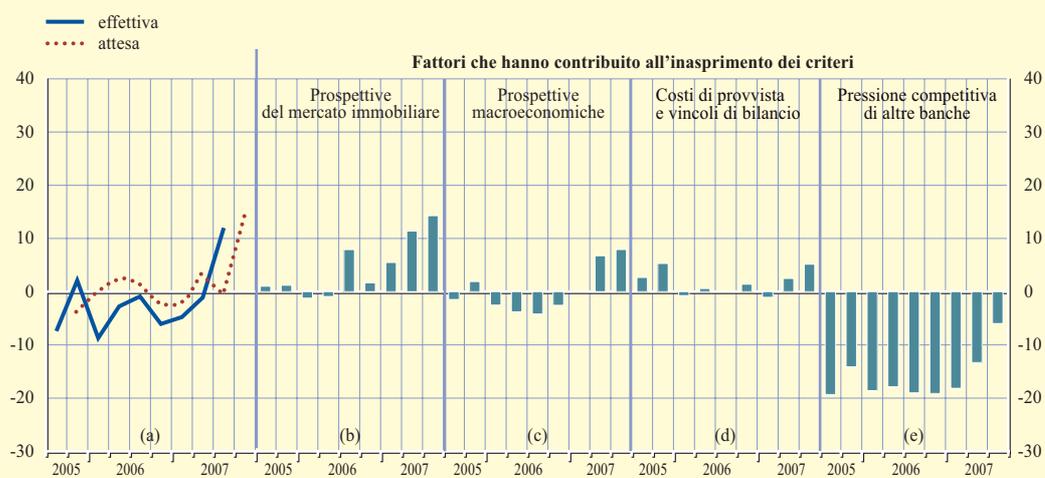
L'inasprimento netto dei criteri di concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni è stato operato principalmente ampliando i margini sui prestiti più rischiosi e accrescendo i requisiti per le garanzie e il rapporto fra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie. Allo stesso tempo i margini sui prestiti medi hanno continuato a concorrere a un allentamento netto, anche se in misura leggermente inferiore rispetto ai trimestri precedenti (-8 per cento dal -22 per cento del trimestre precedente).

Per il quarto trimestre le banche interpellate hanno indicato di attendersi un ulteriore inasprimento netto dei criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura C, riquadro a).

Domanda di prestiti. La domanda netta di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasta significativamente negativa nel terzo trimestre (-15 per cento, contro il -22 per cento del

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

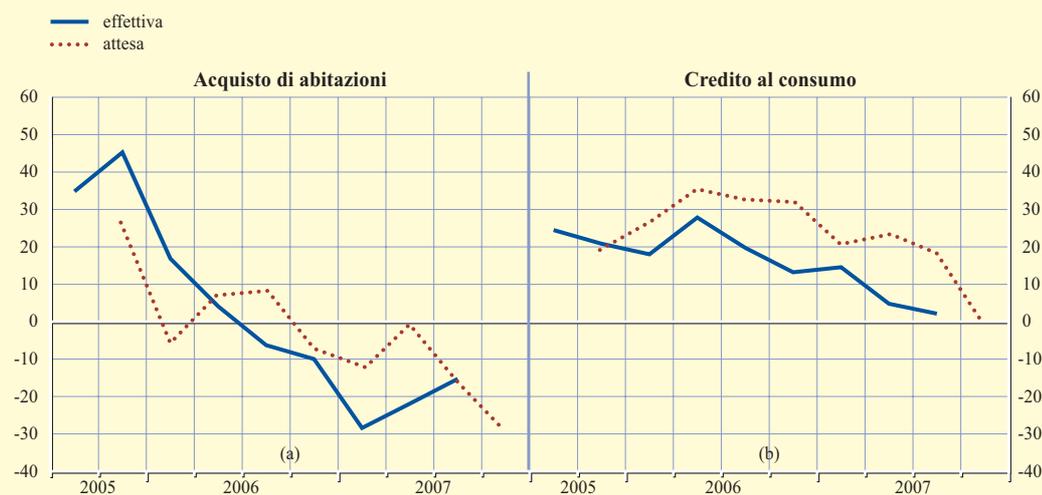
(saldi percentuali delle banche che hanno segnalato un contributo all'inasprimento dei criteri)



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

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

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



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

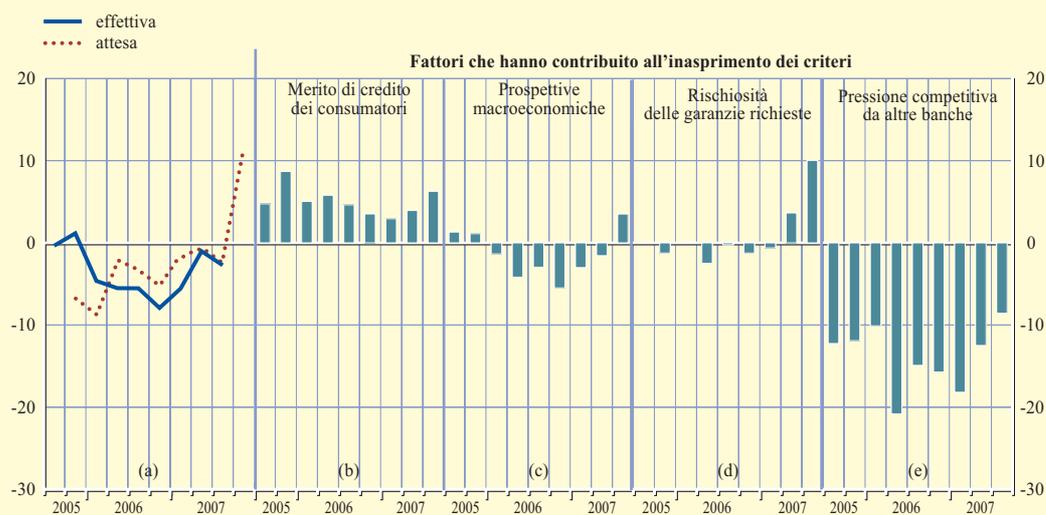
trimestre precedente; cfr. figura D, riquadro a). Ciò ha essenzialmente riflesso una valutazione meno favorevole delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e un peggioramento della fiducia dei consumatori, che hanno frenato la domanda netta più che nel precedente trimestre. Andrebbe altresì rilevato che l'indagine sul credito bancario non coglie direttamente altri fattori che incidono sulla domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni, in particolare il livello dei tassi di interesse, che potrebbe essere un'ulteriore determinante alla base della flessione della domanda degli ultimi trimestri. In prospettiva, secondo le banche la domanda netta dovrebbe rimanere significativamente negativa nel quarto trimestre (cfr. figura D, riquadro a).

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

Criteri per la concessione del credito. 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 nel terzo trimestre, dopo una sostanziale stabilità nel trimestre precedente (-3 per cento dal -1 per cento della precedente indagine; cfr. figura E, riquadro a). Le pressioni concorrenziali da altre banche sono rimaste la determinante principale dell'allentamento netto (cfr. figura E, riquadro e), mentre la valutazione del merito di credito e il rischio relativo alle garanzie reali richieste, nonché le attese meno favorevoli in merito alle prospettive economiche generali sono stati i principali fattori che hanno agito in direzione di un inasprimento (cfr. figura E, riquadri da b a d). L'allentamento netto è stato operato principalmente tramite l'allungamento delle scadenze dei prestiti, mentre i margini sui prestiti medi e più rischiosi hanno concorso a un inasprimento. Per il quarto trimestre le banche interpellate hanno indicato di attendersi un inasprimento dei criteri per la concessione di credito e altri prestiti alle famiglie (11 per cento a fronte del -2 per cento della precedente indagine; cfr. figura E, riquadro a).

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 quarto trimestre del 2007 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di ottobre 2007.

Domanda di prestiti. Le banche hanno segnalato che la domanda netta di credito al consumo e altri prestiti alle famiglie è rimasta positiva ma sostanzialmente invariata nel terzo trimestre (2 per cento dal 5 per cento della precedente indagine; cfr. figura D, riquadro b). Per il quarto trimestre le banche non prevedono variazioni sostanziali della domanda netta di credito al consumo e altri prestiti alle famiglie.

Domande puntuali sui recenti sviluppi nei mercati del credito

Per la seconda volta l'indagine ha incluso una serie di domande puntuali. Le domande aggiunte questa volta miravano a stimare in quale misura le turbolenze registrate in agosto nel mercato delle obbligazioni collegate ai mutui ipotecari statunitensi sub-prime e le sue ripercussioni sui mercati del credito strutturato – che hanno portato a una valutazione più cauta del rischio di credito in tutto il mondo – hanno inciso sui criteri delle banche per la concessione di prestiti e linee di credito alle imprese e di prestiti alle famiglie nell'area dell'euro. Le domande vertevano in primo luogo sull'impatto sui criteri di concessione del credito e in secondo luogo sull'accesso al finanziamento all'ingrosso.

In linea con le consuete domande dell'indagine, le domande puntuali suggeriscono che gli eventi creditizi hanno avuto un impatto diverso a seconda del segmento di credito. I prestiti e le linee di credito alle imprese ne hanno risentito in misura maggiore rispetto ai prestiti alle famiglie. In particolare, i criteri di concessione di prestiti e linee di credito a grandi imprese sono stati in parte inaspriti, come segnalato da circa un terzo delle banche interpellate. Anche i criteri di concessione di prestiti e linee di credito a piccole e medie imprese hanno subito un lieve inasprimento.

mento, superiore rispetto a quelli per i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni o per consumi e altre finalità.

Nel terzo trimestre le banche hanno irrigidito i criteri adottati per l'approvazione di prestiti alle imprese, in particolare quelli connessi con il finanziamento di operazioni di fusione e acquisizione e di ristrutturazione aziendale (cfr. figura F). Inoltre, secondo le attese delle banche intervistate, negli ultimi tre mesi del 2007 le tensioni sul mercato creditizio avranno un effetto di irrigidimento dei criteri più forte di quello registrato nel trimestre precedente.

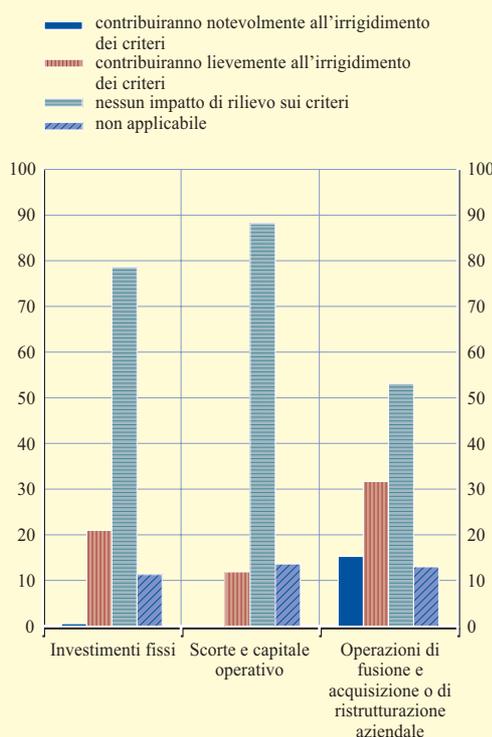
Le banche hanno in generale segnalato che le recenti tensioni nei mercati del credito hanno reso più difficile l'accesso ai finanziamenti all'ingrosso negli ultimi tre mesi⁴⁾. In particolare, ad essere ostacolate sono state le attività di cartolarizzazione di mutui ipotecari e di prestiti societari. Le banche hanno altresì riportato difficoltà per l'accesso a fondi all'ingrosso tramite il mercato monetario interbancario. Va notato che negli ultimi tre mesi le banche hanno trovato difficile raccogliere fondi sia mediante obbligazioni a medio e lungo termine sia tramite titoli di debito a breve termine. Stando alle attese l'accesso al mercato del finanziamento all'ingrosso non dovrebbe diventare più facile nei prossimi tre mesi, anche se il quadro varia leggermente a seconda della fonte di finanziamento (cfr. figura G). L'accesso ai mercati interbancario e dei titoli di debito dovrebbe continuare a essere ostacolato nei prossimi tre mesi, con solo un lieve miglioramento (ovvero una riduzione della percentuale di banche che rispondono "considerevolmente ostacolato" e un corrispondente aumento della percentuale di banche che rispondono "lievemente ostacolato"). Per contro, le banche si attendono che le cartolarizzazioni dei crediti diventino leggermente più difficili nei prossimi tre mesi rispetto agli scorsi tre mesi.

Le difficoltà di accesso al finanziamento all'ingrosso nei prossimi tre mesi sono altresì considerate in grado di esercitare un impatto avverso sulla quantità di banche che saranno disposte a erogare prestiti e/o sul margine a cui i fondi saranno prestati nei prossimi tre mesi. La propensione delle banche a erogare credito nei prossimi tre mesi potrebbe, in certa misura, essere ulteriormente frenata dall'effetto degli eventi creditizi sui costi relativi alle posizioni patrimoniali delle banche.

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

Figura F Effetti delle recenti turbolenze dei mercati creditizi sui criteri che verranno applicati per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese nei prossimi tre mesi

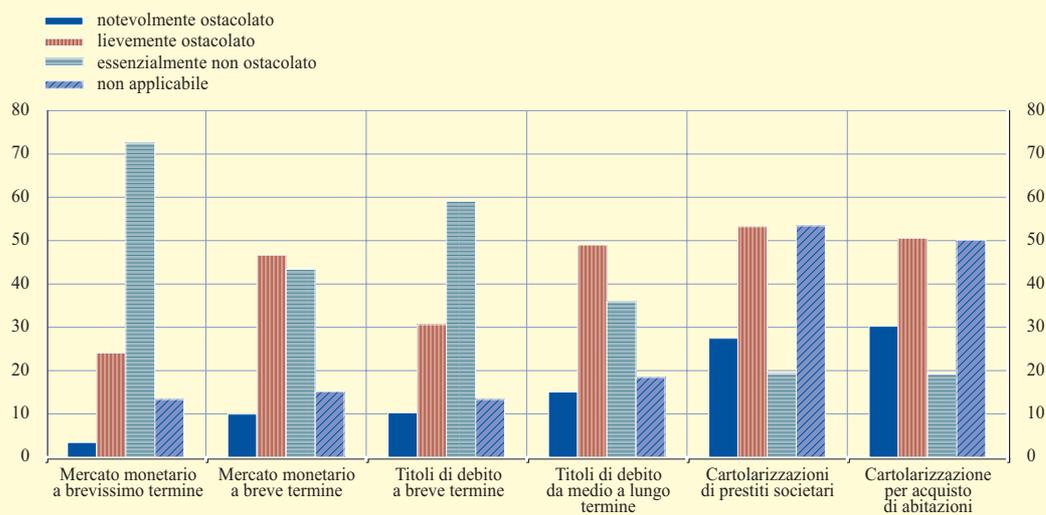
(percentuali di banche)



Nota: il valore dell'istogramma "non applicabile" è calcolato come percentuale delle banche che hanno fornito tale risposta sul numero totale delle banche intervistate (ovvero 87). I valori relativi ai rimanenti istogrammi sono calcolati come percentuale delle banche che hanno fornito una determinata risposta sul totale delle banche che non hanno risposto "non applicabile". Le cifre relative all'area dell'euro sono medie ponderate di risultati per paese.

Figura G Aspettative di accesso al finanziamento sul mercato all'ingrosso nei prossimi tre mesi

(percentuali di banche)



Nota: il valore dell'istogramma "non applicabile" è calcolato come percentuale delle banche che hanno fornito tale risposta sul numero totale delle banche intervistate (ovvero 87). I valori relativi ai rimanenti istogrammi sono calcolati come percentuale delle banche che hanno fornito una determinata risposta sul totale delle banche che non hanno risposto "non applicabile". Le cifre relative all'area dell'euro sono medie ponderate di risultati per paese.

2.2 EMISSIONI DI TITOLI

In luglio il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è rimasto invariato sul livello elevato osservato nel mese precedente. L'andamento ha riflesso aumenti dei tassi di espansione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da IFM, istituzioni finanziarie non monetarie e società non finanziarie, mentre l'attività di emissione di debito del settore delle amministrazioni pubbliche è rallentata. L'emissione di azioni quotate è lievemente aumentata, benché sia rimasta relativamente contenuta rispetto a quella dei titoli di debito.

TITOLI DI DEBITO

In luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è stato pari al 9,0 per cento, rimanendo invariato rispetto a giugno (cfr. tavola 3). Per quanto riguarda la struttura per scadenze dell'emissione di titoli di debito, il tasso di incremento dell'emissione di titoli a breve termine è aumentato al 12,8 per cento in luglio, dall'11,7 del mese precedente, mentre quello dell'emissione di titoli a lungo termine è lievemente diminuito, passando dall'8,7 all'8,6 per cento. Il tasso di espansione dei titoli a lungo termine a tasso variabile, collocatosi al 16,0 per cento, è stato ancora una volta significativamente superiore a quello dei titoli a lungo termine a tasso fisso, collocatosi al 5,4 per cento in luglio. Ciò potrebbe riflettere il protrarsi di una domanda relativamente elevata di titoli a tasso variabile in un contesto caratterizzato da una curva dei rendimenti relativamente piatta.

Il tasso di incremento dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è aumentato al 10,2 per cento in luglio (cfr. figura 7), avvicinandosi ai tassi di crescita osservati per i titoli di debito emessi dalle IFM. L'aumento è collegato a un effetto base connesso all'attività di emissione molto bassa

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2007 lug.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2006		2007		2007	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	2007 giu.	2007 lug.
Emissione di titoli di debito:	11.811	7,0	7,9	8,0	8,7	9,0	9,0
IFM	4.905	8,4	9,8	10,5	10,6	10,7	10,8
Società finanziarie non monetarie	1.319	26,0	28,2	26,4	27,1	26,2	27,2
Società non finanziarie	702	4,2	4,8	5,6	7,0	8,8	10,2
Amministrazioni pubbliche	4.884	2,8	2,8	2,4	3,2	3,8	3,3
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.577	2,3	2,4	2,1	3,1	3,8	3,3
Altre amministrazioni pubbliche	307	11,8	9,1	6,8	5,8	3,4	2,6
Emissione di azioni quotate:	6.640	1,2	1,1	1,1	1,2	1,4	1,5
IFM	1.081	1,8	2,0	2,3	1,8	1,8	1,4
Società finanziarie non monetarie	607	1,5	1,1	1,0	1,5	1,6	1,5
Società non finanziarie	4.951	1,1	0,8	0,8	1,0	1,3	1,5

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*.

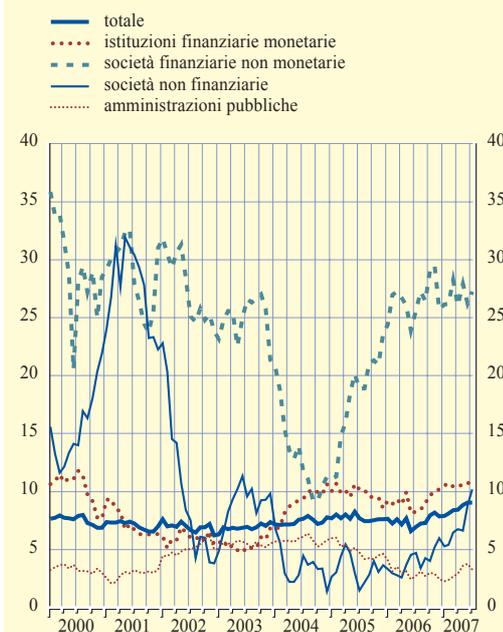
osservata in luglio 2006 e all'emissione netta piuttosto elevata di titoli di debito a breve termine da parte delle società non finanziarie in luglio 2007. Infatti, in termini di struttura per scadenze, in quest'ultimo mese il tasso di crescita dei titoli di debito a lungo termine emessi da società non finanziarie è aumentato al 7,3 per cento, dal 7,0 del mese precedente, mentre quello dei titoli a breve termine ha registrato un ulteriore marcato incremento, al 25,2 per cento, dal 18,6 di giugno.

In luglio il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è rimasto sostenuto, al 10,8 per cento, segnalando che le banche stanno continuando a raccogliere i fondi necessari a soddisfare la considerevole domanda generata dalla vigorosa crescita dei prestiti alle società non finanziarie. L'andamento è riconducibile principalmente al robusto tasso di crescita dei titoli a breve termine emessi dalle IFM, che ha toccato il 14,4 per cento in luglio, mentre il tasso di espansione dei titoli a lungo termine emessi dallo stesso settore è lievemente diminuito, dal 10,5 per cento di giugno al 10,3 di luglio.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è ulteriormente aumentato in luglio, al 27,2 per cento, collocandosi su un livello significativamente superiore a quello degli altri settori. La maggior parte dell'attività di emissione di

Figura 7 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

questo comparto è stata probabilmente connessa alle attività di cartolarizzazione delle banche e al finanziamento di fondi di *private equity*.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è lievemente diminuito in luglio, al 3,3 per cento, dal 3,8 di giugno. Anche il tasso di variazione dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni centrali è sceso in luglio al 3,3 per cento, dal 3,8 di giugno, mentre quello dell'attività di emissione da parte del settore delle altre amministrazioni pubbliche è sceso dal 3,4 per cento di giugno al 2,6 di luglio.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è lievemente aumentato in luglio, all'1,5 per cento, dall'1,4 di giugno (cfr. tavola 3). Il tasso di incremento delle azioni quotate emesse dalle IFM è lievemente diminuito, collocandosi all'1,4 per cento, livello analogo ai tassi di crescita osservati in altri settori (cfr. figura 8). Il tasso di incremento delle azioni quotate emesse da istituzioni finanziarie non monetarie è lievemente diminuito, dall'1,6 per cento di giugno all'1,5 di luglio e in quest'ultimo mese quello delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è aumentato all'1,5 per cento, dall'1,3 del mese precedente.

Figura 8 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In settembre si è confermato su livelli insolitamente elevati il differenziale fra i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi con e senza garanzia per le scadenze oltre il brevissimo termine. Al contempo l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è rimasta essenzialmente invariata, con una sostanziale stabilità intorno ai 30 punti base del differenziale fra tassi comparabili del mercato monetario a dodici mesi e a un mese.

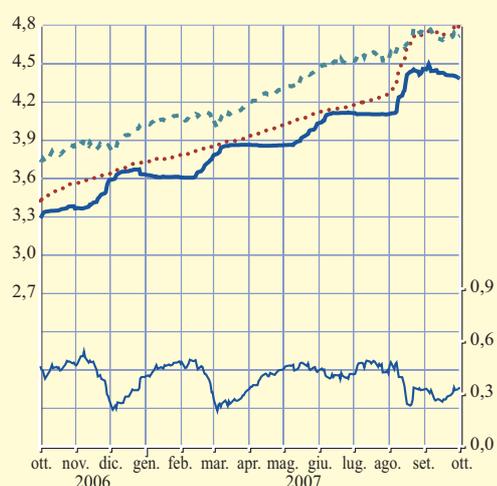
In settembre il differenziale fra i tassi interbancari sui depositi con e senza garanzia è rimasto elevato per le scadenze oltre il brevissimo termine, di riflesso al protrarsi delle tensioni sulle scadenze meno brevi del mercato monetario. I differenziali fra l'Euribor, privo di garanzia, e i tassi sui depositi dotati di garanzia (quali l'Eurepo, indice per i contratti pronti contro termine del settore privato) sono aumentati marcatamente di riflesso alle turbolenze che hanno investito i mercati in agosto, rimanendo elevati in settembre; il 2 ottobre il differenziale fra l'Euribor a tre mesi e il corrispondente Eurepo è stato pari a 74 punti base, in lieve aumento rispetto alla fine di agosto per via del consueto effetto di fine anno.

Nel corso di settembre l'Euribor a tre mesi è aumentato di 10 punti base portandosi al 4,74 per cento il 2 ottobre, mentre sono rimasti sostanzialmente invariati i tassi Euribor a uno, sei e dodici mesi,

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

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

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

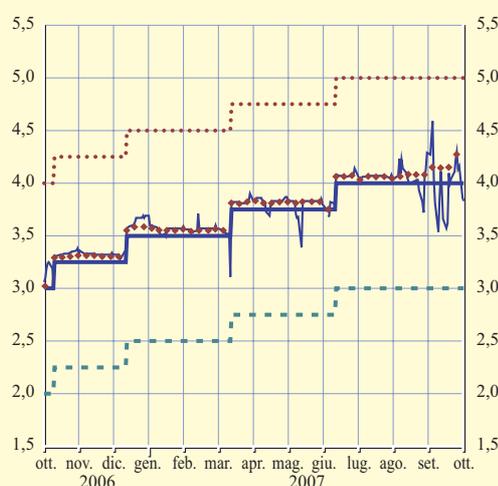


Fonti: BCE e Reuters.

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

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

- tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali
- tasso di rifinanziamento marginale
- - - tasso sui depositi overnight presso la banca centrale
- tasso overnight (Eonia)
- ◆◆◆ tasso marginale nelle operazioni di rifinanziamento principali



Fonti: BCE e Reuters.

i quali alla stessa data si collocavano rispettivamente al 4,38, 4,75 e 4,72 per cento. L'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è rimasta pertanto sostanzialmente stabile nel periodo in esame, visto che il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese è aumentato solo lievemente, a 34 punti base il 2 ottobre dai 33 degli inizi di settembre (cfr. figura 9).

Il 2 ottobre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in dicembre 2007 e marzo e giugno 2008 erano pari rispettivamente al 4,63, 4,36 e 4,25 per cento. Rispetto ai livelli di inizio settembre, ciò rappresenta un aumento di 10 punti base per il contratto con scadenza in dicembre 2007 e un calo di 2 e 7 punti base per quelli con scadenza in marzo e giugno 2008, rispettivamente.

Agli inizi di settembre il tasso Eonia è aumentato (al 4,588 per cento il giorno 4) riflettendo la percezione degli operatori di condizioni di mercato tese¹⁾ (cfr. figura 10). Il 6 settembre il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE, lasciando al 4,00 per cento il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principale dell'Euro-sistema. Lo stesso giorno si è invertita la tendenza al rialzo dell'Eonia, in gran parte per effetto di un'operazione di regolazione puntuale tramite la quale sono stati immessi nel mercato 42,2 miliardi di euro di liquidità aggiuntiva. L'11 settembre, ultimo giorno del periodo di mantenimento delle riserve, la BCE, sulla base della sua valutazione delle condizioni di liquidità a fine periodo, ha condotto un'operazione di regolazione puntuale tramite la quale ha assorbito 60 miliardi di euro;

1) Si noti che dal 1° settembre il tasso Eonia è calcolato alla terza cifra decimale.

l'Eonia si è collocato al 3,865 per cento. Nella prima settimana del periodo di mantenimento successivo, con termine il 9 ottobre, l'Eonia ha segnato un calo e, dopo l'operazione supplementare di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) di 75 miliardi di euro condotta dalla BCE il 13 settembre, il giorno 17 è sceso al 3,573 per cento. Per via dei consueti effetti di fine trimestre, dopo il 25 settembre l'Eonia è aumentato, raggiungendo il 4,162 per cento il 28 del mese, ridiscendendo successivamente al di sotto del 4 per cento per effetto di condizioni di liquidità ampie.

Nelle normali operazioni di rifinanziamento principale settimanali dell'Eurosistema dell'11 e del 18 settembre la BCE ha aggiudicato 10 e 36 miliardi di euro in più rispetto ai volumi di riferimento; i corrispondenti tassi marginali sono stati del 4,15 e del 4,14 per cento. Nella terza operazione di rifinanziamento principale del periodo di mantenimento, condotta il 25 settembre, la BCE ha aggiudicato 33 miliardi di euro in più rispetto al volume di riferimento e il tasso marginale è salito al 4,27 per cento riflettendo effetti di fine trimestre. Nell'ultima asta del 2 ottobre, il volume assegnato dalla BCE ha superato di 7,5 miliardi di euro quello di riferimento, risultando in un tasso marginale del 4,14 per cento.

Nell'operazione supplementare di rifinanziamento a più lungo termine condotta dall'Eurosistema il 13 settembre, la BCE ha aggiudicato 75 miliardi di euro, determinando un tasso marginale e un tasso medio ponderato pari al 4,35 e al 4,52 per cento rispettivamente. Nell'ordinaria operazione di rifinanziamento a più lungo termine del 26 settembre (condotta secondo la normale procedura ORLT e con un importo di aggiudicazione fisso di 50 miliardi di euro) i tassi marginale e medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 4,50 e al 4,63 per cento. I tassi marginali nelle due operazioni sono risultati inferiori ai tassi Euribor a tre mesi prevalenti nelle corrispondenti date, di 40 e 22 punti base rispettivamente.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

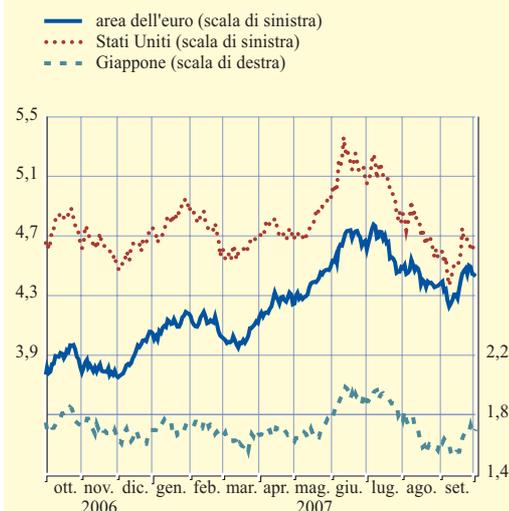
In settembre si è arrestata la riduzione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti osservata a luglio e agosto. Nel contempo la volatilità implicita è lievemente diminuita nella maggior parte dei principali mercati obbligazionari, per effetto di una graduale attenuazione dell'impatto delle tensioni in molti segmenti del mercato finanziario, sebbene non in tutti.

Dopo la fase di marcata volatilità di luglio e agosto, all'emergere dei primi segnali di normalizzazione (osservati persino nei mercati del credito, l'epicentro delle turbolenze finanziarie) i mercati obbligazionari si sono moderatamente stabilizzati in settembre e agli inizi di ottobre, il che avrebbe fatto aumentare la generale propensione al rischio degli investitori. I rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro si sono accresciuti lievemente, di circa 5 punti base tra la fine di agosto e il 2 ottobre, data alla quale si collocavano al 4,4 per cento (cfr. figura 11). Negli Stati Uniti i rendimenti obbligazionari sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in esame, attestandosi al 4,6 per cento il 2 ottobre. Di conseguenza, il differenziale di rendimento fra i titoli obbligazionari a lungo termine delle due regioni non ha evidenziato variazioni di rilievo. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno registrato un modesto incremento rispetto alla fine di agosto, portandosi a circa l'1,7 per cento il 2 ottobre. L'incertezza degli operatori circa gli andamenti a breve termine del mercato obbligazionario, misurata dalla volatilità implicita ricavata dal prezzo delle opzioni, è diminuita almeno in parte nei tre mercati principali.

Negli Stati Uniti la dinamica del mercato dei titoli di Stato a lungo termine pare essere sostenuta, in una certa misura, dal rialzo dei premi al rischio nei mercati obbligazionari, dopo i forti cali subiti

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

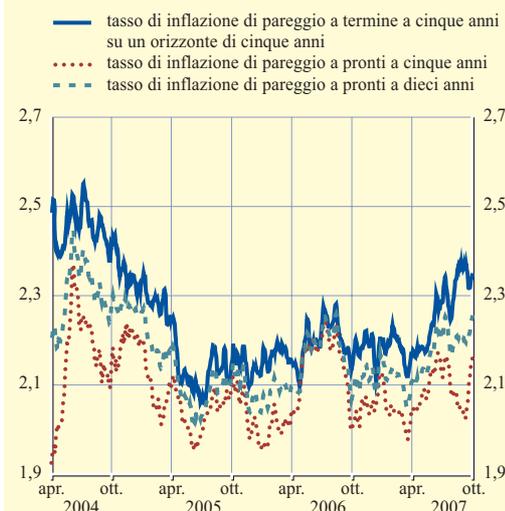
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

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

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

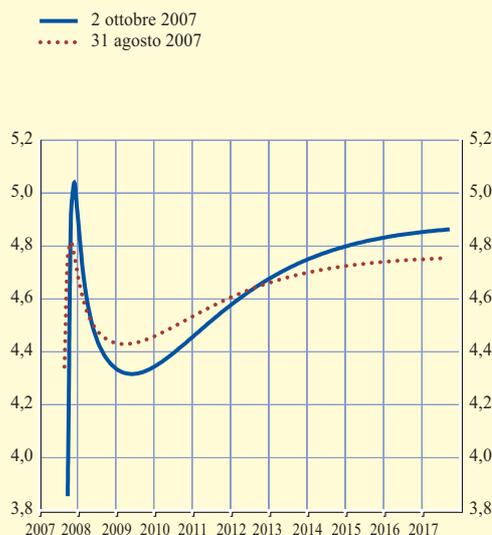
nella fase iniziale delle tensioni finanziarie. Questi cali erano collegati a una parziale inversione delle ricomposizioni di portafoglio a favore di attività più "sicure" osservate nei due mesi precedenti. Il 18 settembre il FOMC ha deciso di abbassare il tasso obiettivo sui *federal funds* di 50 punti base, al 4,75 per cento. A seguito di questa decisione, le attese sui tassi ufficiali nel breve-medio periodo sono state riviste al ribasso. L'evoluzione dei rendimenti delle obbligazioni statunitensi a lungo termine in settembre potrebbe anche riflettere un lieve aumento dell'inflazione attesa nel più lungo periodo, come indicato dai tassi di inflazione di pareggio negli Stati Uniti. In senso contrario hanno invece agito i dati meno favorevoli relativi al mercato degli immobili residenziali, al mercato del lavoro e al clima di fiducia delle imprese pubblicati nel periodo in esame, che potrebbero aver frenato le spinte al rialzo sui rendimenti obbligazionari statunitensi.

Nell'area dell'euro i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine hanno seguito gli andamenti generali dei mercati internazionali, registrando nel complesso un moderato incremento durante il periodo in esame. Va tuttavia notato che i rendimenti obbligazionari dell'area non hanno recuperato totalmente la flessione registrata durante l'estate dopo lo scoppio delle tensioni sul mercato del credito. L'aumento dei tassi di interesse nominali a lungo termine nell'area è stato accompagnato da un lieve incremento dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate a lungo termine. Ciò suffraga l'opinione secondo cui gli operatori, malgrado le tensioni sui mercati finanziari, continuano a considerare relativamente favorevoli le prospettive per l'attività economica dell'area.

I tassi di inflazione di pareggio a lungo termine si sono mantenuti sostanzialmente invariati nel periodo in esame. Ad esempio, l'inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale (che misura le attese di inflazione solo a lungo termine e i connessi premi al rischio) è rimasta praticamente immutata, attestandosi intorno al 2,35 per cento il 2 ottobre (cfr. figura 12). Nondimeno, data la relativa volatilità che continua a caratterizzare il mercato finanziario, occorre

Figura 13 Tassi di interesse *overnight* a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi *swap*

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

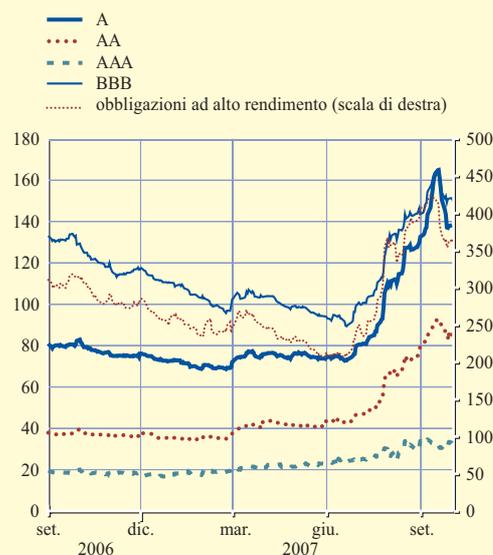


Fonti: Reuters e stime della BCE.

Note: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è stato descritto nel riquadro 4 del numero di gennaio 1999 di questo Bollettino. I dati usati nelle stime sono derivati da contratti *swap*.

Figura 14 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro

(in punti base; dati giornalieri)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

Nota: i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie sono calcolati come differenze tra i rendimenti delle obbligazioni societarie con scadenza fra sette e dieci anni e quelli dei titoli di Stato con pari scadenza, in base ai dati forniti da Merrill Lynch.

usare maggiore cautela del solito nell'interpretare le previsioni di inflazione degli operatori sulla base dei mercati obbligazionari.

Tra la fine di agosto e gli inizi di ottobre nell'area dell'euro la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti si è spostata verso l'alto sulle scadenze più lunghe (cfr. figura 13). Questo spostamento verso l'alto riflette probabilmente il rialzo dei corrispondenti premi al rischio. La decisione della BCE del 6 settembre di lasciare invariati i tassi di riferimento era stata ampiamente anticipata dagli operatori di mercato e non ha inciso particolarmente sulle aspettative circa i tassi di interesse a breve termine.

In settembre i costi di finanziamento sul mercato delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono lievemente accresciuti per la maggior parte delle imprese, come indica ad esempio l'aumento di 15 punti base dei rendimenti offerti sulle emissioni di società con merito di credito BBB. Anche il costo relativo del finanziamento obbligazionario di queste società, misurato dal differenziale con i titoli di Stato confrontabili, è aumentato nel periodo in esame, di circa 10 punti base. Va tuttavia notato che i recenti aumenti dei differenziali sulle obbligazioni societarie sono molto più contenuti di quelli osservati a luglio e agosto (cfr. figura 14). Agli inizi di ottobre i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono peraltro collocati, con riferimento a tutte le classi di *rating*, su livelli appena superiori alle medie storiche calcolate dal 1999. Ciò suffragherebbe l'opinione secondo cui finora la generale ridefinizione del prezzo del rischio di credito nel contesto di turbolenza del mercato finanziario non sia stata eccessiva (cfr. riquadro 3).

Riquadro 3

LA RECENTE RIDEFINIZIONE DEL PREZZO DEL RISCHIO DI CREDITO

L'intensificarsi a metà giugno dei timori di perdite sul mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria si sono tradotti nei mesi successivi in diffuse tensioni finanziarie, che hanno determinato una generale rivalutazione dei rischi (in particolare di credito e di liquidità) sui mercati dei capitali e una minore propensione al rischio fra gli investitori in tutto il mondo. La generale ridefinizione del prezzo del rischio di credito può essere misurata dagli andamenti sui mercati delle obbligazioni societarie e dei derivati creditizi, dove i differenziali si sono notevolmente ampliati in tutte le categorie di *rating* (cfr. la figura 14 nel testo principale). Nonostante il carattere generale di tale ricalcolo, le tensioni finanziarie hanno influito più sulle istituzioni finanziarie che su quelle non finanziarie. Questo riquadro fornisce alcuni riscontri delle differenze tra le prime e le seconde nell'area dell'euro in termini di impatto della turbolenza, oltre a esaminare la recente ridefinizione del prezzo del rischio di credito, soprattutto nel settore delle imprese non finanziarie, dal punto di vista di un modello econometrico basato su obbligazioni con *rating* BBB come esempio rappresentativo.

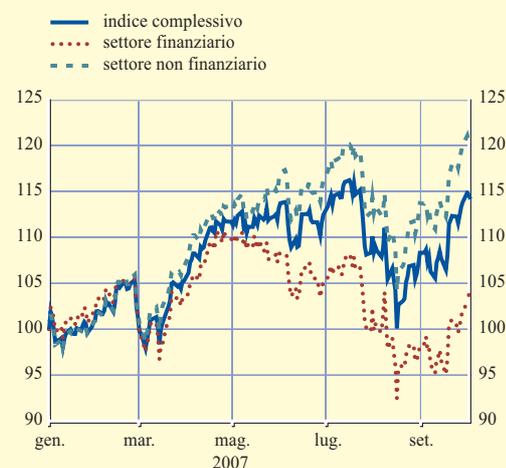
Andamenti dei differenziali sulle obbligazioni delle società finanziarie e non finanziarie

Per gran parte del 2005 e 2006 i differenziali sulle obbligazioni societarie sono andati assottigliandosi, seppur con qualche piccola interruzione nelle primavere di entrambi gli anni. I livelli estremamente ridotti raggiunti soprattutto nel caso delle obbligazioni societarie con *rating* minore erano sintomatici di un contesto generale contraddistinto da un livello insolitamente basso dei prezzi e delle percezioni dei rischi finanziari ed economici. Ciò nonostante, tra la fine di giugno e il 2 ottobre dell'anno in corso i differenziali sulle obbligazioni delle società non finanziarie con *rating* BBB sono aumentati di circa 40 punti base, a 100. Nella stessa categoria di *rating*, quelli delle società finanziarie sono aumentati nello stesso periodo di quasi 90 punti base, a 195. Un messaggio analogo emerge dai prezzi dei titoli settoriali, con il settore finanziario che ha registrato perdite dell'1,5 per cento nel periodo, mentre l'indice generale di mercato è aumentato di circa il 2 per cento (cfr. figura A), e l'indice dei corsi azionari per il settore non finanziario ha guadagnato approssimativamente il 3,5 per cento.

La *performance* comparativamente scadente del settore finanziario riflette la mutata percezione degli operatori quanto al rischio di credito delle istituzioni finanziarie (comprese le banche). Ciò rispecchia il fatto che queste ultime sono le più esposte ai segmenti di mercato al centro della turbolenza, vale a dire i titoli garantiti da attività e in generale i prodotti di finanza strutturata, i quali hanno risentito in misura massima della flessione nel valore delle attività e del calo di liquidità e di scambi. Di fronte a tali difficoltà, le percezioni degli operatori relative alle prospettive per gli utili societari e il rischio di credito delle imprese finanziarie sono quindi peggiorate.

Figura A Prezzi settoriali delle azioni nell'area dell'euro

(1° gennaio 2007=100)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

Un modello econometrico per spiegare i differenziali delle obbligazioni societarie

Per comprendere fino a che punto i differenziali sulle obbligazioni societarie possano essere stati oggetto di una erronea valutazione prima e dopo l'inizio della fase di turbolenza occorre dotarsi di un *benchmark* che colleghi i differenziali di credito alle determinanti delle obbligazioni societarie. A tale scopo questo riquadro riferisce i risultati di un modello econometrico basato sul metodo della cointegrazione, che spiegano i differenziali delle obbligazioni societarie con *rating* BBB nell'area dell'euro utilizzando alcune variabili rappresentative di fattori suggeriti in letteratura ^{1), 2)}.

Il modello indica che i differenziali delle obbligazioni societarie evidenziano una relazione di equilibrio di lungo periodo con diverse variabili esplicative intese a rilevare in modo diretto o indiretto le variazioni concernenti il rischio di inadempienza, i cicli economici e dei tassi di interesse e la percezione dei rischi finanziari da parte degli operatori. Più precisamente, il modello incorpora i tassi attesi di insolvenza (*Expected Default Frequencies*, EDF) di Moody's KMV, l'indicatore Ifo del clima di fiducia delle imprese, l'EURIBOR a tre mesi e la volatilità implicita del mercato azionario misurata dall'indice VSTOXX. Evidenziando questa relazione di equilibrio di lungo periodo, l'errore di equilibrio ritardato a un mese determina i cambiamenti correnti nei differenziali delle obbligazioni societarie in modo statisticamente ed economicamente significativo tale per cui l'errore di equilibrio tende a correggersi da solo nel tempo.

La figura B mette a confronto il differenziale effettivo delle obbligazioni di società non finanziarie con *rating* BBB e i valori stimati dal modello a correzione d'errore non ristretto, riportati solo fino a giugno 2007, l'ultimo mese per il quale esistono i dati sulle insolvenze. Per il periodo luglio-settembre il grafico mostra anche i differenziali previsti ipotizzando EDF invariati da giugno. A giudicare da quanto i dati prodotti dal modello si avvicinano agli effettivi, le quattro determinanti tendono a spiegare relativamente bene i differenziali delle obbligazioni societarie.

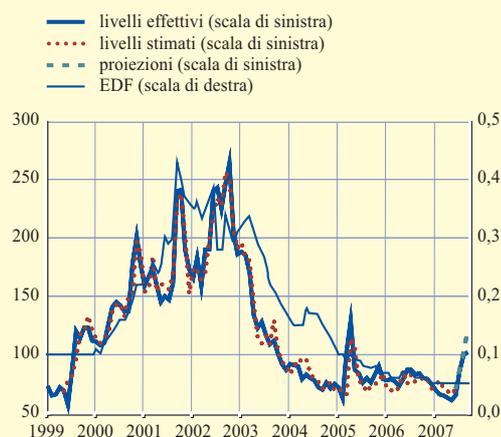
La recente turbolenza ha determinato un forte aumento dei suddetti differenziali, riportandoli su livelli più in linea con le medie dal 1999. Il fatto che tale aumento sia in larga misura spiegabile dal modello sembra tuttavia indicare che potrebbe essere parte di una generale correzione o "normalizzazione" dei differenziali di credito dopo i livelli storicamente bassi del 2006. In particolare, il modello indica che nella prima metà del 2007 il differenziale delle società non finanziarie era inferiore – seppur in misura solo modesta – a quello che poteva essere atteso sulla base delle sue determinanti (si veda ancora una volta la figura B). Lo stesso messaggio viene presentato in figura C, che mostra la relazione di equilibrio di lungo periodo tra il differenziale e le sue determinanti. Occorre tuttavia notare che, stando al modello, il recente ampliamento dei differenziali ha riflesso in larga parte i considerevoli aumenti della volatilità sui mercati azionari e dei tassi di interesse a breve termine. L'Ifo, prescelto quale misura indiretta dell'attività economica, spiega in maniera molto contenuta l'aumento dei differenziali, e non esistono ancora riscontri del fatto

1) Cfr. ad esempio: Merton, R.C. (1974), "On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates", *Journal of Finance* 29, 449-470; Collin-Dufresne, P., Goldstein, R. e Martin, S. (2001), "The determinants of credit spread changes", *Journal of Finance* 56, 2177-2207.

2) I differenziali di credito sono misurati come lo scarto tra l'indice Merrill Lynch del rendimento delle obbligazioni delle società finanziarie e non finanziarie e i rendimenti di titoli di Stato comparabili. Le variazioni mensili dei differenziali di credito sono elaborate a fine mese, quando gli indici sono ribilanciati nel caso in cui una società sia uscita dall'indice o vi sia entrata. Si utilizzano i differenziali corretti per le opzioni, una misura dell'opzionalità inclusa nel prezzo di un'obbligazione soggetta a *call* o *put*: tali differenziali sono depurati da eventuali opzioni incorporate, effetti cedola o effetti di ribilanciamento degli indici.

Figura B Valori effettivi e stimati dei differenziali di rendimento delle obbligazioni di società non finanziarie con rating BBB

(dati di fine mese; differenziali di rendimento in punti base e EDF in valori percentuali)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime tre osservazioni per i livelli stimati si riferiscono ai valori delle previsioni condizionali per gli ultimi tre mesi del campione (luglio-settembre 2007).

Figura C Termine di correzione dell'errore derivato dalla relazione di lungo termine per i differenziali di rendimento delle obbligazioni di società non finanziarie con rating BBB

(dati di fine mese; punti base)



Fonte: elaborazioni della BCE.

che i tassi di inadempienza siano aumentati rispetto ai loro livelli estremamente bassi, cosa che potrebbe anche rispecchiare precedenti condizioni di abbondante disponibilità di credito. Pertanto, a meno che in un qualche momento futuro – al maturare del ciclo economico – non aumentino anche le insolvenze sulle obbligazioni societarie fino a livelli prossimi alle medie storiche, la correzione osservata nel differenziale delle obbligazioni delle società non finanziarie con rating BBB potrebbe venir meno almeno in parte se la turbolenza dovesse ridursi, con un conseguente calo della volatilità sul mercato azionario e dei tassi di mercato monetario.

In linea di principio, il medesimo profilo di comportamento e le stesse interpretazioni si applicano anche ai differenziali delle società finanziarie. Ciò nonostante, questi ultimi sembrano più marcatamente superiori ai valori suggeriti da un analogo modello econometrico. Tale fatto potrebbe riflettere i maggiori premi richiesti dagli investitori a causa dell'elevato livello di incertezza sulla solidità del settore. In alternativa, lo scostamento potrebbe anche riflettere un'iperreazione degli investitori, che potrebbe venir meno in assenza di ulteriori shock avversi al clima di fiducia.

Nell'insieme, i risultati dei modelli econometrici sembrano indicare che il recente ampliamento dei differenziali creditizi rispecchi principalmente una correzione del compenso richiesto per i rischi previsti, di natura finanziaria più che macroeconomica. Inoltre, nel caso delle obbligazioni delle società non finanziarie gli aumenti dei differenziali sono moderati e generalmente in linea con una loro "normalizzazione" rispetto ai precedenti livelli storicamente bassi. Gli aumenti dei differenziali per le istituzioni finanziarie sono stati invece più significativi, riflettendo probabilmente un maggiore pessimismo degli investitori circa la redditività nell'intero settore finanziario nel contesto delle attuali tensioni di mercato. Poiché i modelli utilizzano dati raccolti

nel periodo successivo all'introduzione dell'euro nel gennaio 1999, essi sono stimati sulla base di un campione relativamente ristretto e potrebbero quindi essere soggetti a qualche instabilità e incertezza. È necessaria pertanto una particolare cautela nell'interpretarne i risultati.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In luglio è proseguito l'andamento al rialzo della maggior parte dei tassi di interesse delle IFM. Rispetto al mese precedente, i tassi di interesse a lungo termine sui depositi delle famiglie e delle società finanziarie sono aumentati di circa 30 punti base.

In luglio i tassi di interesse delle IFM a breve termine su depositi e prestiti sono rimasti invariati o, a seconda delle scadenze, hanno registrato un incremento, mentre il tasso del mercato monetario a tre mesi è salito di 7 punti base (cfr. tavola 4 e figura 15). L'unico calo ha riguardato i tassi sui prestiti

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati ¹⁾)

							Variazione in punti base fino a luglio 2007 ²⁾		
	2006 2° trim.	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 giu.	2007 lug.	2006 dic.	2007 mar.	2007 giu.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,56	2,87	3,27	3,51	3,77	3,85	58	34	8
con durata prestabilita oltre due anni	2,57	2,68	2,84	2,71	2,73	3,00	16	29	27
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,03	2,26	2,37	2,38	2,41	2,44	7	6	3
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,52	2,68	2,86	3,14	3,31	3,39	53	25	8
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie	1,23	1,36	1,53	1,72	1,79	1,82	29	10	3
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,70	2,98	3,47	3,67	3,93	4,01	54	34	8
con durata prestabilita oltre due anni	3,23	3,70	4,04	3,61	4,09	4,41	37	80	32
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	7,08	7,79	7,60	7,69	8,09	8,01	41	32	-8
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,02	4,31	4,55	4,78	4,99	5,07	52	29	8
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	4,51	4,63	4,55	4,69	4,89	5,01	46	32	12
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	5,46	5,69	5,80	6,06	6,18	6,31	51	25	13
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,47	4,74	5,08	5,29	5,53	5,59	51	30	6
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,40	4,59	4,67	4,83	5,00	5,08	41	25	8
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,74	4,03	4,50	4,67	4,88	4,90	40	23	2
	4,26	4,48	4,63	4,86	5,17	5,18	55	32	1
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,99	3,34	3,68	3,89	4,15	4,22	54	33	7
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	3,47	3,62	3,79	3,94	4,45	4,48	69	54	3
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,78	3,70	3,83	3,95	4,57	4,55	72	60	-2

Fonte: BCE.

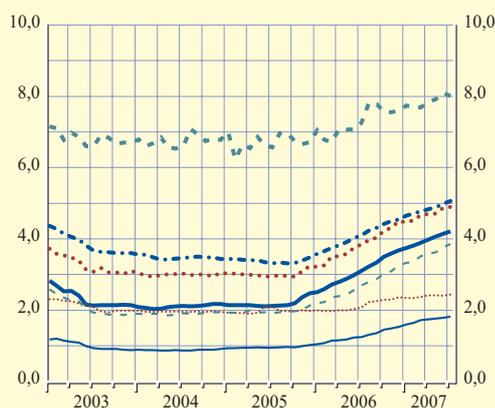
1) I tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di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

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

Figura 15 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine

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

- 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



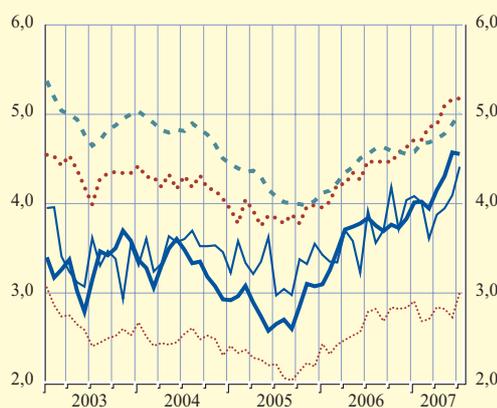
Fonte: BCE.

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

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

- 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.

a breve termine erogati alle famiglie a fini di consumo, scesi di 8 punti base fra giugno e luglio. I tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno hanno segnato un aumento di 8 punti base. Nel contempo i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale fino a un anno sono saliti di 6 punti base per i prestiti fino a un milione di euro, mentre sono rimasti pressoché invariati per quelli superiori al milione di euro. I tassi bancari sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie con durata prestabilita fino a un anno sono aumentati di 8 punti base.

In un'ottica di più lungo periodo, la velocità di trasmissione dai tassi di interesse di mercato a quelli bancari, i quali in una certa misura risultavano in ritardo rispetto al ciclo di graduale incremento dei tassi di mercato iniziato a fine 2005, è aumentata negli ultimi mesi. Fra settembre 2005 e luglio 2007 a un aumento di circa 210 punti base del tasso del mercato monetario a tre mesi ha fatto riscontro un incremento di 190 punti base circa dei tassi di interesse delle IFM sui depositi delle famiglie con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno. Inoltre, i tassi bancari sui prestiti a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso pari a un

anno sono cresciuti di circa 180 punti base per i prestiti fino a 1 milione di euro alle società non finanziarie e di 175 punti base per i mutui destinati all'acquisto di abitazioni. Per contro, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo sono aumentati di soli 105 punti base.

In luglio i tassi di interesse a lungo termine delle IFM sui depositi con scadenza superiore ai due anni sono saliti di 27 punti base per le famiglie e di 32 punti base per le società non finanziarie, mentre i rendimenti dei titoli di Stato a due e a cinque anni sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. tavola 4 e figura 16). Nello stesso periodo i tassi di interesse a lungo termine delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono cresciuti di 12 punti base; i tassi a lungo termine sui prestiti alle società non finanziarie sono aumentati di 8 punti base per gli importi fino a un milione di euro, mentre sono rimasti stabili per i prestiti superiori al milione di euro (cfr. figura 16).

Con riferimento ai tassi delle IFM a lungo termine, perdura il ritardo nella trasmissione degli aumenti dei tassi di interesse di mercato iniziati a settembre 2005. Fra settembre 2005 e luglio 2007 i rendimenti dei titoli di Stato a due e cinque anni dell'area dell'euro sono saliti rispettivamente di 227 e di 195 punti base, mentre l'incremento dei tassi sui depositi a lungo termine delle famiglie è stato di soli 98 punti base. Sul fronte dei prestiti, i tassi di interesse delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con un periodo di determinazione iniziale del tasso compreso fra cinque e dieci anni sono aumentati di soli 102 punti base. Nel caso dei prestiti alle società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni, l'aumento dei tassi applicati dalle IFM è stato compreso fra 102 e 130 punti base, a seconda dell'entità del prestito. Tra i fattori che spiegano i margini bancari tuttora bassi, vi è probabilmente l'accresciuta concorrenza fra banche e operatori non bancari, nonché l'allentamento negli ultimi anni dei criteri per la concessione di credito, protrattosi fino al secondo trimestre del 2007. Nondimeno, la relativa lentezza della trasmissione ai tassi sui prestiti a lungo termine è un fenomeno in parte già osservato in passato.

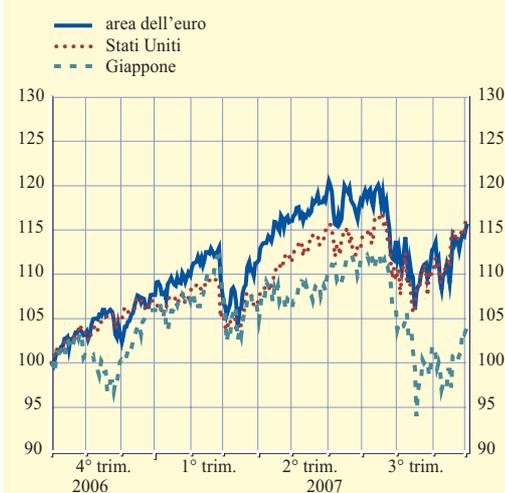
2.6 MERCATI AZIONARI

In settembre le quotazioni azionarie mondiali si sono stabilizzate. L'andamento va ricondotto alla lieve attenuazione, specie nei segmenti di più elevata qualità del credito, dei timori che avevano investito i mercati finanziari nei due mesi precedenti. Nell'area dell'euro, gli elevati livelli correnti e attesi della redditività hanno continuato a sostenere le quotazioni azionarie. La volatilità implicita dei mercati azionari è calata rispetto ai massimi di agosto.

In settembre e agli inizi di ottobre gli indici azionari ampi dell'area dell'euro e degli Stati Uniti si sono stabilizzati, dopo le ingenti correzioni dei mesi estivi (cfr. figura 17). Nonostante il permanere di forti tensioni in alcuni comparti dei mercati finanziari, tra gli operatori si è diffusa la percezione che la crisi del credito avesse raggiunto il suo apice e ciò ha fornito sostegno alle quotazioni azionarie in tutte le aree. Anche gli interventi delle banche centrali sembrano aver contribuito a migliorare il clima di fiducia sui mercati azionari. Nel complesso, i corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, misurati dagli indici Dow Jones EURO Stoxx e Standard & Poor's 500, sono aumentati rispettivamente del 3 e del 5 per cento tra la fine di agosto e il 2 ottobre. In Giappone le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Nikkei 225, sono cresciute del 6 per cento nello stesso periodo. Nel contempo, la volatilità implicita del mercato azionario, che rappresenta una misura dell'incertezza degli operatori riguardo all'evoluzione di questo mercato, è calata rispetto ai massimi di agosto (cfr. figura 18).

Figura 17 Indici dei corsi azionari

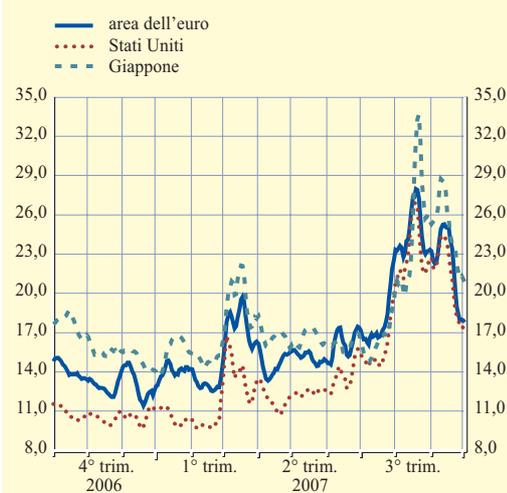
(indice: 1° ottobre 2006 = 100; dati giornalieri)



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

Figura 18 Volatilità implicita dei mercati azionari

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a cinque 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.

Il recupero dei corsi azionari statunitensi ha riflesso alcuni segnali di un complessivo ritorno dei mercati del credito a un funzionamento più normale. A sua volta ciò potrebbe aver spinto gli investitori a ridurre lievemente i premi per il rischio azionario richiesti per detenere queste attività. I mercati azionari statunitensi hanno inoltre reagito positivamente alla decisione del FOMC del 18 settembre di abbassare il tasso obiettivo sui *federal funds* di 50 punti base. Dopo l'annuncio della manovra da parte della Federal Reserve, l'indice Standard & Poor's 500 ha segnato un rialzo prossimo al 3 per cento. Le ragioni di questa vivace reazione del mercato sono principalmente due. La prima è che la riduzione dei tassi è stata più ampia di quanto avevano previsto gli operatori, per cui parte del rialzo dei corsi azionari è ascrivibile a effetti positivi connessi con il fattore di sconto o col costo opportunità. La seconda ragione è che, agli occhi degli operatori, la decisione sembra aver diminuito le probabilità di un brusco rallentamento dell'attività economica nel breve periodo, favorendo anche, presumibilmente, un recupero dell'appetito per il rischio da parte degli investitori nonché la connessa ricomposizione di portafoglio da titoli di Stato ad attività più rischiose come le azioni. In settembre gli incrementi sul periodo corrispondente degli utili sia correnti che attesi delle società appartenenti all'indice Standard & Poor's 500 non hanno segnato variazioni di rilievo, continuando perciò a collocarsi su livelli storicamente elevati. Allo stesso tempo, la diffusione di dati generalmente meno positivi nel periodo in esame potrebbe aver attenuato i rialzi azionari statunitensi.

Complessivamente, nel periodo in esame le quotazioni azionarie dell'area dell'euro hanno segnato un rialzo. La redditività complessivamente elevata continua a sostenere le quotazioni azionarie dell'area. In settembre la crescita effettiva sul periodo corrispondente degli utili per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones EURO Stoxx è stata del 16 per cento, senza variazioni di rilievo rispetto al mese precedente. Come spiegato nel riquadro 4, la crescita sostenuta degli utili

registrata a livello aggregato nell'area dell'euro nel 2007 riflette, in ampia misura, anche gli andamenti dei singoli paesi dell'area. Allo stesso tempo, le previsioni degli analisti sulla crescita degli utili per azione delle società incluse nell'indice sono state riviste lievemente al ribasso rispetto ad agosto, a un tasso di variazione di circa il 9 per cento nei prossimi dodici mesi e dell'8 per cento circa nei prossimi tre-cinque anni²⁾. In settembre si è andata diffondendo fra gli investitori l'opinione secondo cui i bilanci delle imprese dell'area dell'euro, in particolare del settore non finanziario, dovrebbero restare sufficientemente solidi per attenuare molti dei potenziali problemi risultanti dalle tensioni nel mercato del credito. In questo contesto, la riduzione del premio per il rischio azionario dei titoli dell'area dell'euro ha spinto al rialzo le quotazioni. Per contro è probabile che il lieve aumento dei tassi di interesse nell'area dell'euro e un lieve peggioramento del clima di fiducia delle imprese durante il periodo in esame abbiano frenato i corsi azionari.

2) I dati sugli utili per azione effettivi e attesi sono di fonte Thomson Financial I/B/E/S.

Riquadro 4

LA VOLATILITÀ E LA DISPERSIONE FRA PAESI DEGLI UTILI SOCIETARI NELL'AREA DELL'EURO

La redditività delle imprese e l'attività economica aggregata presentano una stretta relazione di interdipendenza, nonostante il fenomeno della globalizzazione che, col tempo, potrebbe aver allentato in parte il legame fra profitti e prodotto interno. I cicli degli utili tendono tuttavia a mostrare un'ampiezza e una volatilità molto più pronunciate rispetto ai cicli del PIL, il quale rappresenta la misura più ampia dell'attività economica aggregata. Ciò rende relativamente difficoltoso estrarre segnali affidabili sul ciclo economico dagli andamenti degli utili delle società quotate, per i quali i dati sono disponibili quasi in tempo reale. Questo riquadro integra l'analisi della relazione fra la crescita degli utili delle società quotate e l'espansione del PIL nell'area dell'euro presentata nel precedente numero di questo Bollettino¹⁾. Viene mostrato che alla riduzione delle fluttuazioni evidenziata negli ultimi decenni dalla crescita nominale del PIL dell'area ha fatto riscontro un analogo andamento calante della volatilità degli utili delle società quotate dell'area. Viene inoltre fornita evidenza del fatto che la dinamica sostenuta degli utili registrata di recente da queste società ha interessato i paesi dell'area anche presi singolarmente e che le differenze tra paesi appaiono riconducibili a differenze nella crescita del PIL.

La riduzione della volatilità del prodotto e dell'inflazione, definita spesso la "Grande moderazione", rappresenta una delle trasformazioni macroeconomiche di maggior rilievo vissute negli ultimi decenni dalle economie sviluppate, fra cui l'area dell'euro. È stato argomentato che la maggiore focalizzazione delle banche centrali sulla stabilità dei prezzi abbia contribuito a rendere il quadro macroeconomico più stabile. Nel contempo, considerata l'incidenza positiva degli utili sull'attività economica, anche l'evoluzione del settore societario potrebbe aver concorso ad accrescere la stabilità delle condizioni macroeconomiche, in particolare tramite la più efficiente gestione delle scorte e l'innovazione finanziaria²⁾. Non si può infine escludere che la crescente integrazione economica e finanziaria all'interno dell'area dell'euro abbia generato una maggiore omogeneità delle condizioni economiche e quindi della dinamica degli utili³⁾. Di conseguenza,

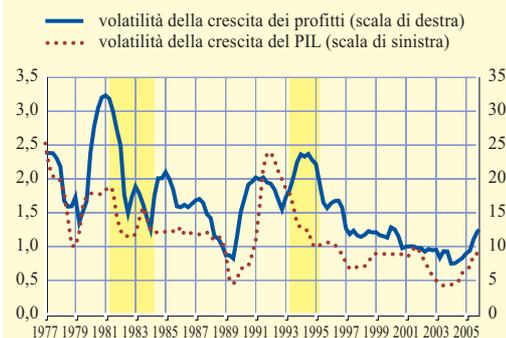
1) Cfr. il riquadro 5 *La relazione fra la crescita degli utili delle società quotate e l'espansione del prodotto nell'insieme dell'economia*, nel numero di settembre 2007 di questo Bollettino.

2) Cfr. ad esempio McConnell, M. e G. Pérez-Quiros (2000), "Output fluctuations in the United States: what has changed since the early 1980s?", *American Economic Review*, Vol. 90, n. 5, pp. 1464-1475.

3) Cfr. Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova E. e C. Monnet (2004), *Measuring financial integration in the euro area*, Occasional Paper della BCE n. 23.

Figura A Volatilità dei profitti e della crescita del PIL nominale nell'area dell'euro

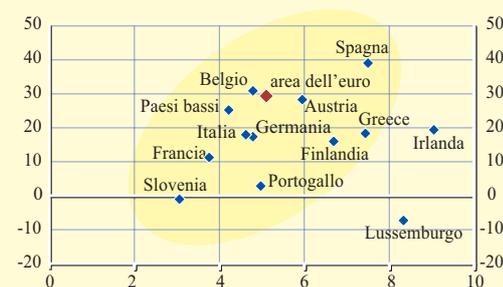
(deviazione standard di una media mobile centrata di tre anni, dati trimestrali)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: le aree ombreggiate rappresentano le recessioni così come definite dal Centre for the Economic Policy Research.

Figura B Tassi di crescita del PIL nominale e profitti delle società quotate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; asse delle x: crescita del PIL; asse delle y: crescita dei profitti)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: tassi medi di crescita nel primo e nel secondo trimestre del 2007.

anche se il nesso di causalità fra le due grandezze può agire in entrambi le direzioni, il funzionamento dei mercati finanziari può svolgere un ruolo cruciale anche per l'andamento dell'economia reale.

In questa prospettiva, la figura A mostra una misura della volatilità della crescita nominale annua del PIL e degli utili societari nell'area dell'euro negli ultimi tre decenni. La figura mette in luce due fatti interessanti. Il primo è la chiara corrispondenza che si può osservare fra le minori fluttuazioni evidenziate dall'espansione del prodotto dell'area dell'euro e un'analoga evoluzione della redditività dell'area. Il secondo riguarda la tendenza della volatilità degli utili e del PIL ad accentuarsi bruscamente all'approssimarsi di una fase congiunturale negativa (secondo la definizione di "recessione" fornita dal *Centre for Economic Policy Research*), come evidenziano le aree ombreggiate del grafico. Poiché i dati sugli utili societari sono disponibili più rapidamente rispetto alle statistiche di contabilità nazionale, la volatilità degli utili può segnalare in anticipo un potenziale punto di svolta nel ciclo economico.

Oltre a un'accresciuta persistenza (che implica altresì una minore volatilità), un'altra importante caratteristica evidenziata negli ultimi anni dalla dinamica degli utili societari nell'area dell'euro è stata il perdurare di livelli di crescita elevati, che hanno segnato tassi a due cifre, significativamente superiori ai valori medi di lungo periodo⁴⁾. In base ai dati sugli utili ricavati dall'indice generale del mercato azionario di Thomson Financial Datastream, nel 2007 l'incremento sul periodo corrispondente degli utili societari dell'area dell'euro è stato in media del 30 per cento circa, contro un tasso medio del 12 per cento circa nel periodo 1991-2006⁵⁾. Questo

4) Anche altre misure della redditività, desunte dai rapporti annuali delle società, si sono collocate su livelli record negli ultimi anni; in proposito cfr. il riquadro 5 dal titolo *Informazioni sulla situazione contabile delle società non finanziarie quotate*, nel numero di giugno 2007 di questo Bollettino.
5) Il rapporto prezzo/utigli e l'indice dei prezzi utilizzati per il calcolo delle stime sono quelli dell'indice generale per il mercato azionario dell'area dell'euro elaborato da Thomson Financial Datastream, che si compone di un campione di 1.313 società. Se da una parte questi dati vanno utilizzati con cautela, specie a causa della distorsione verso l'alto connessa alla mancata registrazione delle perdite, dall'altra i dati più dettagliati sugli utili ricavati dalle relazioni annuali delle società, che pertanto includono le perdite, non sono prontamente disponibili per un campione e un orizzonte temporale altrettanto ampi.

andamento ha suscitato timori di un rallentamento degli utili, almeno nel medio periodo come conseguenza della fase di maturazione del ciclo, soprattutto considerando che nei primi due trimestri del 2007 la crescita nominale degli utili ha superato di circa 25 punti percentuali quella del PIL nell'area.

Guardando al confronto tra paesi, l'analisi segue una duplice ottica: da un lato, si valuta in che misura i tassi di crescita degli utili societari si sono differenziati fra i paesi dell'area dell'euro, sia di recente che in una prospettiva storica; dall'altro, ci si chiede se le recenti differenze nella crescita degli utili a livello nazionale trovano corrispondenza nei tassi di espansione economica correnti dei relativi paesi. La tavola mostra che nel 2007 (fino a giugno) la crescita degli utili societari si è situata al disopra della media di lungo periodo (calcolata dal 1991) nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. Pur risultando leggermente più pronunciata in alcuni dei paesi, la vigorosa dinamica degli utili osservata di recente è stata di fatto un fenomeno relativamente generalizzato.

Per meglio comprendere le differenze nella dinamica degli utili (pur se modeste), conviene ricordare che tale dinamica può essere correlata con l'attività economica, in quanto una crescita sostenuta degli utili dovrebbe generalmente trovare riscontro in un livello elevato di espansione del PIL, e viceversa. Alla luce di questo nesso, la figura B indica che la dispersione della crescita degli utili osservata fra i paesi dell'area dell'euro nel 2007 può, in una certa misura, rispecchiare differenze nella crescita nominale del PIL. La correlazione fra quest'ultima e gli utili societari pare essere particolarmente stretta nelle principali economie dell'area.

In sintesi, l'analisi proposta mostra che, sebbene gli utili societari dell'area dell'euro abbiano registrato tassi di crescita eccezionalmente elevati negli ultimi anni, di fatto la volatilità dei profitti è diminuita in misura coerente con l'ipotesi della "Grande moderazione". Inoltre l'analisi per paese indica che l'elevato ritmo di crescita evidenziato di recente dagli utili è un fenomeno generalizzato fra le economie dell'area, e che la dispersione osservata nei livelli di crescita degli utili è abbastanza strettamente correlata alle differenze nell'espansione del prodotto.

Crescita dei profitti societari nell'area dell'euro

	Crescita media dei profitti nel 2007	Crescita media dei profitti nel periodo 1991-2006	Differenza
BE	30,9	7,6	23,3
DE	17,4	7,5	9,9
IE	19,4	11,7	7,7
GR	18,4	14,0	4,4
ES	39,1	5,8	33,2
FR	11,3	7,1	4,1
IT	18,0	7,4	10,6
LU	-7,3	12,7	-20,0
NL	25,2	9,3	16,0
AT	28,3	10,8	17,5
PT	2,8	5,6	-2,8
SI	-1,0	14,9	-15,9
FI	16,0	18,2	-2,3
Area dell'euro	29,4	11,9	17,5

Fonte: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati per il 2007 si riferiscono al periodo gennaio-giugno 2007. Per il Lussemburgo i dati si riferiscono al periodo gennaio 1993-giugno 2007, per la Slovenia al periodo aprile 2001-giugno 2007.

3 PREZZI E COSTI

Si stima che in settembre l'inflazione misurata sullo IAPC sia aumentata al 2,1 per cento, dall'1,7 di agosto, dopo essere rimasta al di sotto del 2 per cento per 12 mesi consecutivi. All'accelerazione ha contribuito in maniera significativa il robusto effetto derivante dalla flessione dei prezzi dei beni energetici nel settembre 2006. Nella parte restante dell'anno e nei primi mesi del 2008 l'inflazione dovrebbe rimanere sensibilmente al di sopra del 2 per cento, principalmente a causa del marcato calo dei prezzi dell'energia rilevato l'anno scorso, associato ai recenti forti rincari del greggio. Inoltre, le pressioni sui costi ancora presenti nella catena produttiva e il protrarsi dei rincari di alcune materie prime agricole nei mercati mondiali potrebbero avere nei prossimi mesi un ulteriore impatto al rialzo sulla crescita dell'inflazione complessiva. Oltre il breve termine, l'andamento dell'inflazione rimane soggetto a rischi verso l'alto, connessi ancora alla possibilità di nuovi rincari di petrolio e prodotti agricoli, nonché a ulteriori aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette oltre quelli annunciati finora, a una dinamica salariale più vigorosa del previsto e all'accresciuto potere delle imprese nel determinare i prezzi in segmenti di mercato a bassa concorrenza.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER SETTEMBRE 2007

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in settembre l'inflazione armonizzata si è collocata al 2,1 per cento (cfr. tavola 5). I dati disaggregati per le componenti dell'indice saranno disponibili a metà ottobre. Tuttavia, le informazioni disponibili suggeriscono che la componente dei beni energetici, e segnatamente un forte effetto base risultante dalla sensibile flessione dei prezzi osservata un anno prima, ha contribuito in maniera significativa all'aumento stimato dell'inflazione in settembre.

INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO AD AGOSTO 2007

In agosto l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo è calata nell'area dell'euro all'1,7 per cento, dall'1,8 di luglio, (cfr. figura 19). Per 12 mesi consecutivi l'inflazione ha oscillato tra l'1,6 e l'1,9 per cento, soprattutto a causa dell'andamento della componente energetica, e in particolare degli effetti base favorevoli di cui ha risentito tale componente nella prima metà del 2007.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2005	2006	2007 apr.	2007 mag.	2007 giu.	2007 lug.	2007 ago.	2007 set.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,2	2,2	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1
Beni energetici	10,1	7,7	0,4	0,3	0,9	0,0	-0,9	.
Alimentari non trasformati	0,8	2,8	3,9	3,1	3,0	2,8	2,4	.
Alimentari trasformati	2,0	2,1	1,9	1,9	2,0	1,9	2,5	.
Beni industriali non energetici	0,3	0,6	1,1	1,0	1,0	0,9	1,0	.
Servizi	2,3	2,0	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	4,1	5,1	2,4	2,4	2,2	1,8	1,7	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	52,9	50,2	50,3	52,6	55,2	52,4	55,2
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,4	24,8	15,3	11,9	14,2	7,8	5,4	6,9

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

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

Al calo dell'inflazione complessiva hanno contribuito le componenti più volatili dell'indice; la dinamica dei prezzi dei beni energetici è calata bruscamente, al -0,9 per cento, e quella dei prezzi degli alimentari freschi è diminuita ulteriormente al 2,4 per cento, dal 2,8 di luglio. Queste flessioni hanno più che compensato gli effetti della dinamica dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici, aumentata in agosto al 2,0 per cento, dall'1,9 nei sei mesi precedenti, il valore più elevato dalla fine del 2004.

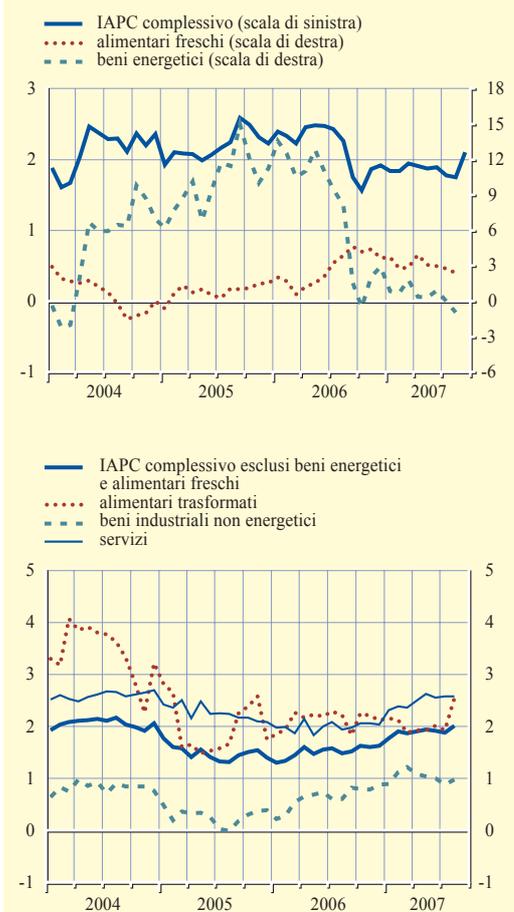
Tale accelerazione è stata determinata principalmente da un consistente incremento della crescita dei prezzi degli alimentari trasformati dall'1,9 al 2,5 per cento tra luglio e agosto, in un contesto caratterizzato dai rincari di alcune materie prime agricole nei mercati mondiali. Questi andamenti sono riconducibili a un insieme di fattori che hanno avuto effetto sia sull'offerta (rincari dei beni energetici, bassi livelli delle scorte e condizioni climatiche sfavorevoli in alcune aree produttive), sia sulla domanda (maggiore consumo di carne e prodotti caseari nelle economie emergenti, crescenti incentivi statali per la coltivazione dei raccolti destinati alla produzione di carburanti biologici)¹⁾. Nell'ambito dei forti rincari di prodotti caseari e cereali rilevati in diversi paesi dell'area, la componente "latte, uova e formaggio" dell'indice ha registrato in agosto un incremento particolarmente sostenuto. Ciò potrebbe rispecchiare il lento adeguamento dei volumi di produzione in risposta alla domanda crescente, in considerazione degli specifici vincoli di capacità dell'offerta. Anche la componente dei tabacchi ha registrato un rincaro (determinato in larga misura dall'aumento dei prezzi dei tabacchi in Francia).

In agosto la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici è aumentata all'1,0 per cento, dallo 0,9 del mese precedente, rispecchiando principalmente una parziale inversione dei ribassi stagionali, che in luglio sono stati più consistenti del solito, in particolare nell'abbigliamento e nelle calzature. Nonostante le forti spinte inflazionistiche segnalate dai prezzi alla produzione dei beni di consumo venduti sul mercato interno, e il fatto che il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero è attualmente a un livello storicamente elevato, l'incremento della componente dei beni industriali non energetici è rimasto moderato negli ultimi mesi. Questi recenti andamenti sono in linea con il simultaneo calo dell'inflazione all'importazione dei beni di consumo, molto probabilmente in seguito all'andamento del tasso di cambio.

1) Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Recenti andamenti dei prezzi degli alimentari nei mercati mondiali e nell'area dell'euro* nel numero di settembre 2007 di questo Bollettino.

Figura 19 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

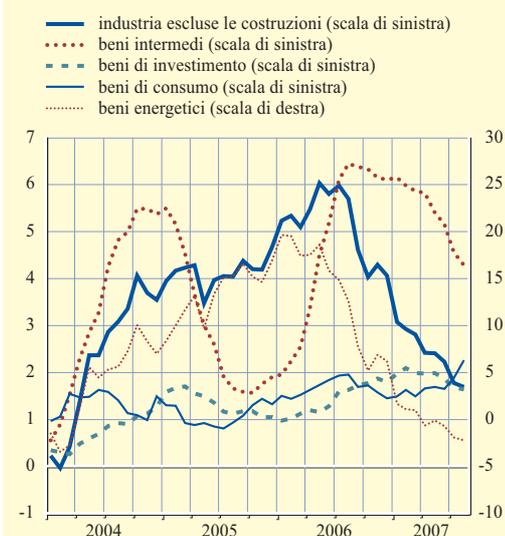
Per contro, in agosto la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei servizi è rimasta stabile, collocandosi al livello elevato del 2,6 per cento per il quarto mese consecutivo. L'accelerazione di questi prezzi dall'inizio dell'anno è ascrivibile in parte agli effetti dell'aumento dell'IVA in Germania, ma potrebbe rispecchiare anche una maggiore trasmissione delle pressioni di domanda e costi alla clientela a causa dell'accresciuto potere delle imprese del settore dei servizi nel determinare i prezzi.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Tra luglio e agosto l'incremento sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è calato ulteriormente dall'1,8 all'1,7 per cento, nettamente al di sotto del massimo del 6 per cento raggiunto nel luglio 2006 (cfr. figura 20). Questa lieve flessione ha rispecchiato principalmente la dinamica dei prezzi alla produzione dei beni energetici, che ha contribuito negativamente all'indice complessivo. L'inflazione alla produzione al netto di beni energetici e costruzioni è rimasta elevata, al 2,9 per cento, per effetto degli andamenti opposti delle sue componenti. Il tasso di variazione dei beni intermedi e di investimento è sceso lievemente, continuando il graduale andamento flettente per entrambe le tipologie. Agli stadi successivi della catena produttiva, i rincari mondiali degli alimentari hanno esercitato pressioni verso l'alto sui prezzi alla produzione dei beni alimentari al consumo, in particolare i prodotti caseari. Questo è stato uno dei principali fattori che hanno determinato in agosto il forte incremento della dinamica dei prezzi dei beni di consumo non durevoli al 2,3 per cento, il tasso più elevato nel settore dalla fine del 2001. Nel complesso, le pressioni sui prezzi lungo la catena produttiva, nonostante una lieve attenuazione nei primi stadi della produzione, sono rimaste elevate. È probabile che i forti aumenti dei prezzi alla produzione di alcuni beni di consumo possano avere ripercussioni anche sui prezzi al dettaglio. Nei prossimi mesi, inoltre,

Figura 20 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

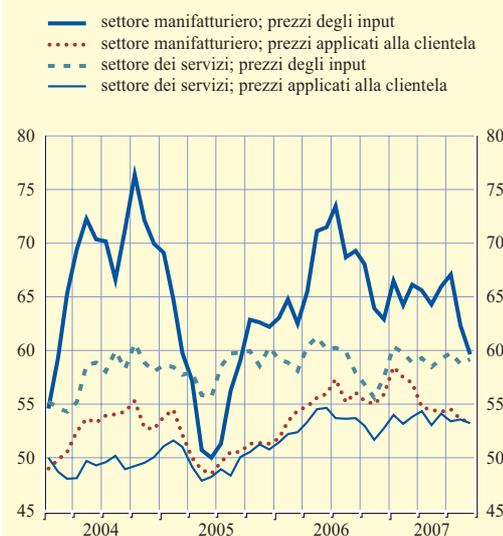
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 21 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: NTC Economics.

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

i recenti rincari petroliferi, congiuntamente a imminenti effetti base sfavorevoli, dovrebbero indurre un'accelerazione dei prezzi alla produzione dei beni energetici.

Le più recenti informazioni sul processo di determinazione dei prezzi, desunte dall'indagine presso i responsabili degli acquisti condotta da NTC Economics (cfr. figura 21), mostrano nel settore manifatturiero una lieve attenuazione delle pressioni sui prezzi, originata in particolare dai costi degli input. In settembre l'indicatore dei costi degli input (esclusi i salari) nel settore è calato notevolmente per il secondo mese consecutivo. Secondo gli intervistati, i recenti rincari petroliferi sono stati compensati dalla caduta dei prezzi di altri input, in particolare i metalli. Per contro, l'indice dei prezzi degli input nei servizi è aumentato lievemente, con l'innalzamento dei tassi di interesse, le crescenti pressioni salariali e i rincari dei trasporti indicati come le principali cause delle pressioni sui costi. In settembre l'indicatore dei prezzi dell'output è calato leggermente sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. Tuttavia, tutti gli indicatori di prezzo delle indagini congiunturali continuano a mostrare livelli elevati rispetto ai parametri storici.

Il grado di utilizzo della capacità produttiva, che di recente è aumentato e rimane su livelli elevati sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, spiegherebbe solo in parte la dinamica dei prezzi alla produzione nell'area dell'euro (cfr. il riquadro).

Riquadro 5

IL GRADO DI UTILIZZO DELLA CAPACITÀ PRODUTTIVA NELL'AREA DELL'EURO: MISURE E IMPLICAZIONI

Le pressioni della domanda sulla capacità di offerta dell'economia sono un fattore importante per i responsabili delle politiche monetarie. Per valutare e seguire nel tempo tali pressioni sono state formulate varie misure del potenziale produttivo inutilizzato nell'economia, quali l'*output gap*, il rapporto tra disoccupazione e tasso di disoccupazione che non esercita pressioni sull'inflazione (*non-accelerating inflation rate of unemployment*, NAIRU) e il grado di utilizzo della capacità produttiva¹⁾. Il presente riquadro analizza in maggiore dettaglio quest'ultima misurazione ed esamina vari indicatori del grado di utilizzo della capacità produttiva nei settori manifatturiero e dei servizi nell'area dell'euro, valuta l'entità delle pressioni correnti sulla capacità produttiva e delinea alcune implicazioni del grado di utilizzo della capacità produttiva per i prezzi alla produzione.

Le pressioni sulla capacità produttiva misurate dalle indagini di opinione

Una misura diretta del grado di utilizzo della capacità produttiva nell'area viene fornita dalle indagini trimestrali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese. Agli interpellati nel settore manifatturiero viene chiesto di fornire una stima percentuale del livello corrente di utilizzo della capacità produttiva totale²⁾. Le misure indirette delle pressioni sulla capacità

1) Per una disamina delle misure dell'*output gap*, cfr. il riquadro *La scarsa affidabilità delle stime in tempo reale dell'output gap*, nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino. Sul grado di utilizzo della capacità produttiva cfr. anche il riquadro *Andamenti dei dati delle indagini sui vincoli alla produzione manifatturiera*, nel numero di gennaio 2007 di questo Bollettino.

2) Il testo della domanda è il seguente: "Qual è l'attuale capacità produttiva della sua impresa (in percentuale rispetto alla capacità complessiva)?" Le risposte vengono raccolte nei mesi di gennaio, aprile, luglio e ottobre di ogni anno. Nel considerare le misure di capacità nelle imprese, è essenziale chiarire cosa si intende per "capacità", ovvero se se questo termine si riferisce esclusivamente all'utilizzo del capitale fisico impiegato nella produzione. Nel presente riquadro si ipotizza che, nel valutare il grado di utilizzo della capacità produttiva, gli interpellati rispondano tenendo presente l'utilizzo complessivo delle risorse, ovvero i fattori capitale e lavoro. Tale ipotesi è basata sul contenuto complessivo dell'indagine, che menziona specificamente i vari vincoli alla produzione, fra cui la scarsità di capitale, lavoro e di altri fattori, che gli interpellati devono considerare quando valutano il grado di utilizzo della capacità produttiva.

produttiva nel settore possono essere ricavate dalle indagini presso i responsabili degli acquisti condotte mensilmente da NTC Economics (Purchasing Managers' Index, PMI), che chiedono di indicare eventuali variazioni nei tempi di consegna dei fornitori e nelle attività inevase delle imprese. Prese congiuntamente, le risposte a entrambi i quesiti forniscono un'indicazione del rapporto tra la domanda e l'offerta: se la domanda sopravanza l'offerta, i tempi di consegna dei fornitori si allungano, l'attività inevasa si accumula e quindi le pressioni sulla capacità produttiva dovrebbero aumentare. I dati relativi alle pressioni sulla capacità produttiva nei servizi sono più limitati. Il principale indicatore disponibile è la valutazione dell'attività inevasa ricavato dall'indice PMI per i servizi, che comprende i servizi di mercato (escludendo commercio al dettaglio e poste e telecomunicazioni).

Nel complesso, questi indicatori suggeriscono che le pressioni sulla capacità produttiva sono aumentate negli ultimi due anni. Per quanto riguarda il settore manifatturiero, negli ultimi trimestri le misure dirette hanno registrato un brusco aumento, a livelli sostanzialmente comparabili con il precedente picco alla fine del 2000, prima di calare lievemente nel luglio 2007. Le variazioni dei tempi di consegna dei fornitori e dell'attività inevasa suggeriscono un quadro simile, caratterizzato da livelli di utilizzo della capacità produttiva elevati ancorché in calo (figura A). Nel settore dei servizi, il bilancio della "attività inevasa" fornisce solo un'indicazione delle variazioni nel rapporto tra l'offerta e la domanda (figura B). Tuttavia, si può elaborare un indicatore grezzo del livello delle pressioni sulla capacità produttiva cumulando le variazioni consecutive nel bilancio dell'attività inevasa. Per valutare l'entità delle pressioni sulla capacità produttiva è necessario anche un valore di riferimento, che corrisponda a un periodo in cui le pressioni erano prossime a un livello normale, e che è difficilmente definibile in assenza di dati storici abbastanza estesi. Ciò nonostante l'indice cumulativo può essere usato per confrontare le pressioni sulla capacità produttiva con i precedenti picchi. In base a tale indicatore, le pressioni correnti nel settore dei servizi non hanno ancora raggiunto i livelli registrati nel 2000 e 2001, ma continuano ad aumentare (figura B).

Figura A Misure delle pressioni sulla capacità produttiva del settore manifatturiero desunte dalle indagini congiunturali

(dati trimestrali; dati destagionalizzati)



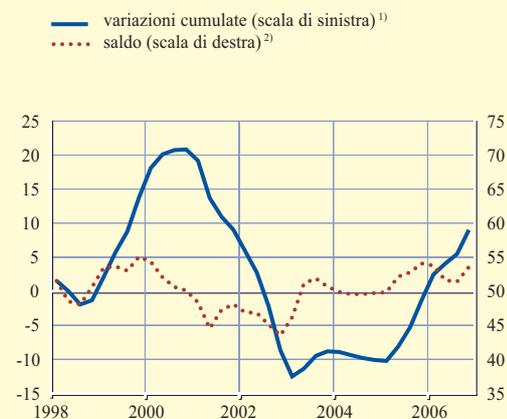
Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, NTC Economics ed elaborazioni della BCE.

1) In percentuale della capacità produttiva totale.

2) Un valore dell'indice pari a 50 indica un aumento, un valore inferiore a 50 una diminuzione.

Figura B Attività inevasa nei servizi di mercato

(dati trimestrali; destagionalizzati)



Fonti: NTC Economics ed elaborazioni della BCE.

Nota: i servizi di mercato non includono il commercio al dettaglio e i servizi postali e di telecomunicazione.

1) Indice di diffusione cumulato da settembre 1997. L'indice è stato riscalato sottraendo 50 al suo valore.

2) Un valore dell'indice pari a 50 indica un aumento, un valore inferiore a 50 una diminuzione.

L'indagine della Commissione europea presso le imprese manifatturiere fornisce una stima quantitativa dell'attuale livello di utilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro. Questa misura può essere un utile indicatore delle pressioni sulla capacità produttiva nell'economia solo se si separano gli aumenti sostenibili dell'output (o incrementi di *trend*) dagli incrementi che rispecchiano il grado di utilizzo. Una possibilità consiste nel valutare il grado di utilizzo rispetto a una media di lungo periodo. Tuttavia, questo metodo potrebbe sovrastimare le attuali pressioni sulla capacità se il grado di utilizzo *normale* è variato nel tempo. Ad esempio, il grado di utilizzo potrebbe essere aumentato se la concorrenza ha costretto le imprese a operare in modo più efficiente (ovvero, con tassi di utilizzo più elevati); l'evoluzione tecnologica potrebbe aver consentito alle imprese di condurre la normale attività riducendo la capacità inutilizzata; oppure la minore variabilità della domanda negli ultimi anni potrebbe aver indotto le imprese a ridurre la capacità totale, che in precedenza avevano conservato, per far fronte agli improvvisi picchi della domanda. Un'altra possibilità, pertanto, consiste nel valutare il grado di utilizzo in rapporto a un *trend* lineare di lungo periodo o a un filtro statistico (ad esempio, un filtro Hodrick-Prescott o *band pass*).

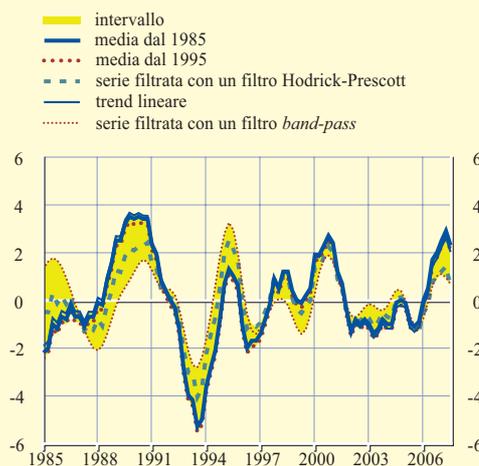
La figura C mostra una gamma di stime relative alla deviazione dal *trend* dell'utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera, basate su diversi metodi per determinare il *trend* della capacità utilizzata. Le misure sono sostanzialmente concordi nel suggerire che il grado di utilizzo della capacità produttiva è attualmente al di sopra del *trend*, nonostante alcune modeste variazioni tra le diverse stime delle pressioni sulla capacità. Le stime ricavate dai valori medi del *trend* suggeriscono che le attuali pressioni sulla capacità produttiva sono simili al picco registrato alla fine del 2000, mentre altre misure (che utilizzano un *trend* lineare e i filtri statistici) indicano che le tensioni sulla capacità sono lievemente inferiori.

In che modo i prezzi risentono delle pressioni sulla capacità produttiva?

Le imprese, confrontandosi con un persistente incremento della domanda e un elevato grado di utilizzo delle capacità produttive, hanno un'elevata probabilità di rispondere aumentando gli investimenti e quindi espandendo la capacità produttiva. Nel breve periodo, tuttavia, il crescente utilizzo della capacità produttiva potrebbe accrescere le spinte sui prezzi, aumentando i costi di produzione e garantendo alle imprese un certo potere nella determinazione dei prezzi. In presenza di elevati livelli di utilizzo, potrebbero manifestarsi strozzature della produzione e carenze di risorse, con costi più elevati per le imprese a causa della scarsità di quei fattori di produzione che siano fissi nel breve termine. Elevati livelli di utilizzo potrebbero essere associati anche a una ridotta produttività marginale, che a sua volta può determinare un innalzamento dei costi di produzione unitari

Figura C Intervallo delle deviazioni dal trend della capacità produttiva nel settore manifatturiero

(deviazioni dal trend in percentuale)



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

Nota: la figura rappresenta la deviazione percentuale dal trend dell'utilizzo di capacità produttiva, utilizzando diverse tecniche di misurazione del trend: la media del tasso di utilizzo dal 1985; la media del tasso di utilizzo dal 1995; un trend lineare dal 1985; una serie filtrata con un filtro Hodrick-Prescott e una serie filtrata con un filtro *band-pass*.

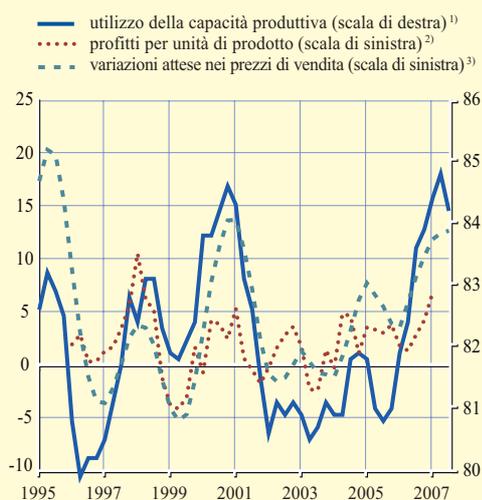
complessivi. Inoltre, le imprese con una certa capacità di determinare i prezzi possono sfruttare le condizioni più vigorose della domanda e accrescere i margini di profitto. L'incremento congiunto di costi e margini di profitto potrebbe esercitare spinte verso l'alto sui prezzi e, quindi, sull'inflazione.

Vi sono indicazioni del fatto che il maggiore utilizzo della capacità produttiva ha consentito alle imprese di esercitare un certo potere nel determinare i prezzi nell'area dell'euro. I profitti per unità di prodotto hanno mostrato una tendenza verso l'alto allorché il grado di utilizzo è aumentato e le imprese manifatturiere hanno dimostrato anche una maggiore capacità o propensione a innalzare i prezzi di vendita con il crescere dell'impiego della capacità produttiva (figura D). A livello empirico, tuttavia, è più difficile dimostrare l'esistenza di un rapporto solido e stabile tra le misure dell'utilizzo della capacità produttiva e i prezzi alla produzione nell'area dell'euro. In tale contesto sarebbe opportuno un esame più generale del possibile appiattimento della curva di Phillips nei paesi industriali nell'ultimo decennio³⁾.

Sono state avanzate varie interpretazioni per spiegare l'apparente appiattimento della curva Phillips, fra cui l'influenza dell'evoluzione tecnologica e della globalizzazione. In maniera ancor più fondamentale si è ipotizzato che una politica monetaria più credibile riduca le oscillazioni dell'inflazione effettiva, ancorando le aspettative di inflazione. Ne deriva che si indebolisce il ruolo dei vincoli di capacità mentre si rafforza quello delle attese di inflazione. Se, ad esempio, le autorità monetarie adottano rapidamente una politica rigorosa in risposta alle indicazioni di crescenti pressioni sulla capacità produttiva, agli incrementi di tali indicatori non seguono gli aumenti dei prezzi, semplicemente perché la politica monetaria ha reagito con maggiore fermezza per tenere sotto controllo l'inflazione quando i vincoli di capacità hanno segnalato l'esistenza di rischi per la stabilità dei

Figura D Utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero e profitti per unità di prodotto e variazioni attese nei prezzi dell'output delle imprese industriali

(dati destagionalizzati)



Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) In percentuale della capacità produttiva totale.
2) Definiti come margine operativo lordo per unità di prodotto nel settore industriale, escluse le costruzioni. Variazioni percentuali sui dodici mesi.
3) Saldi percentuali; un valore positivo indica un aumento, un negativo una diminuzione.

3) Cfr., ad esempio, il capitolo 3 intitolato *How has globalisation affected inflation?*, del *World Economic Outlook* dell'FMI dell'aprile 2006.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Nell'insieme, le informazioni ricavate dagli indicatori del costo del lavoro continuano a segnalare nel complesso dell'area dell'euro una dinamica salariale contenuta nella prima metà del 2007 (cfr. tavola 6).

Nel secondo trimestre del 2007 il tasso di variazione sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro è salito al 2,5 per cento, dal 2,3 nel primo trimestre, pur rimanendo lievemente al di

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

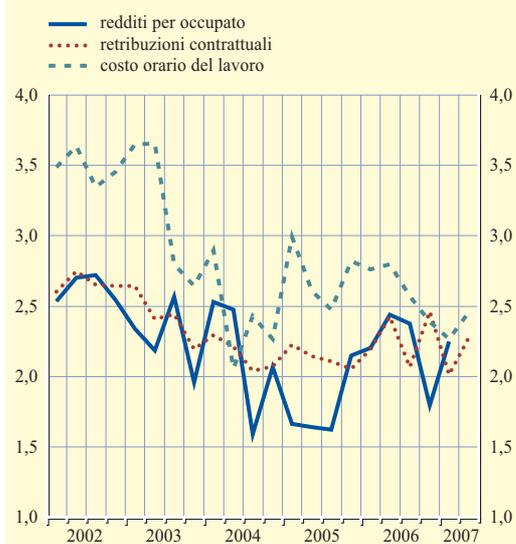
sotto del tasso di incremento nel 2006 (cfr. figura 22). Tale accelerazione è stata determinata prevalentemente dall'andamento in Germania, dopo una significativa flessione nel trimestre precedente. I segnali provenienti dal resto dell'area sono stati contrastanti, dal momento che rispetto al primo trimestre la crescita del costo orario del lavoro è aumentata in Italia, mentre è diminuita in Spagna e Francia.

A livello settoriale, nel secondo trimestre la crescita del costo orario del lavoro nell'industria al netto delle costruzioni è aumentata al 2,7 per cento, anch'essa a causa prevalentemente della variabilità della dinamica in Germania, ascrivibile a effetti base e all'impatto di pagamenti *una tantum* (cfr. figura 23). Rispetto al primo trimestre, l'incremento del costo orario del lavoro è aumentato in modo significativo anche nel settore delle costruzioni, mentre è rimasto contenuto nei servizi di mercato.

Le informazioni desunte da altri indicatori del costo del lavoro confermano sostanzialmente la valutazione secondo cui la crescita salariale è rimasta moderata nella prima metà del 2007. Nel secondo trimestre la dinamica delle retribuzioni contrattuali è aumentata al 2,3 per cento, pur rimanendo prossima al valore medio del 2006. Nel primo trimestre il tasso di incremento dei redditi per occupato è salito al 2,3 per cento (rivisto al ribasso dal 2,5), dall'1,8 nel quarto trimestre del 2006. Le informazioni disponibili a livello nazionale indicherebbero un incremento inferiore nel secondo trimestre. Tenuto conto del forte decremento del tasso di crescita della produttività del lavoro nello stesso periodo, anche una modesta crescita dei compensi per occupato determinerebbe un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto tendenziale nel trimestre.

Figura 22 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 23 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Il profilo a breve termine dell'inflazione armonizzata sarà ancora fortemente influenzato dagli andamenti delle componenti energetiche. In particolare, effetti derivanti dalle passate oscillazioni dei corsi petroliferi, in precedenza favorevoli, dovrebbero esercitare negli ultimi mesi dell'anno pressioni verso l'alto sull'inflazione complessiva. Si prevede che l'inflazione rimarrà elevata all'inizio del 2008, prima di tornare su livelli più contenuti. Permangono le pressioni sui prezzi interni, come indica il recente rialzo dell'IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici. Inoltre, la dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati, connessa ai recenti rincari di alcune materie prime agricole nei mercati mondiali, potrebbe avere nei prossimi mesi un ulteriore impatto al rialzo sulla crescita dell'inflazione complessiva, oltre a influenzare le percezioni e le attese di inflazione dei consumatori.

Guardando al futuro, le prospettive per l'inflazione rimangono soggette a rischi verso l'alto. In particolare, l'inflazione armonizzata potrebbe risentire di ulteriori rincari di petrolio e prodotti agricoli, nonché di nuovi aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette oltre quelli annunciati finora. I rischi sono connessi a una dinamica salariale più vigorosa del previsto, in un contesto caratterizzato da un elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e da condizioni stringenti sul mercato del lavoro. Inoltre, se i consumi e il grado di utilizzo della capacità produttiva rimarranno su livelli elevati, le pressioni sulla domanda potrebbero accrescere il potere delle imprese nel determinare i prezzi, in particolare nei segmenti di mercato a bassa concorrenza.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

I dati relativi alla prima metà del 2007 confermano che il ritmo dell'attività nell'area dell'euro è tornato, come previsto, su livelli ordinari: i tassi di incremento trimestrale del PIL in termini reali sono scesi in media allo 0,5 per cento, dallo 0,7 della seconda metà del 2006. Gli ultimi indicatori disponibili suggeriscono che la crescita sostenuta rilevata nella prima metà del 2007 si sia protratta nel corso dell'estate. Come evidenziato dalle indagini, il clima di fiducia rimane favorevole nell'industria e i dati relativi al settore dei servizi continuano a indicare una dinamica positiva, nonostante una graduale moderazione in entrambi i casi, mentre la disoccupazione si colloca al momento a un tasso storicamente basso. Le prospettive per l'economia sono soggette a rischi verso il basso sia nel breve che nel medio termine, soprattutto in considerazione dell'incertezza creata dalle tensioni nei mercati finanziari, ma anche di potenziali spinte protezionistiche, di possibili sviluppi disordinati connessi agli squilibri mondiali nonché, fra le altre possibilità, di ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

Dopo la prima stima dell'Eurostat relativa alla crescita del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2007 non sono state rese disponibili nuove informazioni sui conti nazionali. Tale stima, pubblicata il mese scorso, indicava un rallentamento dell'attività economica dell'area dell'euro in primavera. Tenendo conto della volatilità dei dati trimestrali e di una serie di fattori specifici, come le condizioni meteorologiche, che hanno avuto un significativo effetto sull'attività nel primo trimestre dell'anno e un notevole impatto di segno opposto nel secondo trimestre, l'economia dell'area ha mantenuto un notevole dinamismo (cfr. figura 24). In tale periodo, l'espansione del PIL dell'area è stata in linea con il prodotto potenziale e la crescita degli investimenti, pur riducendosi, è rimasta vigorosa, mentre i consumi privati hanno mostrato un modesto aumento. Le informazioni disponibili relative agli indicatori della domanda suggeriscono che tale andamento si è protratto nel corso dell'estate.

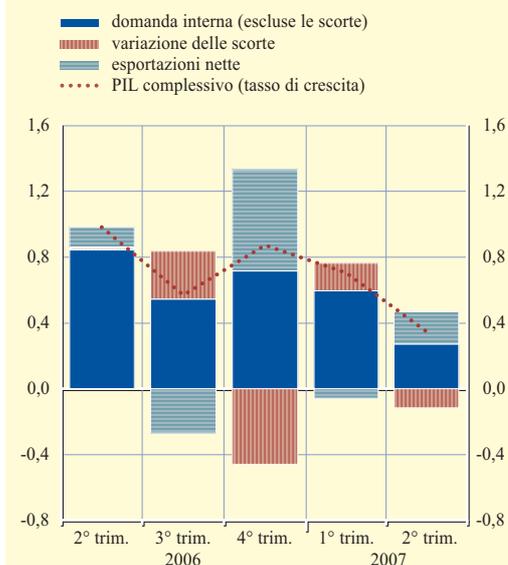
PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

I mutamenti nella composizione settoriale della crescita del valore aggiunto nella prima metà del 2007 hanno rispecchiato gli adeguamenti nella composizione del lato della domanda della dinamica del PIL. Nel periodo in esame la crescita del valore aggiunto è stata vigorosa, pur mostrando un rallentamento, nel settore industriale, mentre è rimasta sostenuta nel comparto dei servizi.

Anche dal lato dell'offerta, gli ultimi indicatori dell'attività confermano che il cambiamento nella composizione dell'espansione del valore aggiunto è stato analogo. In luglio 2007 la produzione industriale (al netto delle costruzioni), in termini di media mobile a tre mesi, è aumen-

Figura 24 Crescita del PIL in termini reali e contributi

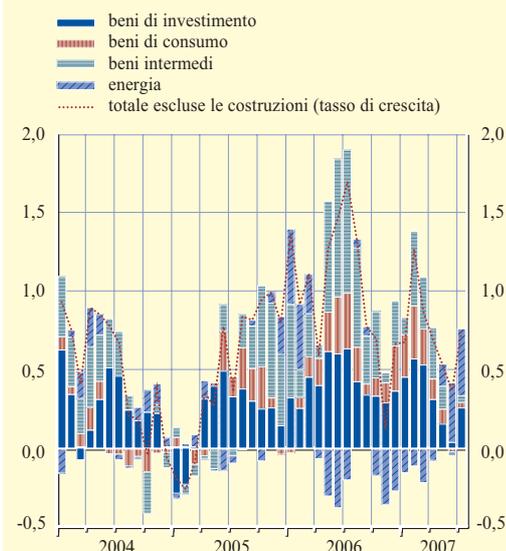
(tasso di crescita sul trimestre precedente e contributi in punti percentuali trimestrali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 25 Crescita della produzione industriale e contributi

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

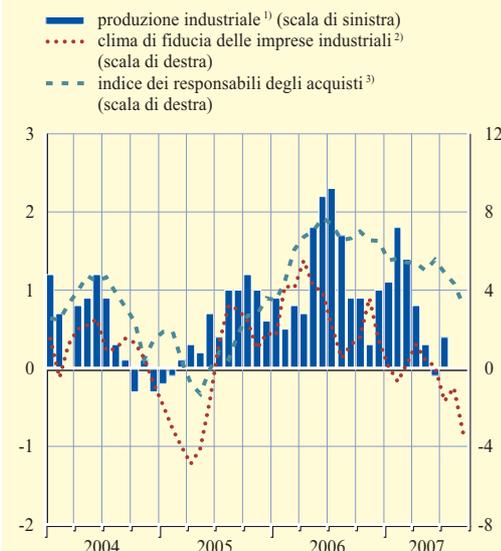


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate a tre mesi rispetto all'analogia media dei tre mesi precedenti.

Figura 26 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili destagionalizzati)



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

Nota: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero.

1) 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.

tata dello 0,8 per cento riflettendo i contributi rilevanti forniti dai settori dell'energia e dei beni di investimento (cfr. figura 25). Sui tre mesi precedenti, i nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono saliti del 2,5 per cento in luglio, rispetto al 2,0 per cento del mese precedente. Nel settore delle costruzioni, che rappresenta circa il 20 per cento del valore aggiunto nell'industria, la produzione in luglio è restata pressoché invariata rispetto a giugno, superando di circa il 3 per cento il livello di un anno fa.

Nel complesso le ultime informazioni disponibili suggeriscono che la crescita nel settore industriale è verosimilmente rimasta robusta nel terzo trimestre del 2007, non da ultimo a causa del significativo effetto di trascinamento che i risultati per luglio dovrebbero avere sul livello medio dell'insieme del trimestre. Tenuto debitamente conto della volatilità a breve termine, i nuovi dati sulla produzione confermano la valutazione di una crescita nel settore industriale ancora forte ma in attenuazione nell'attuale fase del ciclo.

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI INDUSTRIALE E DEI SERVIZI

I risultati delle indagini disponibili fino a settembre suggeriscono che la normalizzazione dell'attività economica si è protratta nel terzo trimestre del 2007 (cfr. figura 26).

Secondo i dati dell'indagine di NTC Economics, l'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) si è collocato a 56,5 nel terzo trimestre del 2007, rispetto a 57,2 nel secondo. Esso si mantiene ben al di sopra della soglia teorica di 50, indicando una crescita nei settori sia industriale sia

dei servizi. Tuttavia, il PMI per i settori manifatturiero e dei servizi di settembre mostra una diminuzione significativa, che evidenzia i rischi verso il basso per l'attività connessi al recente aumento dell'incertezza sulle prospettive economiche. Un quadro analogo emerge dagli indicatori sul clima di fiducia nell'industria e nei servizi elaborati dalla Commissione europea, che hanno segnato una flessione in settembre, pur restando su livelli elevati.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

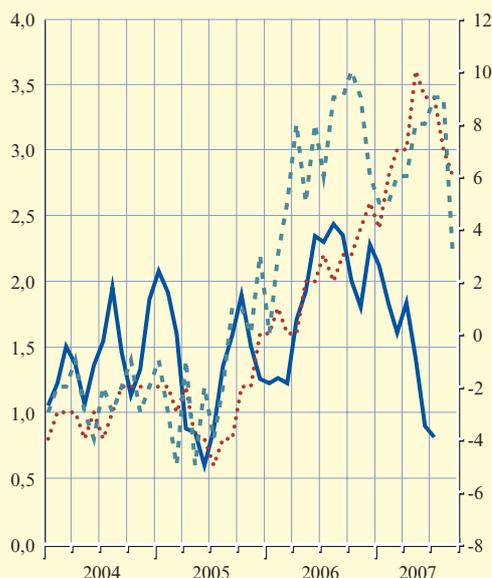
Gli ultimi indicatori della spesa delle famiglie forniscono segnali contrastanti sulla crescita dei consumi privati.

Da un lato, la crescita relativamente contenuta segnalata dai dati concreti disponibili sembra essersi protratta nel terzo trimestre del 2007 (cfr. figura 27). Nel trimestre con termine in luglio le vendite al dettaglio dell'area dell'euro hanno mostrato una flessione dello 0,2 per cento sui tre mesi precedenti, dopo un incremento dello 0,1 per cento in giugno, riflettendo un calo delle vendite di prodotti alimentari che ha compensato il lieve aumento delle vendite di articoli non alimentari. Le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area si sono accresciute in agosto dello 0,7 per cento sui tre mesi precedenti. La fiducia del settore delle vendite al dettaglio ha segnato una contrazione sostanziale in settembre.

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

(dati mensili)

- vendite al dettaglio totali¹⁾ (scala di sinistra)
- clima di fiducia dei consumatori²⁾ (scala di destra)
- - - clima di fiducia nel commercio al dettaglio²⁾ (scala di destra)



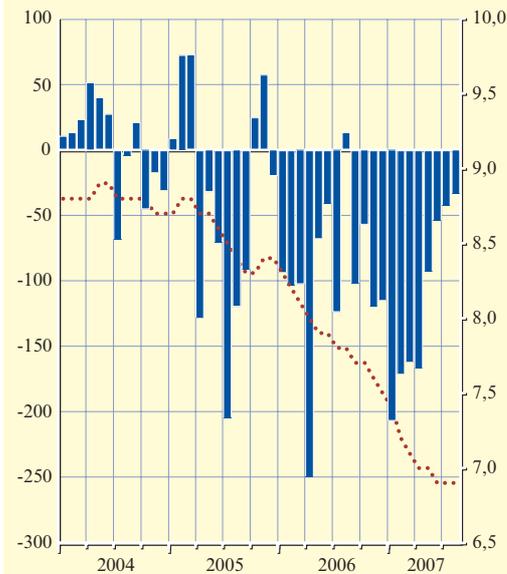
Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

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.

Figura 28 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)

- variazione mensile in migliaia (scala di sinistra)
- in percentuale delle forze di lavoro (scala di destra)



Fonte: Eurostat.

D'altro canto, le prospettive per la crescita dei consumi privati rimangono moderatamente positive. Nonostante la debolezza del commercio al dettaglio e delle immatricolazioni di autovetture, complessivamente i consumi privati sono stati relativamente robusti in tempi recenti. A causa dell'elevato consumo di beni non al dettaglio, la crescita trimestrale dei consumi privati è risalita allo 0,5 per cento nel secondo trimestre del 2007. Inoltre, con il protrarsi dell'andamento propizio nel mercato del lavoro, in prospettiva le condizioni dell'economia continuano a essere favorevoli per un'espansione dei consumi privati.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

Gli ultimi dati disponibili confermano le tendenze positive osservate nel mercato del lavoro dell'area dell'euro.

DISOCCUPAZIONE

In agosto il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è rimasto al 6,9 per cento, invariato rispetto al mese precedente (cfr. figura 28). Negli ultimi dodici mesi la disoccupazione ha mostrato un calo significativo di 0,9 punti percentuali e si colloca attualmente al tasso più basso dall'inizio degli anni ottanta. In agosto il numero di disoccupati è sceso di circa 33.000 unità rispetto al mese precedente.

OCCUPAZIONE

Secondo gli ultimi dati diffusi dall'Eurostat, l'occupazione nell'area dell'euro ha segnato un notevole incremento nel secondo trimestre del 2007, portandosi allo 0,5 per cento sul primo (cfr. tavola 7). Inoltre, le informazioni divenute disponibili dopo la precedente pubblicazione indicano per il primo trimestre del 2007 un andamento ancor più positivo di quanto inizialmente stimato: la crescita dell'occupazione in tale periodo è stata rivista al rialzo di 0,2 punti percentuali, allo 0,6 per cento. In base alla scomposizione settoriale disponibile, questa revisione riflette prin-

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

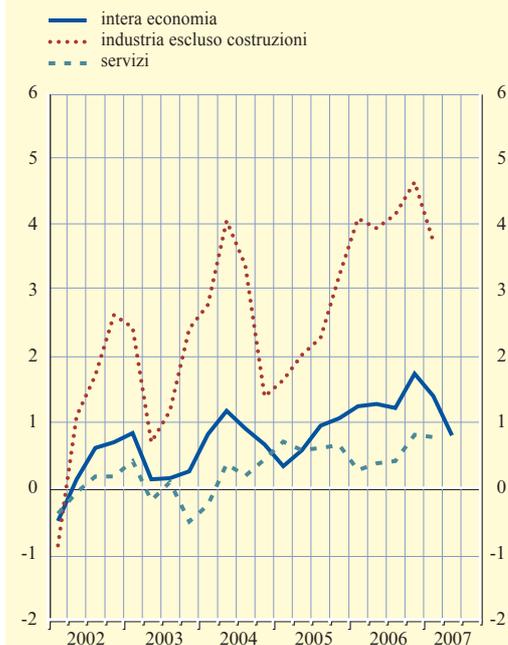
principalmente una dinamica migliore del previsto nel settore industriale, in particolare nelle costruzioni.

La crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro nell'area dell'euro ha mostrato una diminuzione nel secondo trimestre del 2007 per effetto della combinazione del perdurante miglioramento delle tendenze nel mercato del lavoro e della normalizzazione dell'attività economica nell'area dell'euro (cfr. figura 29). Tale rallentamento della produttività è anche in linea con l'attuale posizione ciclica dell'economia dell'area, nonostante i possibili miglioramenti tendenziali raggiungibili mediante l'attuazione di riforme strutturali. Un'analisi degli andamenti settoriali della crescita della produttività totale dei fattori nei paesi dell'area dalla metà degli anni novanta è presentata nel riquadro 6.

Le tendenze favorevoli prevalenti negli ultimi anni nel mercato del lavoro dell'area dell'euro sembrerebbero essere proseguite nel terzo trimestre del 2007, secondo i risultati delle indagini disponibili fino a settembre. In base all'indagine PMI di NTC Economics, la crescita dell'occupazione nel terzo trimestre sarebbe rimasta vivace nei settori sia dell'industria sia dei servizi. Un quadro analogo emerge dall'indagine della Commissione Europea.

Figura 29 Produttività del lavoro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Riquadro 6

ANDAMENTI SETTORIALI DELLA CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ TOTALE DEI FATTORI NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

L'aumento della produttività è il principale motore della crescita economica nei paesi industrializzati. I miglioramenti della produttività aggregata del lavoro possono essere generalmente attribuiti alla quantità di macchinari o capitale utilizzata per unità di lavoro, a cambiamenti nella qualità del lavoro e a un terzo fattore, spesso denominato produttività totale dei fattori (PTF)¹⁾. Quest'ultimo esprime i mutamenti del prodotto complessivo che non risultano da variazioni degli input e costituisce una misura del progresso tecnologico non incorporato nei beni fisici (*disembodied*) o di altri guadagni di efficienza nel processo produttivo, quali miglioramenti gestionali o organizzativi. Nella pratica, la crescita della PTF si calcola come prodotto residuo o crescita del valore aggiunto restante dopo che si è tenuto conto dei miglioramenti ascrivibili alle variazioni degli input di lavoro e capitale.

1) Per una trattazione degli andamenti della produttività aggregata del lavoro nell'area dell'euro cfr. il riquadro 9 nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino e l'articolo *Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali* nel numero di luglio 2004.

Variazione nella crescita della PTF: contributi per settore ¹⁾

	Crescita media della PTF		Variazione nella crescita della PTF	Contributi per settore alla variazione nella crescita della PTF					
	1980-1995	1996-2004		Macchinari elettrici, servizi postali e di telecomunicazione	Totale dell'industria manifatturiera, esclusi i prodotti elettrici	Altri settori produttivi ²⁾	Distribuzione	Servizi finanziari e alle imprese, esclusi quelli immobiliari	Servizi personali
Belgio	0,51	0,33	-0,17	0,11	-0,32	0,00	-0,04	0,15	-0,10
Germania	1,09	0,36	-0,73	0,20	-0,02	0,14	-0,03	-0,99	-0,08
Spagna	0,68	-0,92	-1,60	-0,16	-0,48	-0,78	-0,35	0,30	-0,11
Francia	1,04	0,67	-0,37	0,17	0,05	-0,29	-0,42	-0,11	0,20
Italia	0,51	-0,65	-1,15	0,06	-0,82	0,02	-0,59	0,24	-0,03
Lussemburgo	3,18	-0,48	-3,66	0,39	-0,76	-0,02	-0,92	-2,65	-0,10
Paesi bassi	0,26	1,05	0,79	0,14	-0,08	-0,17	0,44	0,17	0,32
Austria	1,36	1,19	-0,17	-0,06	0,14	0,24	-0,09	-0,48	0,04
Finlandia	1,47	2,61	1,14	0,91	-0,01	-0,07	0,32	0,07	-0,01
Area dell'euro	0,85	0,46	-0,39	0,14	-0,20	-0,19	-0,11	-0,08	0,04
Stati Uniti	0,65	1,61	0,96	0,17	0,01	0,09	0,30	0,32	0,01

Fonte: calcoli della BCE basati sui dati KLEMS della UE.

1) Slovenia non inclusa a causa di mancanza di dati per il periodo 1980-1995. Dati non disponibili per Grecia, Irlanda e Portogallo.

2) Questo settore include: il settore minerario ed estrattivo; la fornitura di elettricità, gas e acqua; le costruzioni; l'agricoltura, la silvicoltura, la caccia e la pesca.

In seguito alla recente diffusione della banca dati EU KLEMS Growth and Productivity Accounts ²⁾, questo riquadro esamina le principali dinamiche della PTF in diversi paesi dell'area dell'euro dalla metà degli anni novanta. La banca dati EU KLEMS rappresenta una preziosa fonte di informazioni a livello di industria, che consente di effettuare un'analisi più approfondita della struttura, diffusione e composizione della crescita della PTF nelle economie dell'area dell'euro. Il riquadro analizza la crescita della produttività nei settori dell'economia che producono beni e servizi destinati al mercato, poiché la misurazione della PTF è soggetta a una serie di limitazioni che diventano più gravi se si considerano i servizi non di mercato ³⁾. EU KLEMS è ancora in fase di sperimentazione negli istituti di statistica nazionali, fatto che suggerisce di usare una certa cautela nel trarre conclusioni.

Secondo la banca dati EU KLEMS, il tasso medio annuo di crescita della PTF nell'area dell'euro è sceso dallo 0,9 per cento nel periodo 1980-1995 allo 0,5 per cento nel periodo 1996-2004 ⁴⁾.

2) EU KLEMS (analisi a livello europeo (EU) degli input di capitale (K), lavoro (L), energia (E), materiali (M) e servizi (S)) è un progetto di ricerca statistica e analitica finanziato dalla Commissione europea.

3) I servizi non di mercato comprendono la pubblica amministrazione, l'istruzione, la sanità e gli altri servizi sociali e le attività immobiliari.

4) L'aggregato per l'area dell'euro include Germania, Spagna, Francia, Italia, Paesi bassi, Austria e Finlandia. Stime alternative della PTF sono state fornite dalla Commissione europea e dall'OCSE. Benché i dati precisi sulla PTF possano variare in misura consistente tra le banche dati a causa delle diverse definizioni degli input di capitale e di lavoro, essi evidenziano tutti una diminuzione della crescita della PTF nell'area dell'euro dalla metà degli anni novanta.

Tale diminuzione risulta particolarmente sorprendente nel confronto con gli Stati Uniti, dove la crescita della PTF tra gli stessi intervalli di tempo è salita dallo 0,7 all'1,6 per cento. Il calo dell'espansione aggregata della PTF ha riguardato la quasi totalità dei paesi dell'area compresi nella banca dati, con le sole eccezioni della Finlandia e dei Paesi Bassi (cfr. tavola). In diversi casi, fra cui alcuni dei più grandi paesi dell'area, la flessione della PTF è stata non solo notevolmente più marcata rispetto alla media, ma ha anche portato a un tasso di crescita medio negativo dalla metà degli anni novanta.

Contributi settoriali alla variazione della crescita della PTF ⁵⁾

Il calo della crescita della PTF nell'area dell'euro è principalmente ascrivibile alle imprese manifatturiere (escluse quelle elettriche) e al resto del settore produttivo, seguiti dalla distribuzione (commercio all'ingrosso e al dettaglio, trasporto e stoccaggio) e dal comparto dei servizi finanziari e alle imprese. Il settore manifatturiero (diverso dall'elettronica) e il resto del settore produttivo hanno fornito ciascuno un contributo di -0,2 punti percentuali, soprattutto riconducibile alle dinamiche registrate in Spagna e in Italia nel caso del primo e in Spagna e in Francia nel resto del settore produttivo. L'attività nei comparti della distribuzione e dei servizi finanziari e alle imprese ha avuto un impatto nettamente inferiore. I quattro maggiori paesi dell'area dell'euro hanno registrato un calo significativo in almeno uno di questi settori. Tale riduzione è stata controbilanciata prevalentemente dall'apporto positivo fornito dal comparto dell'elettronica e delle telecomunicazioni, che ha mostrato un incremento della crescita media della PTF in quasi tutti i paesi. Tale dinamica risulta ascrivibile, con eccezioni poco rilevanti in alcuni paesi, a variazioni dell'espansione della PTF piuttosto che a un mutamento della composizione settoriale del valore aggiunto.

Un quadro più preciso della struttura della crescita della PTF è presentato sotto mediante i cosiddetti grafici di Harberger, che mostrano il contributo complessivo dei settori all'espansione della PTF insieme alle rispettive quote cumulate di valore aggiunto per il periodo 1996-2004 ⁶⁾. I settori sono ordinati in base al tasso di incremento della PTF per distinguere quelli con più rapida crescita (più vicini all'origine) da quelli con una crescita negativa (alla fine della distribuzione); in questo modo è possibile valutare se l'espansione della PTF è generalizzata o concentrata in settori specifici. Una situazione in cui tutti i comparti fornissero un contributo positivo e di pari entità alla crescita aggregata della PTF corrisponderebbe a una distribuzione settoriale degli incrementi di PTF lungo una linea retta con inclinazione positiva. Quando non tutti i settori mostrano un'espansione positiva della PTF, il grafico di Harberger si configura come una curva a campana.

A livello settoriale emergono differenze significative tra i paesi dell'area dell'euro. Da un lato, in Finlandia, Slovenia e, in misura minore, nei Paesi Bassi la crescita della PTF sembra distribuita piuttosto equamente e generalizzata nei diversi comparti, analogamente alla situazione negli Stati Uniti. Dall'altro, un gruppo di paesi, fra cui Belgio, Spagna, Italia e Lussemburgo, mostrano una crescita localizzata. Nei paesi con un tasso di incremento negativo della PTF aggregata, la quota di valore aggiunto rappresentata dai settori che forniscono un contributo positivo alla crescita della PTF non è superiore a un quarto di quella dei settori dell'economia

5) La Slovenia non è stata integrata a causa della mancanza di dati per il periodo 1980-1995. Non sono disponibili dati per Grecia, Irlanda e Portogallo.

6) Harberger, A.C. (1998), "A Vision of the Growth Process", *American Economic Review*, vol. 88, n. 1, pp. 1-32.

che producono beni e servizi destinati al mercato. Nel caso di Germania, Francia e Austria, paesi localizzati tra quelli a distribuzione uniforme e quelli a distribuzione polarizzata, la crescita della PTF è piuttosto generalizzata, ma l'apporto negativo di settori specifici, quali ad esempio i servizi alle imprese in Germania, si traduce in una configurazione a campana della distribuzione.

Nella maggior parte dei paesi, i settori produttori di tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC), come quelli delle comunicazioni e delle apparecchiature elettriche, sono fra i comparti con la crescita più rapida. In certi casi, ciò potrebbe essere connesso alla deregolamentazione del settore delle comunicazioni negli anni novanta. Un altro contributo positivo alla crescita della PTF proviene dal settore della distribuzione di energia elettrica, gas e acqua che, negli ultimi anni, è stato in parte deregolamentato in alcuni paesi⁷⁾. Nonostante questa ampia analogia, il gruppo di paesi con un'espansione settoriale molto polarizzata è caratterizzato da una crescita della PTF debole o negativa in comparti generalmente considerati come non aventi un alto contenuto di TIC, nonché in settori ad alta densità di tali tecnologie come quelli dei servizi di intermediazione finanziaria o alle imprese⁸⁾. Quanto ai paesi che si situano fra i due gruppi, i comparti a più elevato contenuto di TIC hanno rappresentato il freno principale alla crescita della PTF dalla metà degli anni novanta.

Il rallentamento e il basso livello della crescita della PTF, nonché la base settoriale molto localizzata di quest'ultima che appare evidente dai dati di EU KLEMS, rispecchiano la sfida rappresentata per diversi paesi dell'area dell'euro dall'incrementare i guadagni tendenziali di produttività. Ciò potrebbe essere particolarmente arduo nei paesi in cui l'espansione dell'occupazione negli ultimi anni è stata associata all'inclusione di alcuni segmenti meno qualificati delle forze di lavoro. Nell'ambito degli accordi di Lisbona, è stata individuata una serie di settori d'intervento che richiedono ulteriori riforme per aumentare i guadagni tendenziali di produttività. In particolare, gli Orientamenti Integrati aggiornati⁹⁾ evidenziano la necessità di conseguire una più elevata crescita della produttività aumentando la concorrenza nei mercati, specie nel settore dei servizi, e la flessibilità nel mercato del lavoro per consentire alle imprese un migliore adeguamento alle mutate condizioni di mercato; migliorare le qualifiche delle forze di lavoro, accrescere la qualità dei sistemi di istruzione e la loro reattività alle esigenze del mercato del lavoro e, infine, promuovere l'innovazione – per soddisfare i criteri di Lisbona di aumentare la spesa per la ricerca e portare la crescita del PIL al 3 per cento entro il 2010 – sono considerati essenziali.

7) Per una discussione dell'evoluzione del quadro regolamentare nelle industrie di rete, cfr. Martin, R., M. Roma e I. Vansteenkiste (2005), *Regulatory Reforms in Selected EU Network Industries*, Occasional Paper della BCE, n. 28.

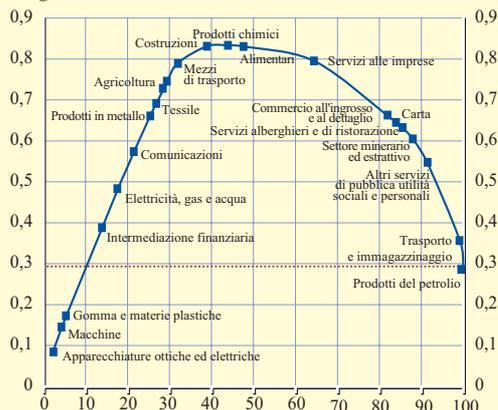
8) Una classificazione dei settori ad alto e basso contenuto di TIC si può trovare in Gomez-Salvador, R., A. Musso, M. Stocker e J. Turunen (2006), *Labour Productivity Developments in the Euro Area*, Occasional Paper della BCE, n. 53. Tale classificazione non è pienamente applicabile ai dati sulla PTF di EU KLEMS. In questo contesto, i settori tessile, cartiero, dei mezzi di trasporto di macchinari, dei mobili, del commercio all'ingrosso e al dettaglio, dei servizi di intermediazione finanziaria e alle imprese possono essere considerati ad alta intensità di TIC. I comparti a basso contenuto di TIC comprendono i settori dell'agricoltura, dell'attività mineraria ed estrattiva, alimentare, dell'industria del legno, dei prodotti petroliferi, dei prodotti chimici, della gomma e delle materie plastiche, dei prodotti minerali non metalliferi, dei prodotti in metallo, dell'elettricità, del gas e dell'acqua, delle costruzioni, dei servizi alberghieri e di ristorazione, del trasporto e magazzinaggio e di altri servizi di pubblica utilità, sociali e personali.

9) Una discussione dell'aggiornamento del 2007 agli Orientamenti integrati per l'attuazione della strategia di Lisbona per l'insieme degli Stati membri dell'area dell'euro è presentata nel numero di aprile 2007 di questo Bollettino. Gli ordinamenti specifici dei singoli paesi includono elementi aggiuntivi.

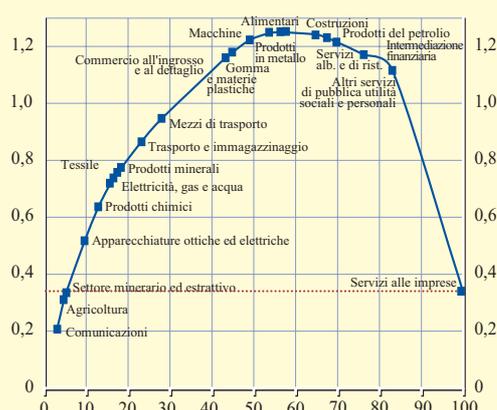
Contributi settoriali alla crescita della PTF nelle economie di mercato nel periodo 1996-2004

(punti percentuali, valori percentuali)

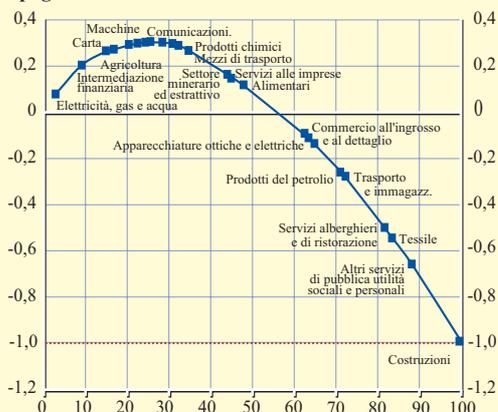
Belgio



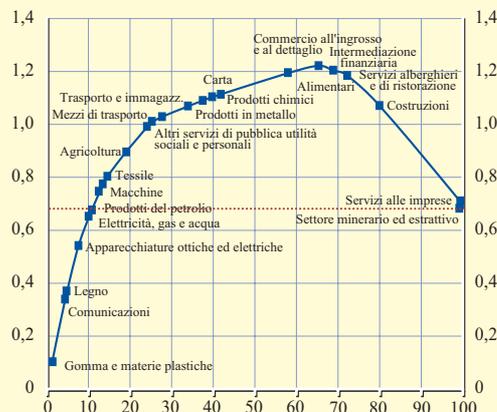
Germania



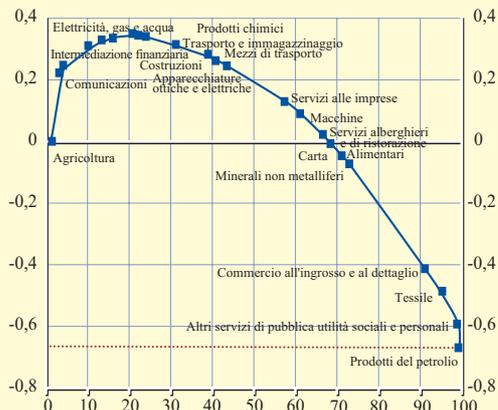
Spagna



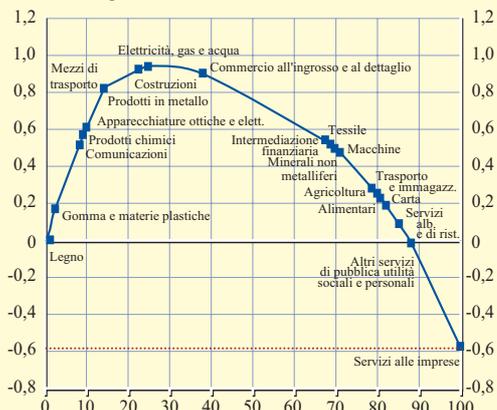
Francia



Italia



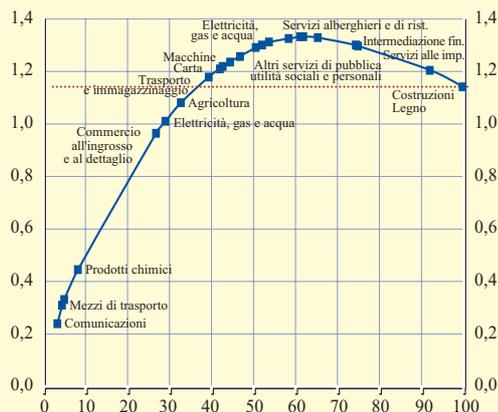
Lussemburgo



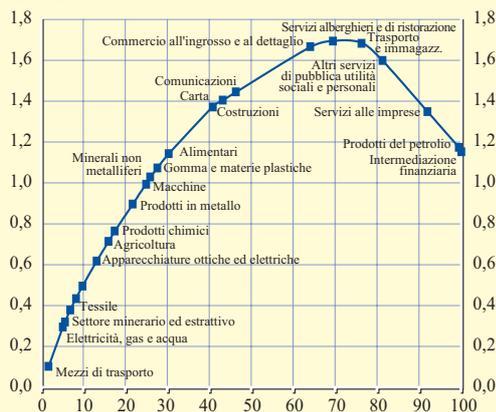
**Contributi settoriali alla crescita della PTF nelle economie di mercato
nel periodo 1996-2004**

(punti percentuali, valori percentuali)

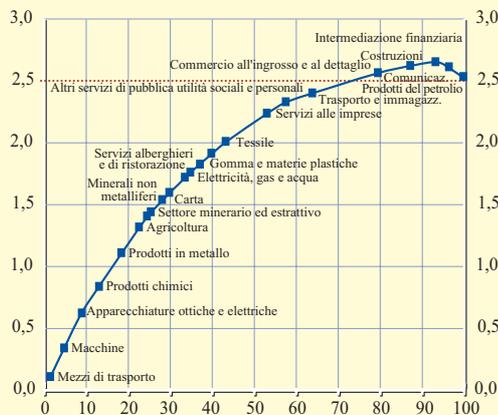
Paesi bassi



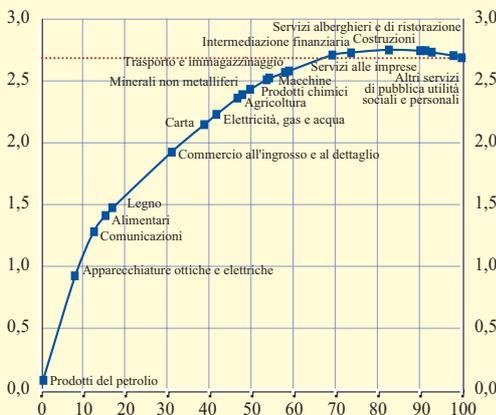
Austria



Slovenia



Finlandia



Fonte: calcoli della BCE basati sui dati KLEMS della UE.

Nota: l'asse orizzontale mostra le quote cumulate di valore aggiunto per settore e l'asse verticale mostra il contributo settoriale alla crescita aggregata della PTF. I settori in più rapida espansione sono più prossimi all'origine, mentre quelli con una crescita negativa della PTF sono alla fine della distribuzione. La linea tratteggiata indica il livello aggregato della crescita della PTF per il mercato. Eventuali piccole discrepanze con le cifre fornite nella tavola sono dovute alla procedura di aggregazione.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel complesso, i dati disponibili suggeriscono che il ritmo sostenuto di espansione dell'attività economica nell'area dell'euro rilevato nella prima metà del 2007 si è protratto nel corso dell'estate. Mentre la volatilità dei mercati finanziari sembra aver contribuito a determinare una flessione degli indicatori del clima di fiducia delle imprese dell'area dell'euro, questi indicatori rimangono al di sopra delle loro medie storiche e continuano ad indicare il persistere di una crescita sostenuta nella seconda metà del 2007. Guardando più avanti nel futuro, le previsioni disponibili per il 2008 continuano a confermare la prospettiva che il PIL aumenti in termini reali a tassi prossimi alla crescita del prodotto potenziale. Le attese per l'attività economica mondiale sono che rimanga robusta e

fornisca sostegno alle esportazioni e agli investimenti dell'area dell'euro. La crescita dei consumi nell'area, intanto che le condizioni dell'occupazione continuano a migliorare, dovrebbe rimanere propizia, in linea con gli andamenti del reddito reale disponibile.

Questo scenario è soggetto a rischi verso il basso, connessi principalmente a possibili più estese ricadute della rivalutazione dei rischi in corso nei mercati finanziari, alle preoccupazioni per eventuali pressioni protezionistiche, a possibili sviluppi disordinati connessi agli squilibri mondiali nonché a ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Dopo alcuni mesi di generale stabilità, nel terzo trimestre del 2007 l'euro si è apprezzato in termini effettivi nominali a seguito del rafforzamento, piuttosto generalizzato, del suo tasso di cambio nei confronti delle altre valute.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 2 ottobre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 24 importanti partner commerciali dell'area – era superiore del 2 per cento al livello di fine giugno e di circa il 3 per cento a quello di inizio 2007 (cfr. figura 30). La moneta unica non ha in generale evidenziato alcuna tendenza significativa nel corso di luglio e agosto, iniziando a rafforzarsi nettamente solo da settembre.

In un'ottica a più lungo termine, a settembre il tasso di cambio effettivo reale dell'euro, deflazionato tramite l'IPC e misurato rispetto allo stesso gruppo di partner commerciali, era superiore di circa il 2,6 per cento il livello di dicembre 2006.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Tra luglio e la metà di agosto l'euro si è indebolito sul dollaro statunitense in un contesto in cui gli operatori hanno rivisto il loro livello di avversione al rischio come risposta alla turbolenza sui mercati mondiali del credito. Il successivo arretramento della moneta americana è riconducibile alla debolezza del mercato statunitense delle abitazioni e del lavoro e alle maggiori aspettative di un cambiamento di direzione dell'orientamento monetario nel paese, di fatto confermate dalla decisione del FOMC – il 18 settembre – di abbassare di 50 punti base, al 4,75 per cento, il tasso obiettivo sui *federal funds*. Il 2 ottobre l'euro era scambiato a 1,42 dollari, un livello superiore del 4,9 per cento a quello di fine giugno e di circa il 6,5 per cento rispetto agli inizi del 2007 (cfr. figura 31).

YEN GIAPPONESE/EURO

Nonostante alcune piccole oscillazioni, nelle prime tre settimane di luglio l'euro è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti dello yen giapponese (a circa 168 yen). Dopo aver raggiunto un massimo a 168,68 yen il 13 luglio, la moneta unica si è poi nettamente deprezzata rispetto a quella nipponica nel contesto di un generale rafforzamento di quest'ultima, che è

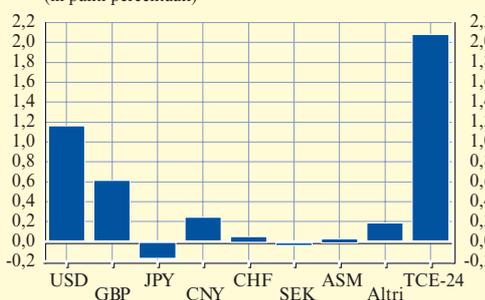
Figura 30 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 29 giugno al 2 ottobre 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'intercambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-24.

stato particolarmente pronunciato durante la prima metà del mese successivo e che va per lo più ricondotto alla turbolenza sui mercati finanziari mondiali in agosto. Ciò avrebbe determinato un ridimensionamento delle operazioni di *carry trade* in essere sulla divisa giapponese, in presenza di una maggiore avversione al rischio e di una revisione del premio per il rischio da parte degli investitori internazionali. Il nuovo rafforzamento dell'euro da metà agosto andrebbe ricondotto ai segnali preliminari di un allentamento delle tensioni sui mercati finanziari. Il 2 ottobre l'euro era quotato a 163,92 yen, inferiore dell'1,6 per cento rispetto a fine giugno e superiore del 12,2 per cento alla media del 2006 (cfr. figura 31).

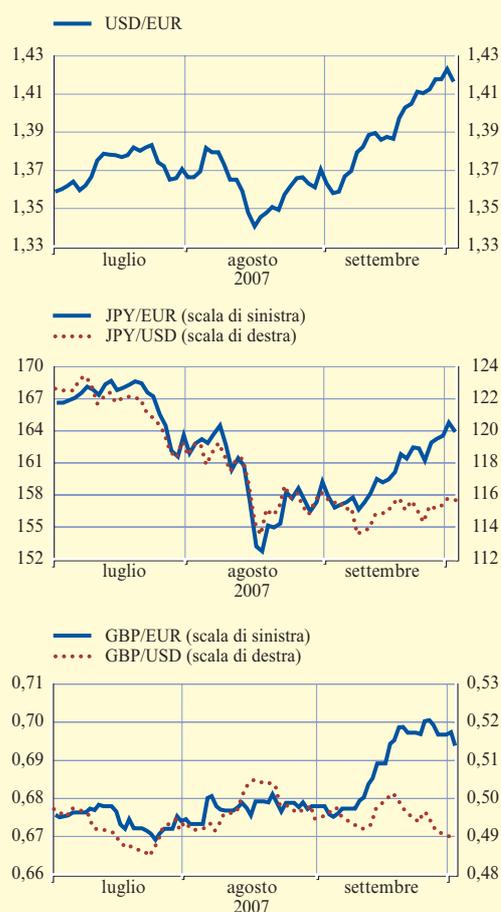
VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Dalla fine di giugno gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 32).

La corona slovacca, il cui tasso centrale era stato rivalutato in marzo, si è mantenuta nella fascia superiore della sua nuova parità centrale. Lo scostamento da quest'ultima si è tuttavia ridotto al 4,2 per cento allorché la corona ha perso circa l'1 per cento sull'euro tra la fine di giugno e il 2 ottobre. Anche il lat letto-

Figura 31 Tassi di cambio

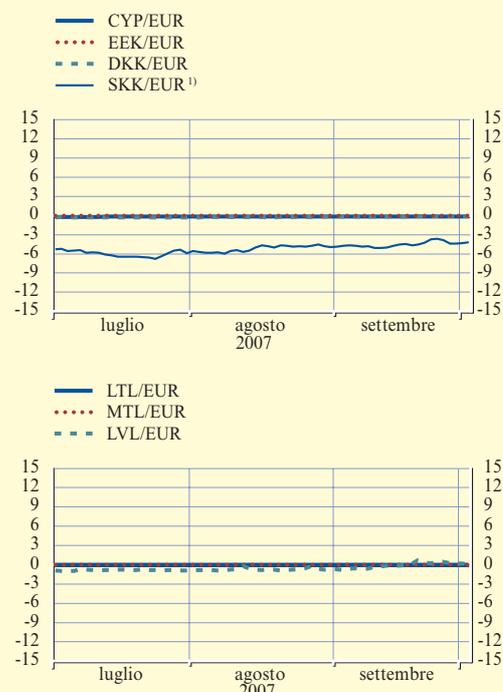
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Figura 32 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

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

ne si è deprezzato sull'euro (dell'1 per cento), spostandosi quindi lievemente (0,1 per cento) nella fascia inferiore della banda di intervento dell'1 per cento fissata unilateralmente dopo essere rimasto per un lungo periodo su livelli prossimi all'estremità superiore della banda.

Per quanto riguarda le valute degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di giugno e il 2 ottobre l'euro si è apprezzato del 2,9 per cento sulla sterlina britannica, del 2,1 per cento sul fiorino ungherese e del 7,1 per cento sul leu romeno, mentre ha perso il 4,3 per cento rispetto alla corona ceca.

ALTRE VALUTE

Negli ultimi tre mesi l'euro si è apprezzato di circa mezzo punto percentuale nei confronti del franco svizzero e del dollaro australiano, mentre si è deprezzato di circa l'1 per cento sul dollaro canadese e del 3,5 per cento sulla corona norvegese. Nel contempo ha registrato un rafforzamento sulle divise dei principali partner commerciali asiatici.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel luglio 2007 il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un lieve avanzo pari a circa lo 0,1 per cento del PIL dell'area, a fronte di un disavanzo dello 0,6 per cento un anno prima, principalmente in conseguenza del continuo aumento dell'avanzo del conto dei beni in atto dal luglio 2006. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a luglio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno continuato a registrare nel loro insieme ampi afflussi netti, contro i deflussi netti di un anno prima.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

In luglio le medie mobili di tre mesi del valore delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi sono aumentate rispettivamente dello 0,7 e dell'1,4 per cento (sul trimestre precedente in termini destagionalizzati), a fronte di corrispondenti tassi di crescita dell'1,3 e dello 0,6 per cento nei tre mesi fino ad aprile. Mentre il rallentamento della crescita delle esportazioni è riconducibile principalmente a una flessione delle esportazioni di servizi, l'accelerazione delle importazioni deriva da una più forte crescita delle importazioni di beni (cfr. tavola 8).

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino al secondo trimestre del 2007, indica che la crescita del valore delle importazioni è ascrivibile all'andamento dei prezzi delle importazioni. Dopo essere rimasto sostanzialmente invariato nel primo trimestre, nel secondo trimestre dell'anno l'indice dei valori unitari dei beni importati è aumentato dell'1,5 per cento sul trimestre precedente, probabilmente di riflesso al recente rincaro di materie prime e petrolio a livello mondiale. Nel contempo, i volumi delle importazioni sono diminuiti dell'1,2 per cento nel secondo trimestre, dopo un lieve incremento dello 0,8 per cento nel trimestre precedente.

Quanto alle esportazioni, la scomposizione in volumi e prezzi dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area suggerisce che i volumi delle esportazioni sono rimasti sostanzialmente stabili nella prima metà del 2007 (cfr. figura 33). In una certa misura, questi andamenti possono essere considerati come una fase di normalizzazione dopo il periodo di forte crescita alla fine del 2006. Un lieve indebolimento della domanda estera durante il primo semestre del 2007 potrebbe avere altresì contribuito al rallentamento delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro. Nel frattempo, i

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di 3 mesi dati a fine				Dati cumulati sui 12 mesi a fine	
	2007 giu.	2007 lug.	2006 ott.	2007 gen.	2007 apr.	2007 lug.	2006 lug.	2007 lug.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente (saldo)	7,3	1,7	0,1	2,7	0,2	0,4	-27,9	10,0
Beni (saldo)	7,9	2,6	3,2	5,0	5,5	4,9	14,8	55,4
Esportazioni	126,0	124,9	118,9	122,0	122,9	123,9	1.316,3	1.463,0
Importazioni	118,1	122,2	115,7	117,0	117,4	119,1	1.301,5	1.407,6
Servizi (saldo)	4,6	3,0	2,4	3,1	3,8	3,4	37,8	37,8
Esportazioni	38,9	37,9	35,7	36,8	38,0	38,1	422,7	445,8
Importazioni	34,3	34,9	33,3	33,8	34,2	34,7	385,0	408,0
Redditi (saldo)	-0,2	1,3	1,1	0,4	-1,4	-3,1	-8,6	-9,0
Trasferimenti correnti (saldo)	-5,0	-5,2	-6,5	-5,7	-7,6	-4,9	-71,8	-74,2
Conto finanziario (saldo)¹⁾	-40,7	50,6	15,9	-2,6	-12,4	3,7	105,5	13,8
Investimenti diretti e di portafoglio	25,1	36,6	1,8	22,1	21,0	17,7	-43,4	187,8
Investimenti diretti	-45,0	2,7	-14,4	-19,0	-13,8	-18,6	-123,1	-197,1
Investimenti di portafoglio	70,1	33,9	16,2	41,0	34,7	36,3	79,6	384,9
Azioni	80,7	50,5	1,5	26,2	13,0	47,3	128,9	264,0
Strumenti di debito	-10,6	-16,6	14,7	14,8	21,8	-11,0	-49,3	120,9
Obbligazioni e notes	4,7	-20,7	12,3	24,7	23,2	-9,2	-7,7	153,0
Strumenti del mercato monetario	-15,3	4,1	2,4	-9,9	-1,4	-1,8	-41,6	-32,1
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	4,1	-1,3	3,4	2,7	1,3	0,7	12,3	9,8
Importazioni	0,6	3,1	2,1	1,2	0,6	1,4	16,4	7,7
Beni								
Esportazioni	4,2	-0,9	4,7	2,6	0,8	0,9	12,8	11,1
Importazioni	1,1	3,5	2,4	1,1	0,3	1,4	18,3	8,2
Servizi								
Esportazioni	3,9	-2,7	-0,6	3,2	3,3	0,2	10,6	5,4
Importazioni	-1,1	1,7	1,0	1,4	1,4	1,2	10,3	6,0

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.

prezzi delle esportazioni di beni sono saliti dell'1,1 per cento nel secondo trimestre, dopo il rialzo dello 0,7 per cento del primo trimestre.

In un'ottica di più lungo periodo, in luglio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un avanzo di 10,0 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,1 per cento del PIL dell'area dell'euro), a fronte di un disavanzo di 27,9 miliardi un anno prima (cfr. figura 34). Questa variazione è riconducibile principalmente all'andamento dell'avanzo del conto dei beni che – in termini di saldo cumulato su dodici mesi – è aumentato di 40,6 miliardi di euro rispetto all'anno precedente. Per contro, il saldo dei servizi e quello dei redditi sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre il disavanzo dei trasferimenti correnti è aumentato di 2,4 miliardi di euro.

CONTO FINANZIARIO

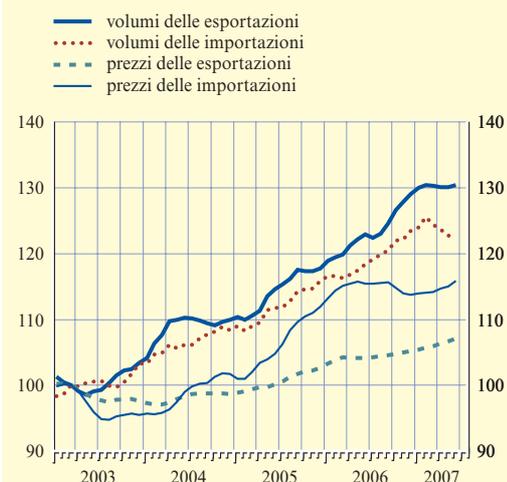
Nei tre mesi fino a luglio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti medi mensili per 17,7 miliardi di euro, a fronte di afflussi netti medi di 21,0 miliardi di euro nel periodo fino ad aprile (cfr. tavola 8). Il lieve calo del dato complessivo è principalmente attribuibile a maggiori deflussi netti di investimenti diretti.

In una prospettiva di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a luglio gli afflussi netti cumulati per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono stati pari a 187,8 miliardi di euro, contro deflussi netti per 43,4 miliardi un anno prima. I maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio (aumentati di 305 miliardi di euro rispetto a un anno prima) sono stati compensati solo in parte dagli accresciuti deflussi netti per investimenti diretti (cfr. figura 35).

L'evoluzione dei flussi cumulati degli investimenti di portafoglio ha continuato a essere determinata principalmente da un incremento degli afflussi netti di strumenti di debito, quasi interamente ascrivibile ai maggiori acquisti netti di obbligazioni e *note* dell'area dell'euro da parte di non residenti. Per contro, la crescita degli afflussi netti cumulati di azioni è da ricondurre soprattutto ai minori acquisti netti di titoli azionari esteri da parte di residenti nell'area.

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

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

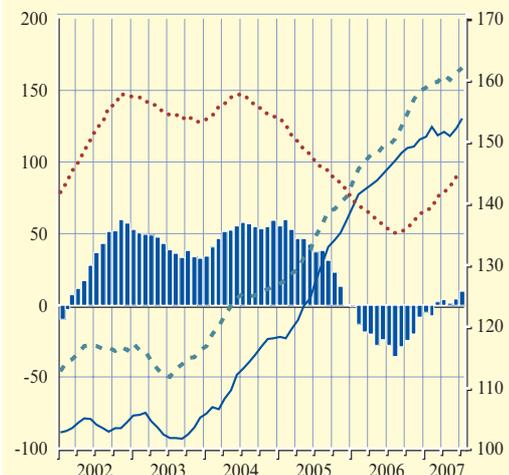


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2007.

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

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)

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

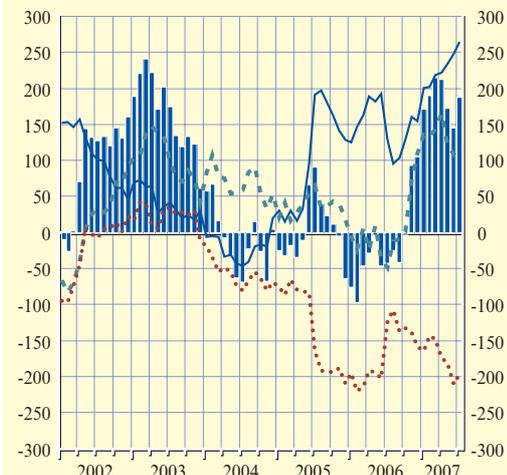


Fonte: BCE.

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

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

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



Fonte: BCE.

ANDAMENTI A LUNGO TERMINE DEI PRESTITI DELLE IFM ALLE FAMIGLIE NELL'AREA DELL'EURO: PRINCIPALI PROFILI E DETERMINANTI

L'individuazione e la comprensione dei principali profili e determinanti dell'andamento dei prestiti che le istituzioni finanziarie e monetarie (IFM) dell'area dell'euro erogano alle famiglie sono un elemento importante nella valutazione complessiva degli andamenti economici e monetari, nonché del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Di recente si sono rese disponibili le serie storiche relative ai prestiti delle IFM alle famiglie per il periodo a partire dai primi anni ottanta. Esse dimostrano che l'indebitamento delle famiglie è cresciuto in misura considerevolmente maggiore rispetto al reddito disponibile, di riflesso soprattutto al notevole indebitamento per l'acquisto di abitazioni. Ciò implica inoltre che gli andamenti dei prezzi delle attività e della ricchezza hanno assunto nel tempo un ruolo più importante nel determinare la dinamica dei prestiti alle famiglie. Nel contempo, la valutazione sotto il profilo storico dell'evoluzione dei prestiti alle famiglie esclusivamente sulla base delle determinanti macroeconomiche della domanda di prestiti non è del tutto conclusiva, dal momento che tale andamento negli ultimi venti anni riflette probabilmente anche numerose influenze strutturali, come l'innovazione finanziaria e le modifiche alla regolamentazione relativa al mercato dei mutui ipotecari, nonché il passaggio a un assetto di politica monetaria credibile e con inflazione contenuta nell'area dell'euro nel contesto dell'UEM.

I INTRODUZIONE

Nella recente valutazione della BCE sugli andamenti economici e monetari, nonché sull'impatto che le variazioni dei tassi di interesse ufficiali hanno avuto su tali andamenti, un elemento importante è stato il rallentamento della crescita dell'indebitamento delle famiglie osservato dalla primavera del 2006. Più specificatamente, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie è diminuito da quasi il 10 per cento del marzo 2006 a poco più del 7 per cento di giugno 2007. Al fine di analizzare i fattori alla base di tale andamento e valutare le possibili implicazioni per altre variabili economiche di maggior interesse per una banca centrale, è necessario conoscere e comprendere l'evoluzione storica della dinamica dell'indebitamento. Tuttavia, fino a tempi recenti, i dati ufficiali dell'area dell'euro sui prestiti delle IFM per settore erano disponibili solo per il periodo a partire dal 1998. Questi dati sono stati recentemente integrati da serie storiche che risalgono al 1980 (cfr. il riquadro *Nuove serie storiche dell'area dell'euro sui prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie* in questo numero del Bollettino).

I prestiti delle IFM alle famiglie rappresentano una parte considerevole del finanziamento complessivo del settore delle famiglie dell'area e più

in generale della creazione di liquidità nell'economia interna. Ciò risulta evidente considerando alcuni semplici indicatori. Agli inizi del 2007, le consistenze in essere dei prestiti ottenuti dalle IFM rappresentavano il 90 per cento del finanziamento mediante prestiti del settore delle famiglie dell'area dell'euro e l'84 per cento delle rispettive passività complessive. In anni recenti le nuove operazioni di prestito delle IFM alle famiglie sono ammontate a quasi il 30 per cento del reddito disponibile del settore delle famiglie e agli inizi del 2007 le consistenze dei prestiti delle IFM avevano raggiunto un livello pari a circa l'85 per cento del reddito disponibile. Infine, considerando i prestiti alle famiglie nella prospettiva dei bilanci delle banche, essi rappresentano oltre il 50 per cento del totale dei prestiti delle IFM al settore privato e sono quindi una fonte molto importante di creazione di moneta.

La comprensione della dinamica e delle determinanti dei prestiti delle IFM alle famiglie è un primo passo necessario per misurarne l'influenza, ad esempio, sulle attività di investimento e di consumo delle famiglie, sui costi del servizio del debito e il corrispondente impatto sul reddito disponibile al netto dei pagamenti per interessi, nonché sull'andamento dei prezzi delle attività. Tuttavia, va tenuto presente che le serie storiche per l'area dell'euro possono riflettere andamenti molto differenziati a livello

di paese, dal momento che i mercati per i debiti finanziari delle famiglie sono rimasti più frammentati rispetto, ad esempio, a quelli dei beni e che negli ultimi decenni sono stati caratterizzati da gradi alquanto diversi di liberalizzazione e deregolamentazione. Il consueto motivo di cautela necessaria nell'interpretare dati "sintetici" per l'area dell'euro relativi al periodo precedente all'avvio della Terza fase dell'UEM nel gennaio 1999 deve quindi essere tenuto in maggiore considerazione in questo contesto.

La parte restante del presente articolo è strutturata in quattro sezioni. La sezione 2 delinea i fatti stilizzati della crescita dei prestiti alle famiglie nel periodo a partire dal 1980¹⁾. La sezione 3 analizza l'andamento dei prestiti totali alle famiglie alla luce dell'evoluzione delle possibili determinanti macroeconomiche e strutturali. La sezione 4 esamina la misura in cui l'andamento di singole categorie di prestito può essere meglio compreso facendo riferimento a determinanti più specifiche. La sezione 5 presenta alcune osservazioni conclusive.

Nel complesso, il presente articolo analizza l'andamento dei prestiti delle IFM alle famiglie al fine di spiegare l'evoluzione del finanziamento. I prestiti alle famiglie costituiscono una quota notevole delle attività bancarie e quindi il rischio di credito potenzialmente associato alla loro concessione rende la comprensione della dinamica dei prestiti alle famiglie una questione importante per il monitoraggio della stabilità finanziaria. Le questioni di stabilità finanziaria, come il contenuto di rischio del portafoglio prestiti delle IFM associato alla capacità delle famiglie di rimborsare il debito, sono comunque trattate periodicamente nella pubblicazione *Financial Stability Review* della BCE.

2 I PRESTITI ALLE FAMIGLIE: ALCUNI FATTI STILIZZATI

Nel periodo a partire dal 1980, i prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro sono aumentati a un tasso medio annuo dell'8 per cento circa. Questa espansione media può essere esa-

minata e osservata in prospettiva sotto diverse angolazioni.

In primo luogo, nel periodo considerato, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti totali nominali alle famiglie ha registrato tre distinti picchi ciclici, ciascuno al 10 per cento circa, alla fine degli anni ottanta, alla fine degli anni novanta e, più di recente, agli inizi del 2006 (cfr. figura 1). Tra questi picchi, la crescita dei prestiti è diminuita a livelli minimi ciclici del 6 per cento circa.

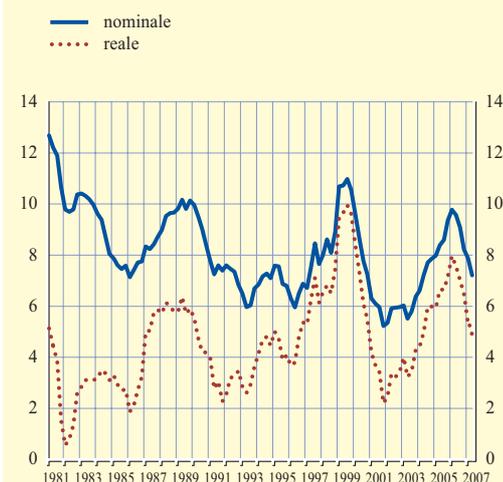
In secondo luogo, il tasso medio annuo e i livelli massimi e minimi ciclici della crescita dei prestiti sono alquanto diversi se si considera la dinamica dei prestiti corretta per l'andamento dei prezzi. In particolare, il periodo di inflazione elevata nella prima metà degli anni ottanta implica che in termini reali (usando il deflatore del PIL) la crescita dei prestiti sui dodici mesi sia stata di gran lunga inferiore rispetto a quella in termini nominali e che il picco osservato alla fine degli anni ottanta sia stato notevolmente più basso rispetto a quelli della fine degli anni novanta e degli inizi del 2006. Se si suddivide il campione a metà del 1993 in due parti di uguale durata, si può notare che la crescita media dei prestiti è stata superiore nella prima metà del periodo rispetto alla seconda se si considerano le serie nominali, mentre risulta vero il contrario se si considera la crescita dei prestiti in termini reali.

In terzo luogo, l'espansione dei prestiti nominali alle famiglie è stata in media più rilevante di quella del PIL nominale o del reddito disponibile nominale del settore delle famiglie e questo implica un innalzamento dei rispettivi indici di indebitamento. Ad esempio, nel 1980 la consistenza in essere dei prestiti delle IFM alle famiglie ammontava a poco meno del 30 per cento del PIL, mentre agli inizi del 2007 questo

1) Cfr. anche l'articolo *Gli andamenti dei debiti finanziari del settore privato dell'area dell'euro* nel numero di novembre 2003 di questo Bollettino, che presentava una prima analisi degli andamenti a più lungo termine dei debiti finanziari delle famiglie nel contesto più ampio dei debiti finanziari del settore privato.

Figura 1 Prestiti delle IFM alle famiglie

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

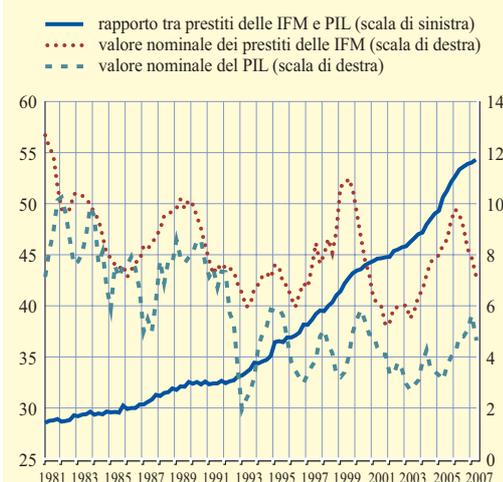


Fonti: BCE e Eurostat.

Nota: le serie reali sono state calcolate usando il deflatore del PIL.

Figura 2 Prestiti delle IFM alle famiglie, PIL e rapporto di indebitamento nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; valori percentuali)



Fonti: BCE e Eurostat.

rapporto si collocava al 55 per cento circa (cfr. figura 2). Nella prima metà del periodo, fino a metà del 1993, l'aumento dell'indebitamento è stato ancora relativamente contenuto; la crescita è accelerata nella seconda metà e il rapporto è salito di circa 1,5 punti percentuali all'anno. Tuttavia, benché consistente in una prospettiva storica per l'area dell'euro, questo incremento è stato meno pronunciato, ad esempio, rispetto al Regno Unito, dove il rapporto corrispondente fra prestiti delle IFM alle famiglie e PIL è cresciuto di circa 2 punti percentuali all'anno dalla

metà degli anni novanta, raggiungendo agli inizi del 2007 un valore lievemente superiore al 70 per cento.

In quarto luogo, i nuovi dati storici sui prestiti delle IFM alle famiglie forniscono una scomposizione per finalità nelle seguenti categorie: mutui per l'acquisto di abitazioni, credito al consumo e altre tipologie di prestiti, che è una voce residuale (alcune questioni concettuali in merito alla classificazione dei prestiti alle famiglie per finalità sono trattate nel riquadro 1).

Riquadro 1

QUESTIONI CONCETTUALI SULLA CLASSIFICAZIONE DEI PRESTITI ALLE FAMIGLIE PER FINALITÀ

Le banche concedono prestiti per numerose finalità molto diverse fra loro. Nel caso delle famiglie, la classificazione statistica corrente distingue fra mutui per l'acquisto di abitazioni, credito al consumo e "altre tipologie di prestiti". Benché, ad eccezione di quest'ultima categoria generica, tali finalità sembrino in prima istanza nettamente distinte, potrebbero nondimeno esserci connotazioni diverse quando si tratta di giudicare dove possano essere registrati prestiti per finalità specifiche. Questa complicazione è aggravata dal fatto che le IFM che erogano il prestito non sono sempre consapevoli del fine ultimo del prestito che il cliente sta contraendo. Dal momento che comprendere quali tipologie di prestiti sono registrate nelle tre categorie è importante per

valutare in maniera consapevole il rispettivo andamento dei prestiti, questo riquadro evidenzia succintamente alcune questioni concettuali nel contesto dei pertinenti regolamenti della BCE¹⁾.

Mutui per l'acquisto di abitazioni

Questa categoria rappresenta la maggior parte dei prestiti totali delle IFM alle famiglie (pari al 71 per cento nel secondo trimestre del 2007) e comprende il credito erogato allo scopo di investire in abitazioni, includendo l'acquisto di un immobile residenziale già esistente (per uso proprio o per locazione), l'acquisto di terreni, la costruzione di immobili residenziali e i lavori di ristrutturazione delle abitazioni. In linea di principio, questa categoria di prestito comprende tutti i prestiti per l'acquisto di abitazioni, indipendentemente dal fatto che siano garantiti o meno dall'immobile residenziale. D'altro canto, i prestiti che sono garantiti dall'immobile residenziale, ma non erogati allo scopo di investire in abitazioni, in linea di principio non dovrebbero essere compresi in questa categoria. Ciò implica che gli strumenti di prestito che consentono ai proprietari di immobili di prelevare capitale immobiliare da tali beni (*mortgage or housing equity withdrawal*) in linea di principio non andrebbero registrati come mutui per l'acquisto di abitazioni²⁾.

Credito al consumo

Questa categoria corrisponde al 13 per cento dei prestiti totali delle IFM alle famiglie (nel secondo trimestre del 2007) e comprende i prestiti concessi a fini personali nel finanziamento del consumo di beni e servizi, come autoveicoli, mobili, elettrodomestici e altri beni di consumo durevoli, viaggi per vacanze, ecc. Nel caso del credito al consumo, la distinzione fra la finalità e le garanzie può essere maggiore rispetto al caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, in quanto l'acquisto di beni e servizi di consumo mediante credito può anche essere garantito mediante immobili residenziali (soprattutto per il credito con scadenza originaria più lunga). In questa categoria rientrano in genere anche i prestiti mediante carta di credito e gli scoperti di conto corrente.

Altre tipologie di prestiti

Questa categoria rappresenta il 16 per cento dei prestiti totali delle IFM alle famiglie (nel secondo trimestre del 2007). Si tratta di una voce residuale che comprende i prestiti concessi per finalità come l'istruzione (prestiti agli studenti), l'acquisizione di attività finanziarie e la riduzione del debito. Inoltre, dal momento che il settore delle famiglie comprende anche imprese senza personalità giuridica (imprese individuali e società di persone), le altre tipologie di prestiti comprendono anche il credito che in linea di principio può riflettere finalità imprenditoriali come il finanziamento del capitale circolante o l'acquisto di beni di investimento, rispetto a finalità di puro consumo o di investimento in immobili residenziali. Inoltre, in questa categoria sono in genere classificati i prestiti concessi alle istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie, ad eccezione dei prestiti erogati ad associazioni per l'edilizia abitativa che acquisiscono abitualmente immobili residenziali, i quali andrebbero registrati come prestiti per l'acquisizione di abitazioni, nella misura in cui possono essere individuati.

1) Cfr. il Regolamento BCE/2001/13 del 22 novembre 2001 relativo al bilancio consolidato delle istituzioni finanziarie monetarie (G.U. L. 333, 17.12.2001, pag. 1), con relative modifiche.

2) Le risposte a una specifica domanda inclusa nell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema nel luglio 2006 suggeriscono che, a livello dell'area dell'euro, il prelievo di capitale immobiliare non è quantitativamente significativo (cfr. il riquadro 2 *Risultati dell'indagine di luglio 2006 sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2006 di questo Bollettino).

Nella pratica, questi criteri di classificazione non possono sempre essere seguiti rigorosamente in tutti i paesi dell'area dell'euro. Ad esempio, in alcuni schemi statistici nazionali il principio di classificazione prevalente è il tipo di garanzia a fronte della quale viene concesso il prestito anziché la finalità effettiva, determinando ad esempio una classificazione di tutti i prestiti garantiti da immobili residenziali come mutui per l'acquisto di abitazioni. Inoltre, gli scoperti di conto corrente delle famiglie in alcuni paesi possono essere registrati come altre tipologie di prestiti, indipendentemente dal fatto che finanzino prevalentemente spese per consumi. Anche se non dovrebbero distorcere i principali profili dell'andamento delle singole categorie, tali questioni di classificazione devono essere tenute presenti, soprattutto nel valutare gli andamenti a più breve termine. Va osservato, tuttavia, che sono in corso lavori mirati a un'ulteriore armonizzazione di queste categorie di prestito fra i paesi.

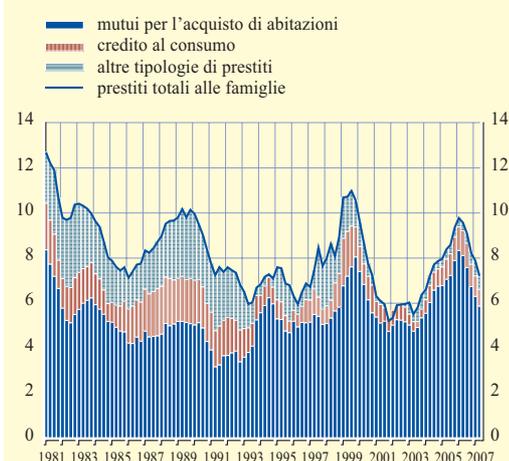
Le figure 3 e 4 mostrano che andamenti analoghi della crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali alle famiglie possono riflettere nel tempo dinamiche e contributi diversi di queste categorie di prestito. Storicamente i mutui per l'acquisto di abitazioni hanno spiegato la maggior parte della crescita dei prestiti sul periodo corrispondente, rispecchiando il fatto che essi rappresentano la quota principale degli importi complessivi dei prestiti in essere e che in media hanno anche registrato i tassi di crescita più elevati. Ciò è particolarmente evidente per la seconda metà del periodo in esame, quando il tasso di crescita medio sul periodo corrispondente dei mutui per l'acquisto di abitazioni è stato

quasi il doppio di quello del credito al consumo e quasi tre volte quello delle altre tipologie di prestiti, oltre ad aver rappresentato quasi 6 punti percentuali della crescita media sul periodo corrispondente dei prestiti totali alle famiglie, pari al 7,5 per cento.

Nella prima metà del periodo considerato, il credito al consumo e, soprattutto, le altre tipologie di prestiti alle famiglie hanno tuttavia svolto un ruolo importante nel delineare la dinamica dei prestiti del settore delle famiglie, con un contributo congiunto alla crescita dei prestiti totali non molto diverso da quello dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Ciò riflette la quota iniziale-

Figura 3 Contributi alla crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie

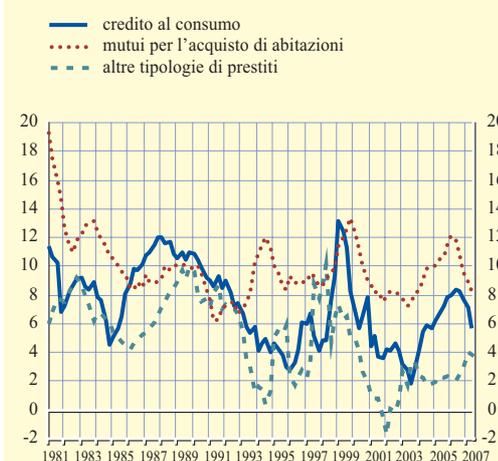
(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)



Fonte: BCE.

Figura 4 Prestiti alle famiglie per finalità

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

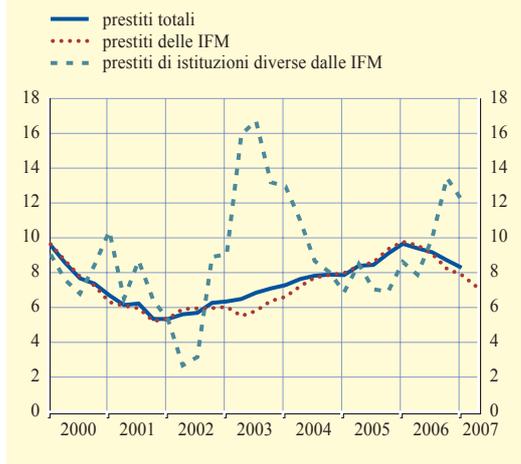
mente elevata delle altre tipologie di prestiti e del credito al consumo rispetto ai prestiti totali alle famiglie, pari a oltre il 50 per cento nei primi anni ottanta. Tale quota è diminuita a meno di un terzo negli anni recenti. Pertanto, sebbene le variazioni della crescita delle altre tipologie di prestiti siano state alquanto pronunciate nella seconda metà del periodo, ciò non ha avuto un forte impatto sul profilo di crescita dei prestiti totali alle famiglie.

Le variazioni cicliche della crescita nelle rispettive categorie di prestito hanno mostrato gradi di sincronia variabili nel periodo a partire dal 1980. Mentre nella seconda metà del periodo gli andamenti del tasso di crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni hanno seguito relativamente da vicino quelli del credito al consumo, ciò non si è verificato nella prima metà del periodo. La mancanza di comovimento è stata particolarmente evidente nel 1993 e nel 1994, quando la crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni si è rafforzata, mentre quella del credito al consumo si è ulteriormente ridotta. Il fenomeno opposto si è osservato nel 1985 e nel 1986, quando la crescita del credito al consumo si è rafforzata, mentre quella dei mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato a ridursi (cfr. figura 4).

Questa assenza di sincronia negli andamenti può ovviamente riflettere numerosi fattori. In primo luogo, le varie categorie di prestito possono semplicemente essere influenzate da determinanti diverse che di per sé seguono profili ciclici differenti (cfr. le sezioni 3 e 4). In secondo luogo, potrebbero essersi verificati andamenti specifici in singoli paesi dell'area dell'euro con un forte impatto su particolari categorie di prestito e questo potrebbe aver distorto il rapporto con determinanti più fondamentali. Un esempio è costituito dalla vigorosa accelerazione della crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni a livello dell'area dell'euro nel 1993 e nel 1994, che in larga misura è imputabile all'impatto dei programmi di governo in Germania a seguito della riunificazione tedesca, in un periodo in cui gli andamenti del credito al consumo e delle altre tipologie di prestiti subivano ancora l'effetto negativo del rallentamento economico ²⁾. Un altro esempio è il vigoroso

Figura 5 Prestiti alle famiglie per tipologia di intermediario

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

incremento della crescita del credito al consumo a livello dell'area dell'euro nel 1985 e nel 1986, che potrebbe riflettere in larga misura l'impatto di modifiche strutturali nel settore bancario, come la legge bancaria francese del 1984 e le riforme del settore finanziario in Francia del 1985-1986 ³⁾.

Un'ultima questione nella valutazione del profilo di crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie è il grado in cui esso è influenzato da uno spostamento della fonte di indebitamento dalle IFM ad altri settori, come le società di assicurazione o le società specializzate nei prestiti. I dati disponibili dai conti per settore dell'area dell'euro suggeriscono che, nel complesso, tali influenze sono state limitate negli ultimi anni. Una eccezione a tale riguardo è stata associata alle operazioni di cartolarizzazione *pro soluto* su larga scala del 2003, con cui le IFM hanno rimosso prestiti dal bilancio vendendoli a società veicolo (*special-purpose vehicles*), che fanno parte del settore degli altri intermediari finanziari. In tale caso, l'andamento dei prestiti detenuti da istitu-

2) Cfr. l'articolo *The development of bank lending to the private sector* nel numero di ottobre 2002 del Rapporto mensile della Deutsche Bundesbank.

3) Cfr. lo studio *Developments in France's banking system since the late 1960s* nel Rapporto annuale del 2002 della Commission Bancaire.

zioni diverse dalle IFM andrebbe probabilmente analizzato congiuntamente a quello dei prestiti delle IFM per meglio comprendere il profilo di quest'ultimo (cfr. figura 5).

Nel complesso, i fatti stilizzati descritti in questa sezione mostrano che gli andamenti dei prestiti delle IFM nel periodo a partire dal 1980 presentano molte sfaccettature e suggeriscono che è poco probabile che una serie limitata di determinanti macroeconomiche tradizionali possano fornire spiegazioni coerenti per l'intero periodo.

3 PRESTITI TOTALI ALLE FAMIGLIE E RELATIVE DETERMINANTI

L'andamento dell'indebitamento delle famiglie è l'esito dell'interazione di forze dal lato sia della domanda sia dell'offerta. Tuttavia, la classificazione dei fattori nel lato della domanda o dell'offerta non è sempre immediata, dal momento che alcune variabili possono influire sulla dinamica dei prestiti da entrambi i lati. Questa sezione individua e raggruppa le principali determinanti dei prestiti totali alle famiglie nelle seguenti ampie categorie: (i) variabili di scala; (ii) variabili connesse alle condizioni di finanziamento; (iii) variabili connesse alla posizione di bilancio delle famiglie in senso più ampio; (iv) fattori connessi alle modifiche strutturali del settore bancario; (v) altri fattori. Va notato che, anche se questa distinzione fra fattori può essere utile ai fini della presentazione, è la loro interazione che determina congiuntamente la dinamica dell'indebitamento delle famiglie. In effetti, la capacità di indebitamento delle famiglie dipende fra l'altro dal loro reddito, dalle condizioni di finanziamento che sono loro offerte, dal livello esistente di debito, dalla durata tipica dei prestiti che è per loro disponibile e dalla loro ricchezza finanziaria e immobiliare.

LE VARIABILI DI SCALA

Le famiglie accendono prestiti in genere per finanziare spese di consumo e di investimento che non possono o non vogliono finanziare mediante redditi correnti e/o risparmio. Stando alle ipotesi del modello del ciclo vitale, le famiglie usano

tali debiti finanziari per distribuire le proprie spese nel tempo in linea con i redditi attesi nel corso della intera vita. In linea di principio, non dovrebbe quindi esserci un comovimento visibile fra il debito, da un lato, e le spese, dall'altro, che colgono l'entità delle transazioni di fondo che generano il fabbisogno finanziario delle famiglie (come i consumi privati e gli investimenti in immobili residenziali). Tuttavia, se i mercati dei capitali sono imperfetti e le famiglie sono quindi limitate negli importi che possono prendere in prestito a fronte dei loro redditi futuri, i vincoli di liquidità creano il presupposto per una correlazione positiva fra l'andamento dei debiti finanziari delle famiglie e le variabili di scala⁴. In tale situazione, le variabili di scala come l'attività economica generale o il reddito disponibile delle famiglie riflettono la capacità di indebitamento delle stesse, dal momento che livelli più elevati di reddito possono sostenere un maggiore onere per il rimborso del debito, consentendo così alle famiglie di assumere un debito più elevato⁵. Nel contempo, tali variabili di scala incidono anche sull'offerta di prestiti influenzando la valutazione dei prestatori in merito ai rischi macroeconomici e, di conseguenza, la loro propensione a erogare prestiti.

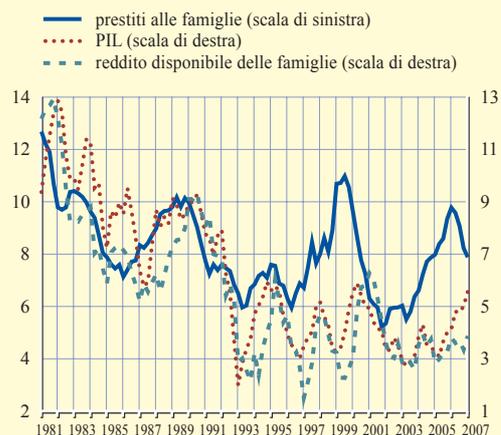
Dal momento che i prestiti totali delle IFM alle famiglie comprendono l'indebitamento contratto per una vasta gamma di finalità, ci si attenderebbe che la loro evoluzione sia connessa all'andamento di indicatori economici generali e non a variabili che sono specifiche ad un particolare fabbisogno finanziario. Di fatto, la figura 6 mostra che i prestiti totali delle famiglie hanno seguito relativamente da vicino l'evoluzione dell'attività economica generale, rappresentata dal PIL in termini nominali, e quella del reddito disponibile delle famiglie nella prima metà del

4) A differenza dell'andamento ciclico, anche in caso di assenza di imperfezioni del mercato dei capitali, l'evoluzione a lungo termine dell'indebitamento delle famiglie dovrebbe essere connessa all'andamento a lungo termine delle variabili di scala, che delineano le attese delle famiglie relativamente al reddito dell'intera vita o reddito permanente.

5) Ciò nonostante, è prevedibile che le famiglie approfittino di un aumento di reddito, soprattutto se di natura transitoria, al fine di ridurre il proprio indebitamento.

Figura 6 Prestiti delle IFM alle famiglie, PIL e reddito

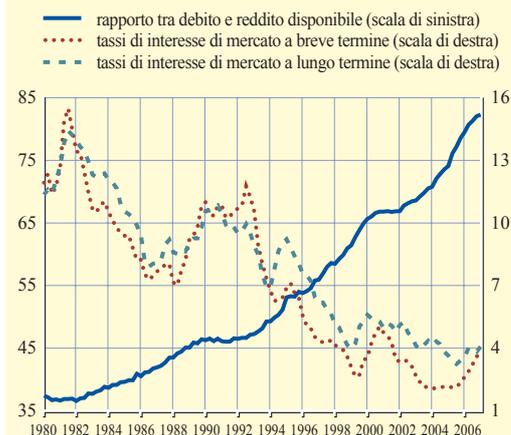
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE e Eurostat.

Figura 7 Rapporto tra debito e reddito disponibile del settore famiglie e tassi di interesse

(valori percentuali; valori percentuali su base annua)



Fonti: BCE e Eurostat.

Nota: il debito del settore delle famiglie si riferisce alle consistenze in essere dei prestiti totali delle IFM alle famiglie.

periodo in esame, dal 1980 al 1993. Successivamente, l'influenza di altri fattori di natura sia congiunturale sia strutturale, analizzati di seguito, sembra aver ridotto in qualche misura la forza di questa relazione.

LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Le condizioni di finanziamento comprendono il costo del finanziamento nonché altre caratteristiche del contratto di prestito, come la scadenza di quest'ultimo. Nel costo del finanziamento sono compresi i costi per interessi e altri costi come le commissioni. Inoltre, in alcuni paesi sui pagamenti per interessi incidono agevolazioni e imposte dirette e indirette, soprattutto nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, il che suggerisce che il costo del finanziamento rilevante ai fini delle decisioni di indebitamento delle famiglie è una misura al netto delle imposte⁶⁾. Un costo di finanziamento più elevato riduce sia la propensione sia la capacità delle famiglie di contrarre debito e quindi è probabile che abbia un effetto negativo sulla domanda di prestiti da parte delle famiglie. L'andamento del costo di finanziamento può inoltre incidere sulla propensione dei prestatori a finanziare le famiglie, benché in questo caso la direzione dell'effetto non sia chiara. Sebbene in linea di principio

possa aumentare l'offerta di credito, un tasso sui prestiti più elevato potrebbe avere un effetto avverso sulla valutazione da parte dei prestatori dei rischi connessi all'erogazione di prestiti alle famiglie, riducendone così la propensione a offrire finanziamenti.

Per gran parte del periodo in esame non sono disponibili informazioni sui tassi bancari applicabili ai prestiti alle famiglie nell'area dell'euro. Data questa limitazione, il costo dell'indebitamento è approssimato nella figura 7 dai tassi di interesse di mercato a breve e a lungo termine. Come illustrato nella figura, la relazione fra il costo dell'indebitamento e la dinamica del debito delle famiglie nell'area dell'euro è chiaramente negativa: all'andamento complessivamente calante dei tassi di interesse di mercato a breve e a lungo termine nel periodo a partire dal 1980 corrisponde un protratto incremento del rapporto fra debito e reddito. Inoltre, aumenti sporadici dei tassi di interesse in questo periodo sembrano coincidere con una stabilizzazione dell'indebitamento delle famiglie (ad es. fra gli

6) Cfr. Wolswijk, G. (2005), *On some fiscal effects on mortgage debt growth in the EU*, Working Paper della BCE n. 526, settembre.

inizi del 1980 e gli inizi del 1982, fra metà del 1989 e la fine del 1992 e nel 2001). L'incremento più marcato dell'indebitamento delle famiglie a partire dal 1993 sembra essere connesso, fra l'altro, al netto calo dei tassi di interesse avvenuto con il passaggio a un assetto di politica monetaria credibile e con inflazione contenuta nel contesto dell'UEM.

LA POSIZIONE DI BILANCIO DELLE FAMIGLIE

È probabile che la dinamica dell'indebitamento delle famiglie sia strettamente correlata all'andamento delle attività del loro bilancio. Ad esempio, una maggiore ricchezza delle famiglie (in particolare se di natura immobiliare) può incrementare la capacità delle famiglie di assumere prestiti e la propensione dei prestatori a fornire finanziamenti dal momento che, essendo usata come garanzia, può in parte attenuare le frizioni informative che il processo di erogazione del prestito comporta, consentendo così un maggiore flusso di fondi alle famiglie in termini più favorevoli. Nel contempo, una maggiore ricchezza può anche corrispondere a un accresciuto fabbisogno finanziario se, ad esempio, riflette un incremento dei prezzi delle abitazioni e, quindi, l'esigenza di raccogliere maggiori capitali per acquisire lo stesso ammontare di attività. Inoltre, una maggiore ricchezza aumenta la possibilità di accrescere o di meglio distribuire nel tempo la spesa per consumi e investimenti, dove almeno una parte di questo processo di distribuzione sarà finanziato da un maggior ricorso al mercato dei prestiti. Il prelievo di capitale immobiliare (*mortgage equity withdrawal*) è un esempio significativo.

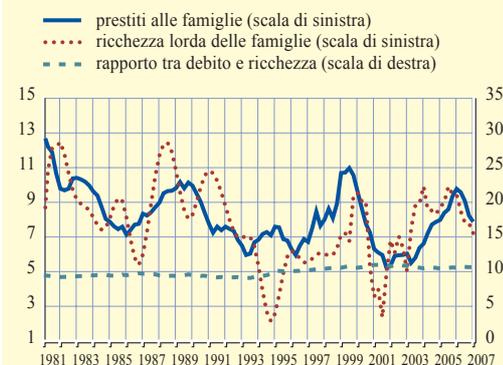
La figura 8 illustra la relazione fra la crescita dei prestiti totali delle IFM alle famiglie e la crescita della ricchezza lorda delle famiglie (ovvero la somma della ricchezza finanziaria e immobiliare). La relazione sembra essere relativamente forte, soprattutto nel periodo a partire dal 1996. In particolare, attorno al volgere del secolo il fenomeno di forte ascesa e repentino calo (*boom and bust*) dei mercati azionari, riconducibile alle tecnologie dell'informazione, avrebbe influenzato la dinamica dei prestiti at-

traverso l'effetto sulla ricchezza delle famiglie, il cui tasso di crescita sul periodo corrispondente è notevolmente aumentato fino a metà 2000 per poi diminuire drasticamente. Ciò nonostante, il rallentamento della crescita della ricchezza e dei prestiti, a seguito del repentino calo sospinto dalle tecnologie dell'informazione, è stato moderato dal perdurare di un vigoroso incremento dei prezzi degli immobili residenziali. Inoltre, la crescita robusta dei prestiti alle famiglie nel periodo a partire dalla metà del 2003 è stata sostanzialmente in linea con l'evoluzione della ricchezza totale. La stretta connessione fra i due lati del bilancio delle famiglie è evidente altresì nel rapporto relativamente stabile fra debito e ricchezza, che ha oscillato attorno al 10 per cento nell'intero periodo in esame.

Un fattore aggiuntivo connesso alla più ampia posizione di bilancio delle famiglie che interessa la domanda di prestiti è il livello di debito che le famiglie hanno già contratto. Più in particolare, tanto più elevato è il livello del debito esistente, quanto minore è la capacità delle famiglie di onorare il servizio del debito aggiuntivo e, di conseguenza, quanto minore è la loro

Figura 8 Prestiti delle IFM alle famiglie e ricchezza

(variazioni percentuali sui dodici mesi; valori percentuali)

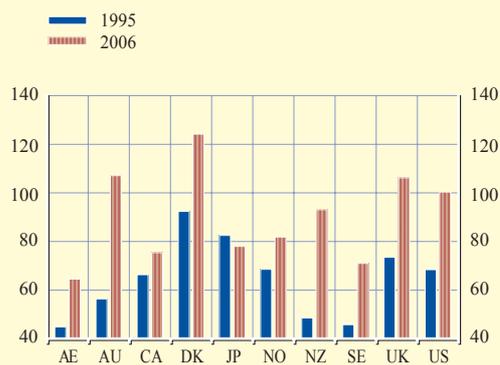


Fonte: BCE.

Note: la ricchezza lorda delle famiglie comprende la ricchezza finanziaria lorda e quella immobiliare. I dati sulla ricchezza finanziaria sono basati su numerosi fonti. Essi sono stati costruiti sulla base dei conti economici e finanziari integrati trimestrali dell'area dell'euro e sulla base di dati nazionali. Per maggiori informazioni sulla metodologia sottostante le stime dei dati di ricchezza immobiliare, cfr. il riquadro 5 intitolato *Stime della ricchezza immobiliare per le famiglie nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2006 di questo Bollettino.

Figura 9 Debito delle famiglie nell'area dell'euro e in alcuni paesi

(in percentuale del PIL nominale)



Fonti: BCE, Eurostat, BRI, OCSE, Federal Reserve, Bank of Japan, Reserve Bank of New Zealand and Sveriges Riksbank.

Note: AE si riferisce all'area dell'euro. Il debito delle famiglie è qui definito come consistenze totali delle passività delle famiglie e delle associazioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, rispetto ai soli prestiti delle IFM. Inoltre, i numeri non sono necessariamente del tutto confrontabili tra paesi a causa delle differenze nella classificazione dei settori istituzionali. I dati per la Danimarca sono disponibili solo per il periodo dal 1998.

domanda di nuovi prestiti. A tale riguardo, il forte incremento del debito delle famiglie nel periodo a partire dal 1993 è anche in parte connesso al livello ancora relativamente basso dell'indebitamento delle famiglie, rispetto a paesi industrializzati quali Stati Uniti, Regno Unito o Giappone, come riportato nella figura 9. Benché il livello di indebitamento sia un fattore importante che influisce sulla crescita dei prestiti alle famiglie, nell'effettuare raffronti fra paesi vanno nondimeno considerate anche le differenze di altre determinanti, come la dinamica del mercato immobiliare.

FATTORI CONNESSI ALLE MODIFICHE STRUTTURALI DEL SETTORE BANCARIO

La maggior parte dei fattori delineati finora influisce sia sulla domanda sia sull'offerta di prestiti alle famiglie. I fattori che tendono a esercitare un'influenza sulla dinamica dell'indebitamento delle famiglie principalmente dal lato dell'offerta sono quelli connessi all'evoluzione del settore bancario. Tale evoluzione riguarda variazioni graduali, di natura strutturale, nei mercati dei prestiti alle famiglie. Un esempio significativo a questo proposito è il processo di

deregolamentazione e liberalizzazione dei mercati finanziari verificatosi nei paesi dell'area dell'euro, principalmente negli anni ottanta e nei primi anni novanta⁷⁾.

In precedenza, i prestiti alle famiglie erano spesso disponibili solo attraverso istituzioni specializzate con uno status privilegiato (ad esempio beneficiarie di agevolazioni fiscali o di finanziamento, oppure di garanzie implicite o esplicite delle amministrazioni pubbliche). Inoltre, i tassi di interesse sui prestiti, e per quello che rileva sui depositi, erano spesso regolamentati. In aggiunta, gli importi dei prestiti erano spesso soggetti a limiti quantitativi o a una durata massima. A seguito della regolamentazione così puntuale, una quota considerevole di famiglie era di fatto esclusa dal mercato creditizio, dando luogo a una significativa domanda non soddisfatta di prestiti. L'eliminazione delle restrizioni all'erogazione di prestiti alle famiglie nel contesto della deregolamentazione e liberalizzazione dei mercati finanziari ha consentito alle famiglie in precedenza escluse di soddisfare tale domanda, dopo un periodo di "apprendimento".

È probabile che le condizioni di finanziamento per le famiglie siano migliorate anche per le accresciute pressioni concorrenziali che i prestatori di fondi alle famiglie hanno dovuto fronteggiare a seguito dell'apertura del mercato, pressioni che sono state accentuate dal processo di integrazione finanziaria europea. Per il periodo a partire dal 2003, questi miglioramenti sono stati visibili nei risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema. Nel contempo, l'accresciuta concorrenza ha favorito un'ondata di innovazione finanziaria che ha comportato una più ampia gamma di prodotti di prestito, come ad esempio i mutui per l'acquisto di abitazioni con opzioni di rimborso flessibili, i prestiti a tasso variabile con rate fisse (i cosiddetti prestiti "a fisarmonica") e i prodotti di prestito che consentono alle famiglie il pre-

7) Per una trattazione della deregolamentazione del mercato dei mutui ipotecari nei paesi dell'OCSE, cfr. Girouard, N. e Blöndal, S. (2001), *House prices and economic activity*, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE, n. 279.

lievo di capitale immobiliare⁸⁾. Inoltre, nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, è probabile che sull'indebitamento delle famiglie abbiano avuto ripercussioni anche le modifiche di pratiche bancarie specifiche, per quanto riguarda, ad esempio, l'importo massimo di finanziamento che le banche sono disposte a fornire a fronte del valore della proprietà acquistata (il rapporto fra prestito e valore della garanzia).

In questo contesto, la partecipazione al mercato creditizio è aumentata, un'evoluzione che è confermata dai risultati dell'indagine del Panel delle famiglie della Comunità europea (*European Community Household Panel*, ECHP). L'indagine copre solo gli anni dal 1994 al 2001, ma mostra che in questo periodo la quota di famiglie dell'area dell'euro che ha contratto debiti è aumentata di circa 3 punti percentuali⁹⁾.

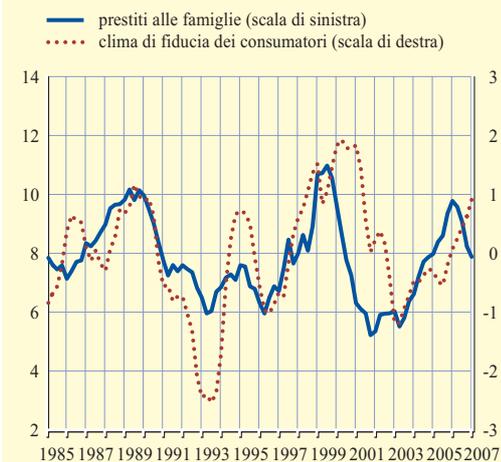
Le innovazioni finanziarie hanno anche influito sulle modalità con cui i prestatori raccolgono i capitali (ad es. attraverso la cartolarizzazione) e gestiscono i rischi (ad es. ricorrendo ai *credit default swap*), avendo così anche un impatto positivo sull'offerta di prestiti alle famiglie. Tuttavia, andrebbe notato che, mentre la rilevanza di questi fattori non può essere ignorata, la loro misurazione è complessa e, di conseguenza, il loro influsso è spesso trascurato nella letteratura empirica.

ALTRI FATTORI

Oltre alle determinanti dell'evoluzione dei prestiti alle famiglie individuate in precedenza, sussistono alcuni importanti fattori che non rientrano in nessuna di queste categorie. Uno di questi fattori sono le attese riguardo ai redditi futuri. La decisione di una famiglia di accendere un prestito è essenzialmente la decisione di impegnarsi in spese nel periodo attuale che saranno pagate con redditi futuri. Ne discende che le attese delle famiglie circa le proprie prospettive future di occupazione e reddito determinano in larga misura la domanda di prestiti attuale. Analogamente, la valutazione dei prestatori delle prospettive di reddito delle famiglie influenza la loro propensione a concedere credito. Anche se le aspettative delle famiglie non sono direttamente osservabili, indicatori come il clima di fiducia dei

Figura 10 Prestiti delle IFM alle famiglie e clima di fiducia dei consumatori

(variazioni percentuali sui dodici mesi; saldi percentuali)



Fonte: BCE e Commissione Europea.

Nota: la serie del clima di fiducia dei consumatori è stata normalizzata.

consumatori e i tassi di disoccupazione possono essere utili misure *proxy* della propensione delle famiglie a finanziare spese correnti con redditi futuri.

La figura 10 mostra che la crescita dei prestiti alle famiglie sembra seguire abbastanza da vicino il clima di fiducia dei consumatori negli ultimi venti anni, anche in periodi come quello fra il 1998 e il 2000, quando la crescita dei prestiti è stata eccezionalmente elevata, significativamente al di sopra dei livelli che altre determinanti, come la crescita del PIL, avrebbero implicato. La vivace dinamica della crescita dei prestiti alle famiglie in questo periodo è stata probabilmente connessa alle attese positive delle famiglie circa la futura crescita economica e di reddito nel contesto del *boom* dei mercati azionari determinato dalle tecnologie dell'informazione.

8) Cfr. il riquadro 7 *The influence of mortgage product innovations on risks to household debt sustainability* nel numero di dicembre 2005 della pubblicazione della BCE *Financial Stability Review*.

9) L'indagine ECHP è terminata nel 2001. I regolamenti per il sostituto previsto come fonte di informazioni rilevanti, lo *EU Statistics on Income and Living Conditions* (EU-SILC), sono diventati pienamente applicabili solo nel 2007.

Un altro fattore che può avere una rilevanza significativa per l'andamento a più lungo termine dell'indebitamento delle famiglie sono le caratteristiche demografiche. Ad esempio, una popolazione più estesa o, per un determinato numero di abitanti, uno spostamento verso il basso della dimensione media delle famiglie tenderà a implicare una maggiore domanda di immobili e di conseguenza di mutui per l'acquisto di abitazioni, non da ultimo a causa dei possibili rincari degli immobili. Inoltre, la distribuzione per età della popolazione

può influire sull'andamento dei prestiti alle famiglie; ad esempio, famiglie giovani, che non hanno ancora accumulato una ricchezza significativa e hanno tuttavia un reddito basso rispetto ai redditi futuri, tendono a far maggior ricorso al credito al fine di finanziare le spese correnti.

Nel riquadro 2 sono riportate alcune evidenze indicative sull'impatto quantitativo delle varie determinanti dei prestiti totali alle famiglie nell'area dell'euro trattate in questa sezione.

Riquadro 2

LA MISURAZIONE DELL'IMPORTANZA RELATIVA DELLE DETERMINANTI DEI PRESTITI ALLE FAMIGLIE

Nell'articolo sono stati messi in evidenza i principali fattori che risultano essere rilevanti per interpretare l'andamento dell'indebitamento delle famiglie nell'area dell'euro. Tuttavia, sulla base di questa analisi descrittiva, non è possibile comprendere con chiarezza l'importanza relativa di ciascun fattore in ogni momento. È quindi necessario integrare la presentazione utilizzando tecniche aggiuntive. Il presente riquadro fornisce quindi alcune delucidazioni sull'impatto quantitativo delle principali determinanti della dinamica dei prestiti e sul modo in cui esso è variato nel tempo.

L'approccio adottato nel presente riquadro è di calcolare i contributi alla crescita dei prestiti totali delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro di una gamma selezionata di variabili, sulla base delle stime ottenute da un semplice modello econometrico. Le variabili del modello includono le principali determinanti individuate nell'articolo per cui sono disponibili dati e sono in linea con la prassi comune nella letteratura di riferimento. Più in dettaglio, si effettua una regressione dei prestiti alle famiglie (l) sul PIL (y), tassi di interesse di mercato a breve termine (str), tassi di interesse di mercato a lungo termine (ltr) e un indice di ricchezza delle famiglie (w)^{1), 2)}. I prestiti alle famiglie e il PIL sono espressi in logaritmi e tutte le variabili sono espresse in differenze prime e in termini reali. Nella stima, che copre il periodo dal primo trimestre del 1981 fino al primo trimestre del 2007, sono utilizzati anche due ritardi della variabile dipendente. L'equazione stimata³⁾ (i test t sono forniti fra parentesi) è la seguente:

$$\Delta l_t = 0.23\Delta y_t - 0.11\Delta str_{t-1} - 0.14\Delta ltr_{t-2} + 0.04\Delta w_t + 0.55\Delta l_{t-1} + 0.24\Delta l_{t-2} + \varepsilon_t$$

(2,1) (-2,5) (-3,7) (2,5) (5,2) (2,3)

- 1) L'indice di ricchezza delle famiglie è stato calcolato dividendo la ricchezza lorda nominale totale delle famiglie (ricchezza finanziaria e immobiliare) per il PIL nominale.
- 2) Altri fattori suggeriti nell'articolo, come ad esempio le variabili demografiche e la fiducia dei consumatori, non sono compresi nell'equazione finale stimata in quanto non danno risultati significativi.
- 3) Un approccio di modellizzazione più accurato e rigoroso comporta la stima di un modello vettoriale a correzione di errore (*vector error correction*), come ad esempio quello stimato nel caso dei prestiti totali al settore privato nell'area dell'euro in Calza, A., Manrique, M. e Sousa, J. (2003), *Aggregate loans to the euro area private sector*, Working Paper della BCE n. 202. Tale modello, tuttavia, non è attualmente disponibile per i prestiti alle famiglie. Andrebbe anche tenuto presente che la relazione fra l'aggregato di credito e alcune sue determinanti può essere soggetta a non linearità; cfr. ad esempio Kaufmann, S. e Valderrama, M. T. (2004), *Modeling credit aggregates*, Working Paper della Oesterreichische Nationalbank, n. 90.

Va notato che i tassi di mercato a breve e lungo termine rientrano nell'equazione stimata rispettivamente con uno e due ritardi, rispecchiando la durata del processo di trasmissione dal mercato ai tassi di prestito bancari nonché la reazione generalmente lenta della domanda di prestiti da parte delle famiglie alle variazioni dei tassi sui prestiti.

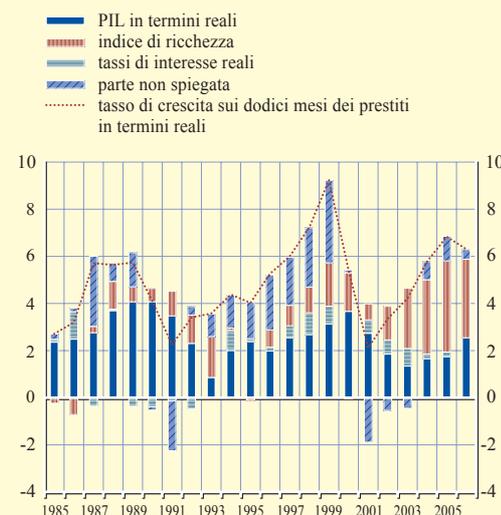
I coefficienti ottenuti dall'equazione stimata possono essere usati per scomporre il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali alle famiglie nei contributi delle varie determinanti. Come illustrato nella figura, gli andamenti del PIL in termini reali e la ricchezza delle famiglie sono le principali determinanti della dinamica di indebitamento delle famiglie nell'intero periodo. Tuttavia, come osservato anche nell'articolo, l'impatto del PIL in termini reali sembra dominare nella prima parte del periodo, mentre la sua importanza relativa diminuisce nella seconda metà, soprattutto a partire dal 2002 quando la ricchezza spiega gran parte della crescita dei prestiti nel contesto di forti incrementi dei prezzi degli immobili residenziali. Il contributo dell'andamento dei tassi di interesse reali è stato prevalentemente positivo dal 1994 in poi, rispecchiando il marcato calo dei tassi di interesse nel periodo precedente la Terza fase dell'UEM e il loro successivo basso livello.

Sebbene per gran parte del periodo in esame le determinanti fondamentali utilizzate nella stima sembrano determinare gran parte della crescita dell'indebitamento delle famiglie, vi sono occasioni in cui la parte della dinamica dei prestiti non spiegata da questi fattori è alquanto ampia. Nella misura in cui tali episodi sono connessi a eventi eccezionali isolati, ciò non dovrebbe necessariamente costituire motivo di preoccupazione, dato l'obiettivo dell'esercizio. Tuttavia, emerge che il modello sottostima sistematicamente la crescita dei prestiti alle famiglie nel periodo dal 1993 al 1999. Ciò è riconducibile presumibilmente all'influenza di alcuni fattori non colti dalle variabili comprese nella stima. In effetti, nell'articolo si argomenta che durante questo periodo sulla dinamica dei prestiti ha influito probabilmente il processo di deregolamentazione e liberalizzazione dei mercati finanziari. Inoltre, la transizione verso un assetto con inflazione contenuta e politica monetaria credibile in previsione dell'ingresso nell'UEM, almeno in alcuni paesi dell'area dell'euro, ha favorito la crescita dei prestiti ben oltre l'effetto diretto delle variazioni nel breve periodo dei tassi di interesse. Infine, anche attese particolarmente positive riguardo alle prospettive di reddito futuro nel contesto del *boom* generato dalle tecnologie dell'informazione nell'ultima parte di questo periodo sembrano aver incoraggiato le famiglie a contrarre maggior debito.

Nel complesso, i risultati presentati suggeriscono che, sebbene l'importanza relativa dei fattori sottostanti la dinamica dei prestiti alle famiglie sia cambiata nel periodo considerato, il PIL in termini reali e la ricchezza restano le principali determinanti dell'indebitamento delle famiglie.

Scomposizione della crescita dei prestiti delle famiglie

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: gli effetti dei tassi di interesse reali incorporano l'impatto delle variazioni dei tassi di interesse di mercato sia di breve sia di lungo termine. L'effetto della variabile dipendente ritardata (Δl_{t-1} e Δl_{t-2}) è stato allocato in maniera ricorsiva alle altre variabili esplicative usate nella stima. A causa delle necessità di introdurre variabili ritardate nella stima, il periodo indicato nel grafico ha dovuto essere ridotto al 1985-2006.

Nel contempo, i fattori omessi nell'analisi sembrano aver avuto un effetto significativo sull'andamento della crescita dei prestiti nel periodo dal 1993 al 1999. Purtroppo, tuttavia, le misure quantitative di questi fattori non sono immediatamente disponibili per l'area dell'euro.

4 PRESTITI ALLE FAMIGLIE PER FINALITÀ E ALCUNE DETERMINANTI SPECIFICHE

I fattori discussi nella precedente sezione non erano specifici per nessuna finalità particolare di indebitamento. Tuttavia, quando l'attenzione dell'analisi si sposta sulle singole componenti dei prestiti totali alle famiglie, è presumibile che determinanti più specifiche per la finalità di singole categorie di prestito forniscano maggiori informazioni. Questa sezione valuta se tali potenziali determinanti specifiche per finalità possono fornire indicazioni aggiuntive rispetto alle determinanti più generiche.

MUTUI ALLE FAMIGLIE PER L'ACQUISTO DI ABITAZIONI

I mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, data la finalità specifica, dovrebbero variare in linea con le variabili che colgono l'andamento dell'attività dei mercati degli immobili residenziali. La figura 11 illustra la relazione fra il tasso di crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni e

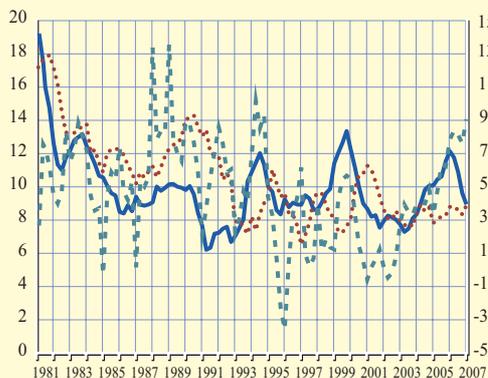
quello degli investimenti in immobili residenziali. Nonostante le due serie si muovano sostanzialmente insieme, la loro relazione non risulta essere così stretta: di fatto, è più debole di quella fra i mutui per l'acquisto di abitazioni e le variabili di scala più generiche come il reddito disponibile delle famiglie. Ciò riflette l'elevata volatilità degli investimenti in immobili residenziali nonché il fatto che questa serie non coglie le transazioni nel mercato secondario per le abitazioni, cui in genere è riconducibile la maggior parte delle transazioni immobiliari complessive. Una variabile più adeguata a cogliere l'attività del mercato degli immobili residenziali sarebbe il volume complessivo delle contrattazioni nel mercato degli immobili residenziali, per il quale però non sono disponibili stime affidabili per l'area dell'euro.

Quanto alle determinanti connesse alla posizione finanziaria più ampia delle famiglie, la figura 12 mostra che una visione più allargata dei bilanci delle famiglie, come quella offerta dalla ricchezza totale, riesce meglio a spiegare l'an-

Figura 11 Mutui delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, reddito e investimenti

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

— mutui per l'acquisto di abitazioni (scala di sinistra)
 reddito disponibile delle famiglie (scala di destra)
 - - - investimenti in immobili residenziali (scala di destra)

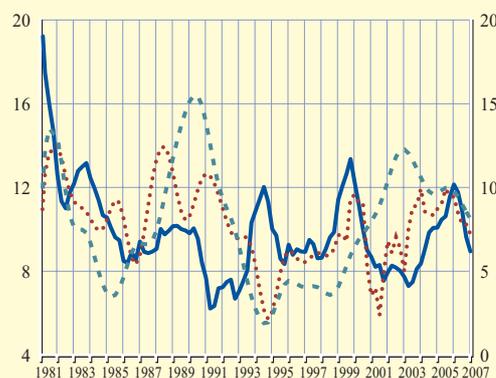


Fonti: BCE e Eurostat.

Figura 12 Mutui delle IFM alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e ricchezza delle famiglie

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

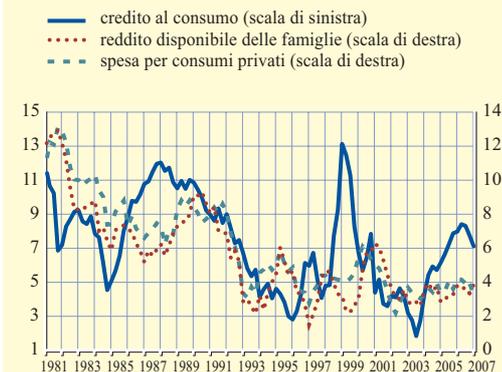
— mutui per l'acquisto di abitazioni (scala di sinistra)
 ricchezza lorda totale (scala di destra)
 - - - ricchezza immobiliare (scala di destra)



Fonti: BCE.
 Nota: cfr. note alla Figura 8.

Figura 13 Credito al consumo, reddito e consumo

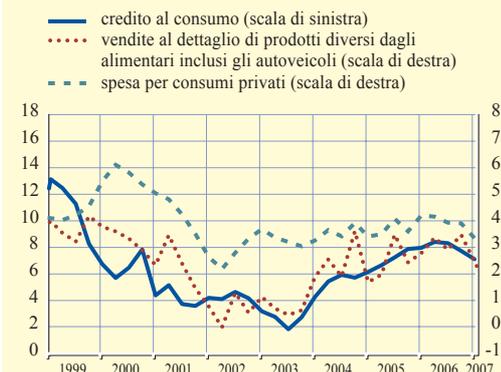
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE e Eurostat.

Figura 14 Credito al consumo, consumo e vendite al dettaglio

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: il tasso di crescita delle vendite al dettaglio di prodotti diversi dagli alimentari inclusi gli autoveicoli è una media ponderata del tasso di crescita delle vendite al dettaglio nominali di prodotti diversi dagli alimentari e di quello di un indice delle vendite di autoveicoli basato sulla registrazioni di nuove automobili corretti in basi agli indici di prezzo rilevanti. I pesi sono basati sulle quote relative di questi beni sulla spesa per consumi privati.

damento dei mutui per l'acquisto di abitazioni rispetto a una più mirata, limitata esclusivamente alla ricchezza immobiliare. Ciò potrebbe essere dovuto all'allineamento più stretto fra ricchezza totale e ciclo economico. La relazione fra la ricchezza immobiliare e i mutui per l'acquisto di abitazioni è stata sorprendentemente debole in tutto il periodo considerato. Ciò potrebbe riflettere in qualche misura il fatto che l'aumento dei prezzi delle abitazioni, cui è largamente imputabile l'andamento della ricchezza immobiliare, non coincide sempre con un incremento delle transazioni nel mercato immobiliare, che stanno alla base della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni.

CREDITO AL CONSUMO

In linea di principio, il credito al consumo è utilizzato per finanziare la spesa per consumi e, a meno che ciò non determini una completa distribuzione dei consumi nel tempo, gli andamenti delle due serie dovrebbero mostrare un comovimento relativamente stretto. La figura 13 suggerisce che l'evidenza empirica per tale comovimento nell'area dell'euro è contrastante. Sebbene le due serie tendano a variare in parallelo per gran parte del periodo in esame, tal-

volta le relative dinamiche divergono in maniera considerevole; questo profilo è stato osservato anche nella relazione fra il credito al consumo e una variabile di scala più ampia come il reddito disponibile delle famiglie. Ciò è particolarmente evidente durante gli episodi di forte incremento dei prezzi delle attività. In questi casi è possibile che le famiglie utilizzino una parte maggiore del loro reddito e/o risparmio per finanziare l'acquisizione di attività finanziarie e reali. Ciò comporta un accresciuto ricorso al credito al consumo al fine di mantenere il livello di consumi desiderato.

Inoltre, la debole correlazione osservata fra il credito al consumo e i consumi privati è in parte connessa al fatto che i consumi delle famiglie comprendono un elemento considerevole che in genere non è considerato come finanziato mediante credito, ad esempio gli acquisti di articoli dal prezzo contenuto come i prodotti alimentari (comprese bevande e tabacco) o spese periodiche come i canoni di locazione. In effetti, le famiglie in genere domandano credito al consumo per finanziare l'acquisto di articoli dal prezzo considerevole come mobili, elettrodomestici e autoveicoli. La figura 14 mostra la relazione fra

il credito al consumo e una misura più rilevante della spesa per consumi che con maggiori probabilità viene finanziata dal credito, disponibile solo dal 1999. Questa misura, che comprende le vendite al dettaglio di prodotti diversi dagli alimentari e le spese per autoveicoli, mostra un andamento più simile a quello del credito al consumo.

ALTRE TIPOLOGIE DI PRESTITI ALLE FAMIGLIE

Come evidenziato nel riquadro 1, le altre tipologie di prestiti coprono prestiti contratti per finalità eterogenee che possono comprendere, ad esempio, il finanziamento di consumi e spese per investimenti in attività economiche. Ciò fa sì che non sia immediata l'individuazione di una variabile di scala appropriata al caso di questa categoria di prestiti.

La figura 15 illustra le varie finalità dei prestiti classificati come altre tipologie di prestiti alle famiglie mettendo in relazione la loro evoluzione con quella del credito al consumo e quella dei prestiti alle società non finanziarie. Nell'intero periodo considerato tutte e tre le serie seguono profili relativamente simili. Tuttavia, mentre la

relazione fra le altre tipologie di prestiti alle famiglie e i prestiti alle società non finanziarie è più forte nella prima metà del periodo in esame, successivamente essa sembra venire meno e nella seconda metà del periodo l'evoluzione degli altri prestiti sembra essere più strettamente connessa a quella del credito al consumo.

Nel complesso, le determinanti specifiche che, in prima istanza, ci si aspetterebbe che fossero in stretta relazione con singole categorie di prestiti delle IFM alle famiglie non risultano essere più adeguate a spiegare la dinamica dei prestiti rispetto a determinanti più generiche. Benché una scomposizione dei prestiti alle famiglie per finalità fornisca di per sé informazioni importanti, risulta quindi difficile comprendere meglio i fattori alla base della dinamica dei prestiti totali esaminando i fattori alla base delle singole categorie di prestito.

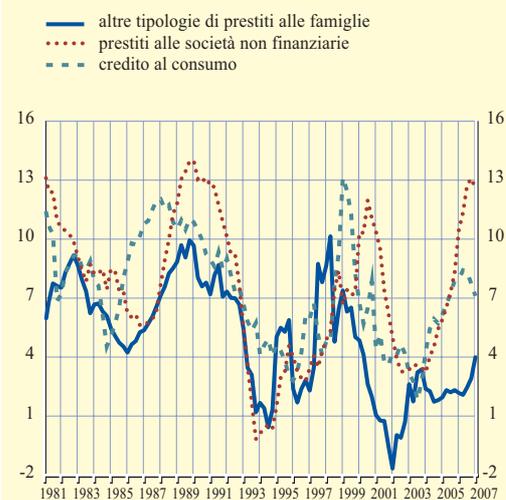
5 CONCLUSIONI

Il presente articolo ha analizzato i principali profili dei dati storici di recente disponibili sui prestiti delle IFM alle famiglie negli ultimi venticinque anni. Osservando le oscillazioni cicliche, la dinamica dei prestiti alle famiglie è stata mediamente più vigorosa della crescita del reddito disponibile, determinando un accresciuto indebitamento del settore. Nel contempo, gli andamenti delle singole categorie di prestito hanno presentato talvolta differenze sostanziali, con il ruolo dei mutui per l'acquisto di abitazioni che diventa sempre più dominante negli anni.

Emerge che, mentre le determinanti macroeconomiche tradizionali possono adeguatamente spiegare la dinamica dell'indebitamento per una parte significativa del periodo in esame, vi sono episodi in cui anche fattori particolari svolgono un ruolo decisivo. Fra questi ultimi si annoverano le modifiche strutturali connesse alla deregolamentazione dei mercati bancari e all'innovazione finanziaria, il passaggio a un assetto di politica monetaria credibile e con inflazione contenuta nel contesto dell'UEM, nonché le pronunciate variazioni delle attese di reddito

Figura 15 Altre tipologie di prestiti delle IFM alle famiglie, credito al consumo e prestiti delle IFM alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

durante la fase di forte ascesa e repentino calo dei mercati azionari imputabile alle tecnologie dell'informazione.

Nel complesso, l'attività economica generale, misurata dal PIL, risulta essere stata la principale determinante alla base dell'andamento dei prestiti nella prima metà del periodo in esame. Nella seconda metà, tuttavia, l'impor-

tanza di questo fattore è diminuita mentre la ricchezza delle famiglie ha assunto un ruolo sempre più importante. In questo contesto, la valutazione della forza e dell'andamento dell'indebitamento delle famiglie negli ultimi anni dipende inevitabilmente dalla sostenibilità delle valutazioni dei prezzi delle attività, che in larga misura determina l'evoluzione della ricchezza delle famiglie.

ARTICOLI

Andamenti a lungo termine dei prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro: principali profili e determinanti



IL SISTEMA DELLE GARANZIE DEL FEDERAL RESERVE SYSTEM, DELLA BANCA DEL GIAPPONE E DELL'EUROSISTEMA ¹⁾

I sistemi delle garanzie di cui si sono dotati il Federal Reserve System, la Banca del Giappone e l'Eurosistema per sostenere l'attuazione della politica monetaria poggiano su principi analoghi, che ciascuna banca centrale ha tuttavia applicato in modi diversi alla luce dei propri vincoli economici e istituzionali specifici. Scopo di questo articolo è un raffronto tra tali sistemi. La prima sezione illustra il motivo per il quale le banche centrali erogano prestiti solo a fronte di garanzie e descrive i principi fondamentali che guidano la strutturazione del sistema delle garanzie. La seconda affronta i vincoli di ciascuna banca centrale e il modo in cui questi hanno influito sulla suddetta strutturazione. La terza mette a confronto i criteri di idoneità e le misure di controllo del rischio, mentre la quarta offre alcuni dati sui volumi di attività idonee disponibili alle controparti delle tre regioni e sull'utilizzo delle diverse attività come garanzia. La quinta valuta gli sforzi dispiegati da ciascuna banca centrale per evitare di distorcere il mercato nell'attuazione del suo sistema di garanzia e la sesta conclude.

I PERCHÉ LE BANCHE CENTRALI EROGANO PRESTITI SOLO A FRONTE DI GARANZIE

Tutte e tre le istituzioni forniscono liquidità al settore bancario ricorrendo principalmente alle operazioni di mercato aperto, che possono essere definitive o temporanee. Le prime consistono nell'acquisto sul mercato aperto di attività che restano sui bilanci della banca centrale e determinano di conseguenza un aumento permanente delle disponibilità delle banche in moneta di banca centrale, mentre le seconde comportano l'erogazione alle banche di moneta di banca centrale con una scadenza di rimborso fissa e generalmente breve. Tali operazioni consentono di gestire le condizioni marginali di liquidità sul mercato interbancario per le riserve *overnight*, controllando l'evoluzione dei tassi di interesse del mercato monetario a brevissimo termine in modo da attuare le decisioni di politica monetaria.

Le tre banche centrali effettuano anche altre due tipologie principali di operazioni di credito, Lombard e infragiornaliero. La prima – nota come “operazione di rifinanziamento marginale” nell'Eurosistema, “facilitazione di credito primario” (*primary credit facility*) nel Federal Reserve System e “facilitazione di credito complementare” nel contesto della Banca del Giappone – offre al mercato interbancario una valvola di sicurezza: ove non riescano a reperire la liquidità necessaria sul mercato, le banche possono comunque ottenerla dalla banca centrale, sebbene a un tasso superiore ²⁾. La seconda

fornisce su base infragiornaliera i saldi operativi di cui gli enti creditizi necessitano per effettuare i loro pagamenti.

Per tutte queste diverse tipologie di operazioni di credito (di mercato aperto, Lombard e infragiornaliero), la banca centrale chiede alle controparti di depositare delle attività in garanzia ³⁾. Ciò ha lo scopo principale di preservare in modo efficace ed efficiente la solidità degli attivi della banca centrale stessa, un aspetto che può essere approfondito da vari punti di vista:

- I crediti erogati a fronte di garanzie comportano un livello inferiore di complessità operativa rispetto ai prestiti non garantiti, nel senso che si riduce ad esempio la necessità

- 1) I commenti, le valutazioni e i giudizi sul sistema delle garanzie o sulle metodologie delle altre banche centrali riportati in questo articolo sono esclusivamente riferibili alla BCE e non rispecchiano necessariamente il punto di vista degli altri soggetti. Ai fini di questo articolo, l'espressione “banca centrale” viene riferita in modo generico non solo a una singola banca centrale ma anche ai sistemi di banche centrali quali l'Eurosistema e il Federal Reserve System.
- 2) Negli Stati Uniti, fino alla riforma della finestra di sconto del Federal Reserve System nel 2003, i prestiti venivano erogati soltanto su base discrezionale a tassi inferiori a quelli di mercato. Esistevano tuttavia alcune eccezioni, quali una facilitazione speciale di liquidità con un tasso superiore al mercato introdotta alla fine del 1999 per allentare le pressioni di liquidità durante il passaggio al nuovo secolo. In Giappone la facilitazione di credito complementare è stata introdotta nel 2001.
- 3) Il Federal Reserve System non richiede il deposito di garanzie per il credito infragiornaliero se non in circostanze particolari (ad esempio se la controparte necessita di ulteriore capacità infragiornaliera oltre il massimale previsto per la sua posizione debitoria netta, o se sussistono timori quanto alle condizioni finanziarie della controparte).

di controllare molto attivamente il merito di credito delle controparti nonché di calcolare e seguire nel tempo i limiti di credito. Inoltre, la concessione di prestiti non garantiti comporta un alto grado di discrezionalità e potrebbe pertanto risultare incompatibile con i principi di trasparenza e responsabilità per il proprio operato.

- Lo stanziamento di garanzie consente alla banca centrale di applicare lo stesso tasso di interesse sui prestiti a tutte le controparti, un elemento importante per garantire l'ordinata trasmissione della politica monetaria.
- Poiché i mercati potrebbero ritenere che la banca centrale disponga di informazioni riservate utilizzabili per valutare la solidità finanziaria di una banca, l'abbassamento del limite di credito di una controparte o l'applicazione di un tasso di interesse più elevato rischiano di inviare segnali involontari ed essere male interpretati.
- L'indipendenza finanziaria dal governo contribuisce in modo fondamentale all'indipen-

denza generale di una banca centrale nell'attuazione della politica monetaria. La collateralizzazione dei prestiti alle controparti concorre a tutelare l'indipendenza finanziaria poiché riduce il rischio di perdite. Inoltre, pur non minacciando tale indipendenza, piccole perdite potrebbero in determinati casi influire in senso negativo sulla reputazione della banca centrale.

Evidentemente, se si ipotizza la possibilità di trasferire legalmente le garanzie alla banca centrale e di definire adeguate misure di valutazione e controllo del rischio, esiste in teoria una gamma pressoché infinita di attività potenzialmente stanziabili. Nell'elenco potrebbero figurare: strumenti a reddito fisso liquidi e negoziabili, come i titoli di Stato e le obbligazioni societarie; strumenti di tipo azionario; prestiti al settore pubblico, alle imprese o ai consumatori; persino attività quali immobili e materie prime. Di conseguenza, al fine di orientare le decisioni sulla tipologia di attività idonee, ciascuna banca centrale ha definito alcune linee guida o alcuni principi per il suo sistema delle garanzie (cfr. il riquadro 1).

Riquadro 1

I PRINCIPI ALLA BASE DEI SISTEMI DELLE GARANZIE

Federal Reserve System

Nella gestione delle sue attività il Federal Reserve System ha deciso di attenersi a quattro principi. In base a tali principi, elencati qui di seguito e pubblicati nel dicembre 2002 nel documento accessibile al pubblico dal titolo *Alternative Instruments for Open Market and Discount Window Operations*, il Federal Reserve System è tenuto a:

- esercitare un controllo effettivo sullo stock di base monetaria e sulle dimensioni del suo bilancio;
- strutturare il proprio portafoglio e operare riducendo al minimo gli effetti sul valore relativo delle attività e sull'allocazione del credito nel settore privato;
- gestire il proprio portafoglio in modo da ridurre al minimo i rischi in linea con il conseguimento dei propri obiettivi e mantenere una liquidità sufficiente a consentirgli di effettuare interventi di dimensioni potenzialmente cospicue con breve preavviso;
- attribuire un'elevata priorità alla trasparenza e alla responsabilità per il proprio operato.

Banca del Giappone

La Banca del Giappone ha pubblicato i principi sulle attività stanziabili in garanzia in un documento dal titolo *Guidelines on Eligible Collateral*. Tale documento descrive i tre principi elencati qui di seguito:

- Per preservare la solidità dei propri attivi, la Banca accetta in garanzia solo titoli con un livello di negoziabilità e di merito creditizio sufficienti. Inoltre, la Banca non deve incontrare ostacoli nell'esercizio dei propri diritti, compreso quello di prelazione.
- La Banca presta adeguata attenzione all'ordinato funzionamento delle sue attività e all'utilizzo efficiente delle garanzie.
- La Banca utilizza in modo efficace le informazioni di mercato, ad esempio i *rating* delle agenzie specializzate per valutare la stanziabilità dei titoli e i prezzi di mercato per calcolare i prezzi delle garanzie, nonché le informazioni accessibili al pubblico per valutare il merito di credito delle obbligazioni societarie, delle ABS (*asset-backed securities*) e delle ABCP (*asset-backed commercial paper*).

Eurosistema

A differenza di quanto avviene nel caso del Federal Reserve System e della Banca del Giappone, nell'Eurosistema i principi non sono enucleati esplicitamente ma possono essere per lo più desunti dal Trattato che istituisce la Comunità europea e dallo Statuto del SEBC. I principi fondamentali sono i seguenti:

- le garanzie devono tutelare l'Eurosistema dalle perdite nelle sue operazioni di credito;
- il volume di strumenti stanziabili dalle controparti deve consentire all'Eurosistema di realizzare efficacemente le operazioni di politica monetaria e promuovere l'utilizzo del sistema di pagamenti TARGET;
- l'accesso alle operazioni dell'Eurosistema deve essere consentito in misura uguale a un ampio ventaglio di controparti;
- gli strumenti stanziabili devono offrire condizioni di trasferimento e movimentazione efficaci in termini di costi nonché consentire di valutare e seguire nel tempo il rischio di credito;
- l'Eurosistema agisce in conformità con il principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo l'efficace allocazione delle risorse;
- l'assetto delle garanzie deve essere semplice e trasparente.

Tali principi possono essere ricondotti a una serie di elementi piuttosto simili:

- Primo, tutte e tre le istituzioni esigono che gli strumenti stanziabili abbiano un elevato merito di credito per preservare la solidità dei propri attivi.
- Secondo, il tipo e la quantità degli strumenti stanziabili devono consentire alla banca cen-

trale di condurre ordinatamente le proprie operazioni di mercato aperto, anche per importi elevati e con brevissimo preavviso, oltre a permettere un funzionamento efficiente dei sistemi di pagamento.

- Terzo, tutte e tre le banche centrali mirano all'efficienza. Pertanto, la movimentazione delle garanzie dovrebbe idealmente non rappresentare un costo superiore all'effettivo beneficio per le controparti.
- Quarto, le tre istituzioni perseguono un elevato grado di trasparenza e responsabilità nei confronti del loro operato per fare in modo che il loro comportamento venga percepito dall'opinione pubblica come obiettivo, responsabile, corretto e non sbilanciato verso interessi particolari. Per il sistema delle garanzie ciò comporta la scelta di strumenti stanziabili basata su principi e criteri oggettivi e accessibili al pubblico, evitando un'inutile discrezionalità.
- Quinto, tutte e tre le banche centrali – sebbene in modi piuttosto diversi – si adoperano per evitare distorsioni ai prezzi delle attività o al comportamento degli operatori, che determinerebbero una perdita complessiva in termini di benessere.

2 UN OBIETTIVO COMUNE PERSEGUITO IN MODI DIVERSI

Una delle classi di attività che di norma risulta più facilmente in linea con i suddetti principi è costituita dagli strumenti negoziabili emessi dalle amministrazioni centrali. I titoli di Stato rappresentano in genere la classe patrimoniale maggiormente disponibile sui bilanci delle banche e consentono quindi di realizzare operazioni di entità sufficiente senza perturbare i mercati finanziari. Hanno bassi costi di movimentazione, poiché possono essere facilmente trasferiti e movimentati attraverso i sistemi di regolamento in titoli; inoltre, le informazioni necessarie per la definizione del loro prezzo e la valutazione del rischio di credito sono di do-

minio pubblico. In aggiunta, la loro accettazione non contrasta con l'obiettivo delle banche centrali di trasparenza e responsabilità per il proprio operato e non provoca distorsioni sul mercato.

Ciò detto, anche altre tipologie di attività soddisfano chiaramente tali principi. Di fatto, sebbene in misura differente, tutte e tre le istituzioni in esame hanno esteso i criteri di idoneità a strumenti diversi dai titoli di debito delle amministrazioni centrali. Il Federal Reserve System accetta anche i titoli emessi dalle agenzie di emanazione governativa e i titoli assistiti da mutui ipotecari garantiti dalle agenzie per le operazioni temporanee di mercato aperto e una gamma molto estesa di attività, quali i prestiti societari e al consumo e le attività depositate in altri paesi (*cross-border collateral*) per le operazioni di credito primario. La Banca del Giappone e l'Eurosistema considerano idoneo un ventaglio estremamente ampio di titoli a reddito fisso del settore privato, oltre ai prestiti al settore pubblico e privato, per le loro operazioni di prestito temporaneo. La decisione di estendere i criteri di idoneità per includere anche strumenti diversi dai titoli di Stato può essere spiegata nel caso di ciascuna banca centrale sia da vari fattori connessi alla strutturazione generale dell'assetto operativo, ad esempio l'entità delle operazioni temporanee e la decisione sul numero di controparti ammesse a parteciparvi, sia dal contesto finanziario entro il quale opera la banca (in particolare lo spessore e il grado di integrazione dei mercati dei titoli non di Stato). Tali aspetti sono esaminati in dettaglio nelle due sottosezioni che seguono.

2.1 SCELTE CONNESSE ALL'ASSETTO OPERATIVO GENERALE

Un aspetto fondamentale dell'assetto operativo che influisce sul sistema delle garanzie è rappresentato dal modo in cui la banca centrale fornisce liquidità al settore bancario. La tavola 1 raffronta l'entità delle operazioni di credito delle banche centrali sia in termini di ammontari in essere sia in percentuale del rispettivo bilancio totale.

Tavola I Entità delle operazioni di credito a confronto

(medie per il 2006, in miliardi di euro)

	Federal Reserve System		Eurosistema		Banca del Giappone	
	Ammontare in essere	% del bilancio	Ammontare in essere	% del bilancio	Ammontare in essere	% del bilancio
Operazioni temporanee	19	3	422,4	38	274	34
Operazioni di credito Lombard	0,2	0	0,1	0	0,6	0,1
Credito infragiornaliero	102 ¹⁾	15	260 ²⁾	24	124,3	15,5
Totale	121	18	682,5	62	398,9	49,7

Fonti: Federal Reserve System, BCE e Banca del Giappone.

Nota: per la conversione in euro sono stati applicati tassi di cambio di fine 2006.

1) Dato relativo al 2005.

2) Dato stimato.

La tavola offre lo spunto per una serie di osservazioni interessanti. In primo luogo, le operazioni temporanee di mercato aperto sono significativamente inferiori nel Federal Reserve System che nel caso dell'Eurosistema e della Banca del Giappone, sia in termini assoluti sia in percentuale del bilancio. Ciò è riconducibile al fatto che il Federal Reserve System fornisce fondi al settore bancario soprattutto attraverso operazioni definitive, che a fine 2006 costituivano il 90 per cento del suo bilancio. Negli Stati Uniti le operazioni temporanee servono ad attenuare le oscillazioni di breve-medio periodo del fabbisogno di liquidità ai margini. In secondo luogo, le operazioni di credito Lombard sono di entità trascurabili in tutte e tre le banche centrali, in linea con il loro ruolo di fornire fondi quando il mercato non è in grado di farlo e di fissare un massimale per i tassi di interesse *overnight*. In terzo luogo, sia in termini assoluti sia in percentuale del bilancio, i volumi di credito infragiornaliero sono di gran lunga più elevati nell'Eurosistema che nelle altre due istituzioni.

L'entità delle operazioni temporanee incide evidentemente sulla scelta delle garanzie: a parità di altre condizioni, il loro aumentare accresce la necessità di estendere la gamma di strumenti stanziabili per permettere alla banca centrale di condurre la politica monetaria e garantire l'ordinato funzionamento del sistema di pagamenti. Ciò ha inciso in misura significativa sulla strutturazione del sistema delle garanzie dell'Eurosistema e della Banca del Giappone, perché entrambi effettuano operazioni temporanee di en-

tità molto superiore rispetto al Federal Reserve System.

Un secondo aspetto importante dell'assetto operativo generale che influisce sulla strutturazione dell'assetto operativo delle garanzie è costituito dalla scelta delle controparti ammesse a partecipare alle varie operazioni di banca centrale. Per fare in modo che le operazioni di mercato aperto siano realizzate in modo efficiente su base giornaliera e anche con brevissimo preavviso, il Federal Reserve System utilizza solo un gruppo ristretto di operatori principali (attualmente 21). A tali operatori è affidato il compito di ridistribuire la liquidità al resto del settore bancario. Per il credito primario, l'approccio è diverso: sono ammesse a parteciparvi tutte le 7.000 istituzioni che hanno un conto di riserva presso la Federal Reserve Bank e che hanno ricevuto un *rating* adeguato dall'organismo di vigilanza. L'assetto operativo dell'Eurosistema si è invece ispirato al principio di garantire l'accesso alle sue operazioni di rifinanziamento a tutte le controparti che lo desiderino. Tutte le istituzioni creditizie sottoposte all'obbligo di riserva possono quindi partecipare alle operazioni principali temporanee, sempre che soddisfino alcuni requisiti fondamentali. Al momento circa 1.700 sono ammesse alle operazioni di mercato aperto (benché meno di 500 vi partecipino regolarmente), 2.150 hanno accesso al credito Lombard e un numero analogo a quello infragiornaliero. La Banca del Giappone adotta un approccio intermedio per poter operare in un'ampia gamma di mercati e strumenti diversi pur preservando la propria effi-

cienza operativa: circa 150 controparti sono ammesse a partecipare alle operazioni di liquidità a fronte di un pool di garanzie, ma devono anche soddisfare determinati criteri.

La scelta delle controparti comporta una serie di implicazioni: *ceteris paribus*, più ampio è il loro ventaglio più eterogenee saranno le tipologie di strumenti di garanzia detenuti sui rispettivi bilanci. Nel caso dell'Eurosistema, l'eterogeneità era ancora maggiore (rispetto alle altre due banche centrali) per la natura frammentaria dei mercati finanziari nazionali al momento dell'introduzione dell'euro nel 1999. L'Eurosistema ha quindi ritenuto particolarmente importante tenere conto di questo aspetto nella strutturazione del suo sistema di garanzie, in modo da permettere alle banche dei vari paesi dell'area dell'euro di partecipare alle operazioni di banca centrale con costi di garanzia relativamente simili e senza dover ristrutturare in misura significativa i propri bilanci. Negli Stati Uniti, invece, il numero relativamente ridotto di controparti che partecipa alle operazioni di mercato aperto è estremamente attivo sul mercato dei titoli di Stato e delle agenzie di emanazione governativa. Il Federal Reserve System ha pertanto la ragionevole certezza che tali banche detengano disponibilità elevate dello stesso tipo di strumenti. Per contro, le controparti ammesse a partecipare alle operazioni di credito primario costituiscono una gamma estremamente eterogenea (ancor più che nel caso delle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema), che il Federal Reserve System gestisce accettando un amplissimo ventaglio di strumenti stanziabili.

Infine, da un punto di vista istituzionale, occorre ricordare che l'Eurosistema è vincolato anche dall'articolo 102 del Trattato che istituisce la Comunità europea, il quale vieta l'accesso privilegiato del settore pubblico ai finanziamenti delle istituzioni creditizie. Nello strutturare il quadro istituzionale per la politica monetaria unica, è stato deciso (sotto forma di una dichiarazione allegata al regolamento (CE) n. 3604/93 del Consiglio) che una distinzione tra il debito emesso da soggetti pubblici e privati nella definizione di strumenti stanziabili per le operazio-

ni di banca centrale sarebbe consentita soltanto ove fosse "giustificata esclusivamente da differenze di solvibilità degli emittenti o di liquidità del mercato dei loro strumenti di debito". Ciò vuol dire in pratica che l'Eurosistema non può concedere un trattamento preferenziale ai titoli di Stato nel suo sistema di garanzie e che qualunque regola di idoneità deve essere applicata in modo obiettivo e uniforme agli emittenti del settore sia pubblico sia privato. Tale vincolo istituzionale non si applica alle altre due banche centrali.

2.2 VINCOLI ESTERNI

Oltre che della struttura del quadro operativo generale, una banca centrale deve tener conto del suo contesto finanziario specifico e in particolare delle dimensioni dei mercati dei titoli di Stato e delle obbligazioni private in rapporto alla domanda di garanzie.

Negli Stati Uniti esistono tre attività a reddito fisso – titoli del Tesoro, obbligazioni delle agenzie governative e titoli assistiti da garanzia ipotecaria – contraddistinte da cospicui ammontari in essere, un alto grado di liquidità e standardizzazione, un'elevata qualità creditizia e una diffusa presenza nei bilanci degli operatori principali. L'entità e la liquidità dei mercati di questi strumenti consentono alla banca centrale di intervenire con breve preavviso e per importi cospicui senza perturbare i mercati finanziari.

Grazie all'elevato merito creditizio degli emittenti, il Federal Reserve System corre scarsi rischi; inoltre, il fatto che tutti questi titoli siano in forma scritturale e facili da prezzare e regolare garantisce l'efficienza operativa; infine, operare su mercati altamente standardizzati composti da un numero limitato di soggetti pubblici o quasi pubblici assicura trasparenza. Data l'entità relativamente ridotta delle sue operazioni temporanee (e il fatto che sono per lo più già garantite da titoli del Tesoro USA), il Federal Reserve System potrebbe probabilmente attuare la politica monetaria utilizzando esclusivamente i titoli di Stato. D'altro canto, poiché esistono altri due mercati che sono comunque evidentemente in

linea con i principi della banca centrale, riconoscerne l'idoneità significa offrire alle controparti un grado di flessibilità ancora superiore con costi addizionali relativamente limitati.

Tra la fine degli anni novanta e gli inizi di questo decennio le attese di persistenti avanzi del bilancio federale statunitense e di una conseguente scarsità di titoli del Tesoro USA, oltre ai timori per l'impatto sull'attuazione della politica monetaria, hanno rappresentato una sfida importante per il Federal Reserve System. La banca centrale statunitense ha preso in esame una serie di soluzioni diverse, tra cui l'ampliamento della gamma di attività stanziabili per le sue operazioni definitive fino a includere titoli diversi da quelli del Tesoro e la modifica e l'espansione delle operazioni effettuate attraverso la sua finestra di sconto in modo da trasformarla nella principale fonte di liquidità per il settore bancario. Nel contempo, ha verificato se tali modifiche al suo assetto operativo sarebbero state comunque conformi ai suoi principi fondamentali e in particolare all'efficace attuazione della politica monetaria e all'esigenza di neutralità rispetto al mercato.

Nell'area dell'euro le obbligazioni private non sono ancora diffuse come negli Stati Uniti, dove la stragrande maggioranza dei mutui ipotecari è finanziata ricorrendo ai mercati dei capitali, con un ruolo fondamentale svolto dalle agenzie di emanazione governativa. Nell'Unione europea (UE) il finanziamento dei mutui ipotecari avviene ancora prevalentemente per il tramite dei depositi al dettaglio. Si stima che nel 2005 i 5.100 miliardi di euro di mutui ipotecari in essere nell'UE fossero finanziati per il 70 per cento circa con i depositi, per appena il 27 per cento con strumenti quali le obbligazioni garantite e i titoli assistiti da garanzia ipotecaria e per il resto con prestiti privi di garanzia. Inoltre, nell'UE il mercato delle obbligazioni societarie è meno sviluppato che negli Stati Uniti in quanto le imprese tendono a finanziarsi rivolgendosi direttamente alle banche più che ai mercati dei capitali. Il fatto che i prestiti siano ancora una parte consistente delle attività delle controparti dell'Eurosistema, e che probabilmente lo resteranno

nel futuro prossimo, costituisce uno dei motivi per cui – agli inizi del 2007 – l'Eurosistema ha introdotto un quadro per i criteri di idoneità relativi ai prestiti bancari comune all'intera area dell'euro.

Oltre all'esistenza di un sistema finanziario maggiormente basato sulle banche, l'altro fattore principale che ha inciso sulla definizione dell'assetto operativo delle garanzie dell'Eurosistema è costituito dall'attuale processo di integrazione dei mercati finanziari nell'area dell'euro. A differenza delle altre due banche centrali, che contano da tempo su mercati bene integrati, l'Eurosistema ha dovuto strutturare il proprio sistema di garanzie tenendo conto della natura estremamente eterogenea dei mercati finanziari nazionali agli inizi del 1999. Una delle conseguenze più evidenti è rappresentata dall'individuazione di due livelli di garanzie, il primo basato sui criteri di idoneità armonizzati in tutta l'area dell'euro e il secondo calibrato sulle esigenze specifiche del settore bancario locale. Benché il grado di segmentazione sui mercati finanziari si sia notevolmente ridotto negli ultimi otto anni e la lista a due livelli sia stata finalmente eliminata nel 2007, il fatto che alcuni comparti non siano ancora pienamente integrati continua a influire sulla politica dell'Eurosistema in materia di garanzie. Allo stesso tempo, l'assetto operativo delle garanzie dell'Eurosistema ha avuto anche alcuni effetti positivi in termini di aumento del grado di integrazione dei mercati finanziari. Ad esempio, attraverso l'introduzione del Modello di banche centrali corrispondenti (*Correspondent Central Banking Model*, CCBM), l'Eurosistema ha agevolato l'utilizzo di garanzie su base transfrontaliera nelle operazioni di credito con l'Eurosistema, fornendo di conseguenza un incentivo ulteriore alle controparti per diversificare i rispettivi portafogli con attività di diversi paesi. Grazie al CCBM, tra il 1999 e il 2006 l'utilizzo delle garanzie su base transfrontaliera nelle operazioni di credito con l'Eurosistema è salito dal 12 a oltre il 50 per cento.

Anche in Giappone le obbligazioni private sono meno diffuse che negli Stati Uniti: solo una per-

centuale ridottissima dei mutui ipotecari viene finanziata con titoli collegati a ipoteche e le aziende si finanziano ricorrendo principalmente alle banche più che ai mercati dei capitali. Tuttavia, grazie all'elevato spessore del mercato dei titoli di Stato che registra volumi di emissioni in essere superiori a quelli degli analoghi mercati statunitensi e dell'area dell'euro, l'assenza di un'alternativa rappresentata dalle obbligazioni private ha posto alla Banca del Giappone difficoltà minori che all'Eurosistema. Ciò nonostante, la banca centrale giapponese ha modificato il suo sistema di garanzie al mutare del contesto economico e finanziario. Ha ampliato la gamma di attività stanziabili fino a includere strumenti relativamente nuovi, quali i titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*, ABS), alla luce della loro accresciuta negoziabilità. Inoltre, agli inizi del 2002 ha concesso l'idoneità ai prestiti al Fondo nazionale di assicurazione dei depositi e al Conto speciale del Governo per l'assegnazione delle imposte locali sulle allocazioni e sui trasferimenti. Tali decisioni hanno sensibilmente aumentato la quantità di attività stanziabili, contribuendo pertanto a un'ordinata offerta di liquidità nel contesto della strategia di espansione quantitativa.

3 CRITERI DI IDONEITÀ E MISURE PER IL CONTROLLO DEI RISCHI

Questa sezione descrive il modo in cui le tre banche centrali hanno tradotto i rispettivi principi in criteri di idoneità, tenendo conto nel contempo dei vari vincoli esterni cui sono sottoposte. Una presentazione sintetica delle grandi linee dei singoli criteri è contenuta nella tavola 2.

Emergono varie analogie e differenze interessanti. Primo, i criteri di idoneità per le operazioni di mercato aperto del Federal Reserve System sono incentrati essenzialmente sugli emittenti: sono stanziabili tutti i titoli di debito emessi dal Tesoro USA e tutto il debito privilegiato delle agenzie di emanazione governativa (le più grandi delle quali sono Fannie Mae, Freddie Mac e la Federal Home Loan Bank), oltre a tutti i titoli assistiti da mutui ipotecari che sono pienamente garantiti dalle stesse agenzie. Per le operazioni

di rifinanziamento a fronte di un pool di garanzie effettuate dall'Eurosistema e dalla Banca del Giappone, i criteri sono più generali e non legati all'emittente, allo scopo di abbracciare una più ampia gamma di attività.

Secondo, il Federal Reserve System accetta un ventaglio di garanzie molto più ampio per le operazioni di credito primario che per quelle di mercato aperto; inoltre, le attività stanziabili nel primo tipo di operazione rappresentano un gamma molto più estesa rispetto a quelle accettate dall'Eurosistema e dalla Banca del Giappone per le analoghe operazioni di credito Lombard. Ad esempio, il Federal Reserve System accetta i titoli denominati in valuta, gli strumenti emessi all'estero e i mutui ipotecari alle famiglie, che non sarebbero invece stanziabili in Giappone o nell'area dell'euro.

Terzo, l'Eurosistema è l'unica banca centrale ad accettare nelle operazioni di mercato aperto le obbligazioni non garantite emesse da istituzioni creditizie, che pure il Federal Reserve System considera stanziabili nelle operazioni di credito primario. La Banca del Giappone non accetta obbligazioni non garantite emesse da proprie controparti per evitare sia di rivelare il suo giudizio sul merito di credito delle singole controparti sia di garantire il credito erogato alle controparti con passività delle controparti che potrebbero essere riscattate con i proventi del credito della stessa banca centrale.

Quarto, le ABS sono di norma stanziabili nelle operazioni principali di mercato aperto di tutte e tre le banche centrali, anche se negli Stati Uniti devono essere garantite da un'agenzia governativa. Nel 2006 l'Eurosistema ha introdotto alcuni ulteriori criteri specifici per le ABS e le ABCP (*asset-backed commercial paper*)⁴⁾: oltre a soddisfare gli altri criteri generali di idoneità (quali la denominazione in euro e il regolamen-

4) Attualmente solo un numero esiguo di ABCP è stanziabile, principalmente perché tali strumenti non soddisfano uno dei criteri generali di idoneità e più in particolare quello di essere negoziati su un mercato regolamentato o su un mercato non regolamentato riconosciuto dalla BCE.

ARTICOLI

Il sistema delle garanzie del Federal Reserve System, della Banca del Giappone e dell'Eurosistema

Tavola 2 Criteri di idoneità a confronto

		Federal Reserve System (operazioni di mercato aperto temporanee)	Federal Reserve System (primary credit facility)	Eurosistema	Banca del Giappone
Tipo di attività	Strumenti di debito negoziabili	√	√	√	√ Il debitore non deve essere una controparte
	Azioni	-	√ Soltanto titoli delle agenzie governative	-	-
	Prestiti bancari	-	√	√ Il debitore deve essere una società non finanziaria o un ente pubblico	√ Il debitore non deve essere una controparte
Tipo di emittente/debitore	Amministrazioni centrali	√	√	√	√
	Agenzie governative	√	√	√	√
	Amministrazioni regionali e locali	-	√	√	√
	Imprese	-	√	√	√ Il debitore non deve essere una controparte
	Istituti di credito	-	√	√	√ Il debitore non deve essere una controparte
	Istituzioni sovranazionali	-	√	√	√ Istituzioni finanziarie internazionali
	ABS	√ Solo se garantite da un'agenzia	√	√ Solo se comportano una vendita <i>pro soluto</i> delle attività sottostanti e la <i>SPV</i> è posta al riparo da procedure fallimentari	√ Solo se comportano una vendita <i>pro soluto</i> delle attività sottostanti e la <i>SPV</i> è posta al riparo da procedure fallimentari
Famiglie	-	√ Mutui ipotecari e prestiti al consumo	-	-	
Luogo dove è stabilito l'emittente	Domestico	√	√	√	√
	Non domestico	-	√ Include amministrazioni centrali di paesi esteri, istituzioni sovranazionali ed emittenti europei di Pfandbriefe	√ Per i titoli negoziabili, include i 30 paesi dello Spazio economico europeo (SEE), i quattro paesi del G10 non appartenenti al SEE e le istituzioni sovranazionali	√ Valido solo per carta commerciale garantita da un soggetto residente, per alcune amministrazioni centrali di paesi esteri e per le istituzioni sovranazionali
Vincolo di subordinazione	Non subordinati	√	√	√	√
	Subordinati	-	-	-	-
Standard di credito	Soglia minima di <i>rating</i> per l'emittente o l'attività	Non applicabile	<i>Rating</i> minimo BBB o equivalente, ma AAA per alcune categorie di attività in valuta estera	<i>Rating</i> minimo A o equivalente	Il <i>rating</i> minimo varia da A a AAA in relazione al tipo di emittente e alla categoria di attività ¹⁾ . I JGBs, i titoli garantiti dalle amministrazioni pubbliche e i titoli municipali sono idonei indipendentemente dal <i>rating</i>
Regolamento	Domestico	√	√	√	√
	Non domestico	-	√ Euroclear, Clearstream e depositari terzi	-	-
Valuta	Nazionale	√	√	√	√
	Estera	-	√ Di solito solo le principali valute	-	-

1) Per i bills, la carta commerciale, i prestiti su documenti alle imprese e altri titoli societari, la Banca del Giappone valuta l'idoneità delle garanzie con gli stessi criteri applicabili per la valutazione della solvibilità delle aziende. Inoltre, per alcune attività, la Banca del Giappone richiede un livello minimo di *rating* per il debitore attribuito dalle agenzie di *rating*.

to nell'area dell'euro), devono comportare una vendita *pro soluto* delle attività sottostanti alla società veicolo (*special purpose vehicle*, SPV)⁵⁾ che emette il titolo di debito, la quale deve essere posta al riparo dalle procedure fallimentari (*bankruptcy remote*) in modo tale che le attività sottostanti siano sottratte all'istituzione cedente (*originator*) e ai suoi creditori, anche in caso di insolvenza dell'*originator*; inoltre, le attività sottostanti non devono comprendere *credit-linked notes* o crediti analoghi risultanti dal trasferimento del rischio di credito per il tramite di derivati creditizi. Una delle conseguenze più evidenti di questi criteri è rappresentata dal fatto che non sono considerate idonee né le cartolarizzazioni sintetiche⁶⁾ né le CBO (*collateralised bond obligations*) che includano tranches di ABS sintetiche tra le attività sottostanti. Nonostante l'introduzione di tali criteri aggiuntivi, tuttavia, il volume di ABS potenzialmente stanziabili resta ingente e pari a 746 miliardi di euro (secondo le stime, il 58 per cento dell'intero mercato europeo delle ABS) a fine agosto 2007. Anche la Banca del Giappone ha stabilito criteri specifici di idoneità per le ABS e le ABCP, che sono analoghi a quelli dell'Eurosistema: la cartolarizzazione deve essere di tipo tradizionale e non sintetico e la SPV deve essere al riparo dalle procedure fallimentari; devono inoltre essere previste misure alternative per la riscossione dei crediti e i titoli devono avere ottenuto un rating di AAA da un'agenzia specializzata. Il Federal Reserve System accetta solo titoli assistiti da ipoteche garantiti da agenzie governative (che tra parentesi effettuano anch'esse solo cartolarizzazioni tradizionali) per le sue operazioni di mercato aperto, mentre per quelle effettuate attraverso la sua finestra di sconto accetta un'ampia gamma di ABS, ABCP e CDO (*collateral debt obligations*), comprese le cartolarizzazioni sintetiche. Inoltre, nell'agosto 2007 ha apportato una lieve modifica alla politica di garanzie per le operazioni con la finestra di sconto, che consente alle banche di portare in garanzia le ABCP di emittenti ai quali forniscono anche un supporto di liquidità (come ad esempio una linea di credito).

Quinto, l'Eurosistema e la Banca del Giappone (come pure il Federal Reserve System nelle sue

operazioni di credito primario) accettano in garanzia i prestiti bancari alle imprese e al settore pubblico.

Sesto, per quanto riguarda le garanzie estere esistono sia analogie sia differenze. Nelle operazioni di mercato aperto, tutte e tre le banche centrali accettano soltanto garanzie denominate in moneta locale, oltre che emesse e regolate a livello nazionale. A differenza delle altre due, tuttavia, l'Eurosistema accetta anche le attività emesse dai soggetti di alcuni paesi non appartenenti allo Spazio economico europeo.

Infine, le tre banche centrali presentano lievi differenze in termini di approccio alla valutazione del rispetto dei criteri di idoneità e di informazione alle banche sulle attività stanziabili. Il Federal Reserve System pubblica i criteri di idoneità per le operazioni di mercato aperto in vari documenti e sul suo sito Internet. Data la semplicità delle attività stanziabili, non è necessario fornirne l'elenco su Internet. I criteri relativi alle operazioni di credito primario sono pubblicati in una guida generale, mentre per domande specifiche di dettaglio si suggerisce di prendere contatto con la Federal Reserve Bank locale di competenza. La Banca del Giappone pubblica sul suo sito Internet una guida generale ai criteri di idoneità, che per gran parte delle attività offre indicazioni sufficientemente chiare a stabilire se sono stanziabili o meno. In alcuni casi, per lo più riguardanti strumenti i cui obbligati sono imprese private, l'idoneità viene valutata solo su richiesta della controparte. Nell'Eurosistema, la BCE pubblica quotidianamente un elenco definitivo di tutti i titoli negoziabili idonei. Per l'estensione e l'eterogeneità del sistema di garanzie dell'Eurosistema (la banca dati degli strumenti stanziabili ne comprende circa

- 5) Per vendita *pro soluto* si intende la vendita legale di un portafoglio sottostante di titoli da parte dell'istituzione cedente (*originator*) alla SPV, tale per cui chi investe nelle *notes* emesse non è esposto alle rivendicazioni nei confronti dell'*originator* delle attività.
- 6) Una cartolarizzazione sintetica ricorre ai derivati creditizi per ottenere lo stesso trasferimento del rischio di credito di una tradizionale, senza che tuttavia abbia luogo il trasferimento fisico delle attività.

26.000), come pure per il fatto che le operazioni sono regolate in modo decentrato al livello delle singole banche centrali nazionali (BCN), questo è importante ai fini sia della trasparenza nei confronti delle controparti sia dell'efficienza operativa. Per motivi evidenti, l'idoneità dei crediti bilaterali può essere valutata solo su richiesta e non è possibile fornire un elenco.

Una volta definiti i criteri di idoneità per le controparti e le attività stanziabili, il quadro di controllo del rischio svolge un ruolo complementare fondamentale nel mantenere i rischi residui su livelli accettabilmente bassi. A questo scopo possono essere utilizzati vari strumenti: limiti di indebitamento per la controparte, limiti sui settori o gli emittenti di garanzie, procedure di valutazione delle garanzie, scarti di garanzia iniziali, richieste di margini e divieto di stretti legami (*close links*). Tutte e tre le banche centrali utilizzano una combinazione di questi strumenti e, a differenza di quanto avviene per la scelta delle garanzie, seguono prassi e metodologie relativamente simili:

- Primo, nessuna utilizza attualmente i limiti di indebitamento per la controparte nelle operazioni temporanee, né pone limiti predefiniti all'esposizione a determinati emittenti di garanzie o garanti.
- Secondo, le prassi delle tre banche differiscono in misura solo lieve quanto alla valutazione delle garanzie. Nel Federal Reserve System la valutazione è quotidiana e fondata sui prezzi di una serie di venditori privati per le operazioni di pronti contro termine (PcT), mentre avviene con cadenza almeno settimanale sulla base dei prezzi di mercato (ove questi siano disponibili) nel caso delle operazioni di credito primario. L'Eurosistema effettua una valutazione giornaliera a partire dalla fonte di prezzo più rappresentativa oppure, qualora non esista un prezzo aggiornato, ricorre a una valutazione teorica. Presso la Banca del Giappone la valutazione è quotidiana per i PcT sui titoli di Stato giapponesi e settimanale per il totale delle garanzie in essere. Nella valutazione dei prestiti bancari,

tutte e tre le banche utilizzano di norma il valore nominale con l'applicazione di scarti di garanzia più elevati, generalmente a seconda della scadenza del prestito stesso.

- Terzo, tutte e tre le banche ricorrono agli scarti di garanzia per tener conto del rischio di mercato e di liquidità. Per ogni attività gli scarti applicati sono funzione delle caratteristiche di liquidità, del gruppo di emittenti, della tipologia, della vita residua e del tipo di cedola. Nelle operazioni di credito primario, se non esiste un prezzo di mercato, il Federal Reserve System utilizza il valore nominale e applica scarti di garanzia più elevati.
- Quarto, tutte e tre le banche utilizzano richieste di margini globali se il valore aggregato del pool di garanzie scende al di sotto del livello di indebitamento totale della controparte di una determinata operazione. Ciò vuol dire che le richieste di margini non sono calcolate individualmente per ciascuna attività.
- Quinto, tutte e tre le banche centrali vietano alle controparti di stanziare attività emesse da soggetti con i quali potrebbero avere uno stretto legame finanziario, perché non sarebbe garantita la protezione del credito. Questo riduce al minimo i rischi di "doppie inadempienze".

4 STATISTICHE SUI VOLUMI DELLE ATTIVITA' IDONEE E SULL'UTILIZZO DELLE STESSE DA PARTE DELLE CONTROPARTI NELLE OPERAZIONI DI BANCA CENTRALE

La tavola 3 fornisce alcuni dati sui volumi di titoli e prestiti stanziabili nelle operazioni di mercato aperto del Federal Reserve System e in tutte le operazioni di credito delle altre due banche centrali nel 2005.

Calcolati in euro ai tassi di cambio di fine 2005, i volumi di strumenti stanziabili sono più elevati nell'Eurosistema (10.800 miliardi) che nel caso

Tavola 3 Confronto dei volumi delle attività idonee potenziali

(volumi in circolazione, media annua, 2005)

	Federal Reserve System (solo operazioni di mercato aperto)	Eurosistema (tutte le operazioni di finanziamento)	Banca del Giappone (tutte le operazioni di finanziamento)
Totale attività idonee	€8,7 migliaia di miliardi	€10,8 migliaia di miliardi	€7,2 migliaia di miliardi
<i>del quale %</i>			
Amministrazioni centrali	40	39	73
Agenzie governative	25	0	1
Istituzioni finanziarie	0	22	0
Titoli assistiti da mutui ipotecari garantiti da agenzie governative	35	0	0
Altri ABS	0	4	0
Altre attività	0	13	13
Prestiti	0	23	12

Fonti: Federal Reserve System, BCE e Banca del Giappone.

Note: i volumi per il Federal Reserve System si riferiscono solo alle operazioni di mercato aperto temporanee, mentre per l'Eurosistema e la Banca del Giappone i volumi si riferiscono alle attività idonee per tutti i tipi di operazione di finanziamento. In caso di prestiti idonei per le operazioni di finanziamento della Banca del Giappone e dell'Eurosistema, il volume è riferito al totale in circolazione dei prestiti alle società (ma non sono incluse le piccole imprese in Giappone) e al settore pubblico da parte di istituzioni creditizie autorizzate sul mercato interno. I debitori di questi prestiti non soddisfano necessariamente i criteri di idoneità della Banca del Giappone e dell'Eurosistema e quindi rappresentano un volume massimo indicativo. Le quantità di carta commerciale e obbligazioni societarie, incluse nella categoria "altre attività", è solo una stima approssimativa e solo una porzione di queste attività potrebbe soddisfare i criteri della Banca del Giappone.

del Federal Reserve System (8.700 miliardi) e della Banca del Giappone (7.200 miliardi)⁷⁾. Emergono alcune differenze interessanti quanto al rapporto fra l'entità degli strumenti stanziabili e quella delle operazioni da garantire: la prima è rispettivamente 16 e 18 volte superiore alla seconda nell'Eurosistema e in Giappone, mentre risulta 453 volte maggiore nel Federal Reserve System (soprattutto a causa dell'entità relativamente ridotta delle operazioni). Anche ipotizzando che il Federal Reserve System collateralizzi il credito infragiornaliero, il rapporto scende soltanto a 72.

Esistono inoltre varie differenze di composizione effettiva delle garanzie. Sebbene in tutti e tre i casi i titoli delle amministrazioni centrali costituiscano la stragrande maggioranza degli strumenti stanziabili, la percentuale di tali titoli sul totale è notevolmente più alta in Giappone (73 per cento) che negli Stati Uniti (40 per cento) e nell'area dell'euro (39 per cento). Un'altra differenza interessante è costituita dall'elevato volume di titoli garantiti da ipoteche stanziabili negli Stati Uniti (35 per cento) rispetto al Giappone e all'area dell'euro, di riflesso al ruolo significativo svolto dalle agenzie statunitensi di emanazione governativa nel promuovere lo

sviluppo di un mercato dei titoli ipotecari ampio e liquido. Nell'area dell'euro le ABS stanziabili rappresentano appena il 4 per cento delle garanzie totali ma, come già indicato, il 58 per cento dell'intero mercato per tali titoli. I prestiti al settore pubblico e a quello societario costituiscono anch'essi una percentuale significativa degli strumenti idonei nell'Eurosistema (23 per cento) e in Giappone (13 per cento), mentre non sono accettati nelle operazioni di mercato aperto del Federal Reserve System. Si può infine rilevare che l'Eurosistema è l'unica banca centrale per la quale le obbligazioni emesse da istituzioni finanziarie svolgono un ruolo importante (22 per cento degli strumenti stanziabili totali). Questi titoli non sono ammessi nelle operazioni di mercato aperto della Banca del Giappone e del Federal Reserve System.

Ovviamente, solo una minima percentuale delle attività potenzialmente stanziabili figura di fatto sui bilanci delle controparti. Inoltre, la

7) Per il Federal Reserve System, tuttavia, i dati si riferiscono esclusivamente alle operazioni temporanee di mercato aperto; i volumi di titoli potenzialmente stanziabili per le operazioni di credito primario non sono disponibili, ma si ritiene che ammonino a decine di migliaia di miliardi di dollari statunitensi.

composizione delle attività nei singoli bilanci non corrisponde a quella del totale degli strumenti stanziabili, poiché è probabile che le controparti seguano strategie di investimento molto diverse. Nel Federal Reserve System, indagini informali presso gli operatori principali mostrano che le controparti detengono circa il 9 per cento degli strumenti stanziabili, mentre stime approssimative per l'Eurosistema e la Banca del Giappone segnalano livelli significativamente superiori (e rispettivamente pari al 33 e al 40 per cento). Il volume e la composizione delle attività stanziabili che figurano sui bilanci delle controparti costituisce evidentemente un fattore importante nel determinare l'utilizzo effettivo delle stesse come garanzie nelle operazioni con le banche centrali.

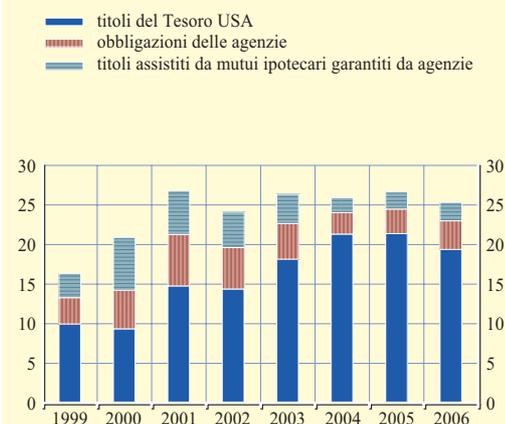
Come si evince dalla figura 1, nelle operazioni pronti contro termine di finanziamento del Federal Reserve System i titoli del Tesoro USA costituiscono la principale tipologia di garanzia utilizzata, con percentuali in sensibile crescita (da un minimo del 45 per cento nel 2000 a circa l'80 per cento negli ultimi tre anni). I titoli garantiti da mutui ipotecari e le obbligazioni delle agenzie, di fatto presenti con volumi analoghi a

quelli dei titoli del Tesoro USA nei bilanci degli operatori principali, rappresentano invece appena un quinto delle garanzie. Nelle operazioni di credito primario, la garanzia predominante è costituita dai prestiti bancari (73 per cento del totale stanziato nel marzo 2007), seguiti dalle ABS (15 per cento) e dalle obbligazioni societarie (7 per cento).

Nel caso della Banca del Giappone, i titoli emessi o garantiti dal governo giapponese rappresentano un'elevata percentuale delle attività stanziabili (in media il 70 per cento negli ultimi tre anni), mentre i prestiti alle imprese e quelli alle amministrazioni centrali o garantiti dalle amministrazioni centrali sono mediamente pari al 23 per cento del totale (cfr. figura 2). Il resto è composto da un'ampia gamma di attività negoziabili delle amministrazioni locali o del settore privato. La stragrande maggioranza dei prestiti su documenti è rappresentata da obbligazioni dirette del governo giapponese o da questo garantite, mentre solo una minima percentuale è composta da obbligazioni di società. Di conseguenza, negli ultimi quattro anni le garanzie rappresentate da obbligazioni governative hanno costituito in media oltre il 90 per cento del totale.

Figura 1 Composizione delle garanzie utilizzate nelle operazioni pronti contro termine di finanziamento con il Federal Reserve System

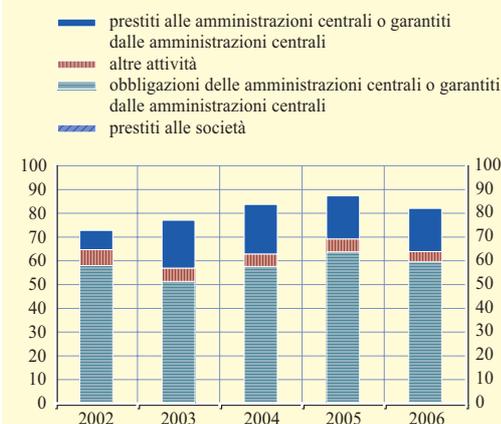
(medie annue, miliardi di dollari)



Fonte: Federal Reserve System.

Figura 2 Composizione delle garanzie utilizzate nelle operazioni temporanee con la Banca del Giappone

(medie annue, miliardi di yen)



Fonte: Banca del Giappone.

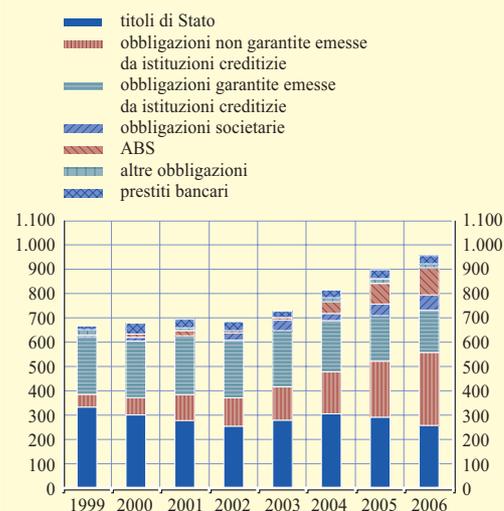
Per quanto concerne l'Eurosistema, la figura 3 mostra in primo luogo che tra il 1999 e il 2006 i volumi di garanzie utilizzate sono saliti da 668 a 959 miliardi di euro. Tale andamento è principalmente riconducibile al fatto che si sono rese necessarie operazioni temporanee di entità superiore per tenere il passo con l'aumento delle banconote in circolazione. Nello stesso periodo anche la composizione delle garanzie è cambiata in misura significativa, di riflesso al mutare dei mercati finanziari e del tipo di titoli negoziabili detenuti dalle banche sui loro bilanci. La quota dei titoli di Stato sul totale delle garanzie utilizzate è scesa da poco oltre la metà nel 1999 ad appena il 27 per cento nel 2006. Il significativo incremento delle garanzie mobilizzate nel periodo è stato coperto da obbligazioni non garantite emesse da istituzioni creditizie e da ABS (le cui attività sottostanti sono state anch'esse originate prevalentemente da enti creditizi). Tale tendenza verso l'utilizzo di queste ultime due tipologie di strumenti è riconducibile sia alla forte espansione della domanda di garanzie da parte dell'Eurosistema (molto superiore alla crescita delle disponibilità di titoli di Stato idonei sui bilanci delle controparti⁸⁾ sia all'utilizzo più efficiente delle garanzie da parte delle controparti, le quali riservano i titoli di Stato alle operazioni più remunerative sul mercato interbancario dei pronti contro termine e alle operazioni di prestito titoli. Rispetto al Federal Reserve System e alla Banca del Giappone, l'Eurosistema riceve ora in garanzia la percentuale di gran lunga più bassa di titoli di Stato. Questa tendenza verso la sostituzione di tali titoli sarà probabilmente rafforzata dall'inclusione dei prestiti bancari nelle attività stanziabili a partire dagli inizi del 2007. Benché le garanzie utilizzate all'interno dell'Eurosistema stiano diventando meno liquide, il merito di credito viene preservato grazie al mantenimento della soglia minima di rating di "singola A".

5 IMPATTO DEI SISTEMI DELLE GARANZIE SUL MERCATO

Anche se l'impatto delle operazioni temporanee sui prezzi relativi dei titoli è probabilmente molto inferiore rispetto a quello provocato dalle operazioni definitive, non si può escludere che

Figura 3 Composizione delle garanzie utilizzate nelle operazioni temporanee con l'Eurosistema

(medie annue, miliardi di euro)



Fonte: BCE.

le decisioni sulle tipologie di attività stanziabili per le operazioni temporanee influiscano anch'esse sul mercato in vari modi. Come già accennato nella descrizione dei principi sottostanti il sistema delle garanzie, tutte e tre le banche centrali tengono conto dei possibili effetti di tale sistema sui mercati finanziari. Il Federal Reserve System struttura il suo portafoglio e opera con l'obiettivo esplicito di ridurre al minimo gli effetti sui prezzi relativi delle attività e sull'allocazione del credito nel settore privato. L'Eurosistema e la Banca del Giappone non hanno questo obiettivo esplicito riguardo ai prezzi relativi, ma si adoperano per fare in modo che eventuali effetti non determinino ripercussioni negative sui mercati finanziari o sul benessere sociale in generale⁹⁾.

8) Stando ai dati di bilancio delle istituzioni monetarie e finanziarie dell'area dell'euro, tra il 1999 e il 2006 le disponibilità di titoli di Stato dell'area sono aumentate in misura solo marginale (da 1.100 a 1.300 miliardi di euro), a un tasso medio annuo del 2 per cento. Nello stesso periodo la domanda aggregata di garanzie è invece aumentata del 5 per cento.

9) Ciò va ricondotto all'obbligo statutario imposto all'Eurosistema dall'articolo 105, paragrafo 1, del Trattato che istituisce la Comunità europea, il quale recita: "Il SEBC agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse".

In teoria, il sistema delle garanzie può influire sul mercato in diversi modi.

Primo, se una banca centrale dichiara idonea una determinata attività ne accresce la liquidità e questo a sua volta ne aumenta il valore nel mercato secondario rispetto alle attività non idonee. Ciò potrebbe inoltre consentire all'emittente di ottenere credito dal settore privato più agevolmente rispetto ad emittenti le cui attività non siano idonee. Risulta tuttavia arduo quantificare questo "premio di idoneità", poiché gli effetti potrebbero essere attenuati da una serie di fattori istituzionali. L'approccio più semplice consiste nell'osservare come varia il prezzo delle attività precedentemente non idonee quando viene loro concessa l'idoneità. Un'analisi di questo tipo realizzata nell'area dell'euro nel 2005, quando sono diventati stanziabili i titoli emessi nell'area dell'euro da residenti esterni allo Spazio economico europeo, non ha fornito alcun riscontro dell'esistenza di un premio di liquidità¹⁰. Il premio di idoneità è probabilmente più significativo nel caso di attività illiquide quali i prestiti bancari, ma eventuali calcoli in questo senso sarebbero pieni di difficoltà per l'assenza di prezzi di mercato.

Secondo, anche il quadro per il controllo del rischio potrebbe in teoria influire sul mercato. Ad esempio, se gli scarti di garanzia applicati ai titoli stanziabili non riflettono accuratamente i rischi fondamentali di mercato e di liquidità di tali titoli, potrebbero crearsi degli incentivi ad arbitrare tra le varie attività e questo potrebbe incidere sul prezzo dei titoli e sulla corrispondente allocazione del credito agli emittenti. Questo effetto secondario degli scarti di garanzia sul prezzo di mercato di un'attività dovrebbe tuttavia essere addirittura inferiore al premio di idoneità descritto in precedenza.

Terzo, il mercato potrebbe risentire anche della strutturazione delle operazioni di mercato aperto. Ad esempio, a un estremo, la banca centrale potrebbe organizzare aste diverse per ciascun tipo di strumento stanziato in operazioni separate (un'operazione per i titoli di Stato, un'altra per le obbligazioni societarie e così via). Il

Federal Reserve System è un po' più vicino a questo approccio poiché effettua tre operazioni, una per ogni tipo di garanzia sottostante, e funge da *price-taker* nelle aste. Inoltre, le dimensioni delle operazioni dipendono dal tipo di garanzie, sulla base dei benchmark per ciascun tipo. All'estremo opposto, come nelle operazioni con le quali l'Eurosistema e la Banca del Giappone forniscono fondi a fronte di un pool di garanzie, la banca centrale effettua un'unica operazione, che può essere garantita da un pool comprendente tutta una gamma di strumenti liquidi e illiquidi la cui composizione può essere liberamente scelta dalle controparti.

Inoltre, gli strumenti scelti dalle tre banche centrali per evitare distorsioni ai prezzi di mercato sono diversi. Per ridurre al minimo gli eventuali effetti sui prezzi relativi delle attività, il Federal Reserve System accetta soltanto attività estremamente liquide nelle sue operazioni temporanee di mercato aperto. Se il mercato è molto spesso e liquido, il valore aggiuntivo offerto dall'idoneità come garanzia per la banca centrale sarà probabilmente insignificante. L'Eurosistema accetta invece un ventaglio molto ampio di attività, da quelle estremamente liquide a quelle illiquide, ma evita le distorsioni utilizzando criteri oggettivi e di dominio pubblico nella scelta dei titoli e facendo in modo che attività con caratteristiche analoghe siano trattate in maniera simile. Ad esempio, il criterio del merito di credito viene valutato attraverso rating creditizi di dominio pubblico per togliere discrezionalità all'Eurosistema ed evitare quindi la percezione di un'approvazione ufficiale. Il rischio di creare distorsioni con il riconoscimento dell'idoneità e l'applicazione degli scarti di garanzia è stato ulteriormente ridotto attuando una strategia di notevole diversificazione per emittenti e tipologie di attività e facendo in modo che i volumi aggregati di titoli stanziabili siano abbondanti. I criteri di idoneità sono inoltre stati concepiti in modo da risultare estremamente generali, permettendo quindi al sistema delle garanzie

10) Cfr. "Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem", *Occasional Paper Series* della BCE, n. 49, agosto 2006.

dell'Eurosistema di adeguarsi piuttosto agevolmente all'evoluzione dei mercati finanziari. Ad esempio, le ABS sono diventate automaticamente idonee quando la loro crescita è decollata agli inizi del decennio e solo nel 2006 l'Eurosistema ha adottato criteri di idoneità specifici per tali titoli. Nel suo assetto operativo, la Banca del Giappone ha cercato di utilizzare in modo efficace le informazioni di mercato, quali ad esempio i *rating* delle agenzie specializzate per valutare la stanziabilità dei titoli e i prezzi di mercato per calcolare i prezzi delle garanzie. La Banca si è altresì adoperata per allungare l'elenco dei titoli stanziabili al fine di non sfavorire gli strumenti dei mercati di recente sviluppo.

6 CONCLUSIONI

Questo articolo mostra come i principi fondamentali dei sistemi delle garanzie del Federal Reserve System, della Banca del Giappone e dell'Eurosistema siano simili e intesi a: garantire l'efficace attuazione della politica monetaria e l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento; mantenere entro limiti estremamente contenuti il rischio di controparte assunto dalla banca centrale; assicurare un grado elevato di efficienza operativa, trasparenza e responsabilità per il proprio operato; evitare, seppur in modi diversi, di esercitare effetti negativi sugli equilibri

di mercato. Tali principi normativi sono tuttavia stati tradotti in pratica in maniere diverse per tener conto dei vincoli economici e istituzionali specifici di ciascuna banca centrale, a dimostrazione del fatto che non esiste un'unica strutturazione ottimale per il sistema delle garanzie. Nonostante queste differenze di ordine pratico, il raffronto tra i criteri di idoneità specifici e i quadri di riferimento per il controllo del rischio delle tre banche centrali consente comunque di trarre alcuni importanti insegnamenti a livello sia tecnico sia di politiche. Infine, attraverso la strutturazione dell'assetto operativo delle garanzie e le operazioni di mercato aperto, le banche centrali esercitano alcuni effetti positivi sul funzionamento dei mercati finanziari. Ad esempio, l'Eurosistema ha avuto alcune ripercussioni positive in termini di integrazione dei mercati finanziari grazie alla politica basata sul sistema delle garanzie; più di recente, estendendo l'idoneità ai prestiti bancari all'inizio del 2007, ha confermato un assetto esistente prima dell'introduzione dell'euro in alcuni paesi appartenenti all'area e ha ampliato il grado di liquidità di questa classe di attività così da consentirne l'immediata conversione in moneta di banca centrale in tutti i paesi dell'area dell'euro. L'impatto della politica di garanzie di una banca centrale sui mercati finanziari costituisce un argomento di grande interesse, che può essere ulteriormente approfondito in un'ottica sia normativa sia empirica.



LA CIRCOLAZIONE E L'OFFERTA DI BANCONOTE IN EURO. I LAVORI PREPARATORI PER LA SECONDA SERIE DI BANCONOTE

Spetta all'Eurosistema assicurare un'ordinata ed efficiente offerta di banconote in euro e preservarne l'integrità. Al fine di adempiere al proprio compito in relazione all'offerta di banconote in euro, l'Eurosistema si è concentrato, nei primi anni successivi al changeover del 2002, sul perfezionamento del complesso delle politiche interne relative alla produzione, alla distribuzione e al processamento delle banconote. Più recentemente l'attenzione si è spostata sull'organizzazione del ciclo del contante nell'area dell'euro, con lo scopo, ove possibile, di armonizzare i servizi di cassa forniti dalle BCN e accrescere così l'efficienza del ciclo. L'attuazione del Quadro di riferimento per il ricircolo delle banconote e il piano d'azione per giungere a una maggior convergenza dei servizi di cassa erogati dalle BCN sono strumenti importanti per il conseguimento di tale obiettivo. Contestualmente, l'Eurosistema fornisce supporto per il passaggio all'euro da parte di Cipro e Malta, i due paesi che adotteranno l'euro come valuta nazionale il 1° gennaio 2008.

In relazione all'altro importante compito, la protezione dell'integrità dell'euro, l'Eurosistema è impegnato, fin dal passaggio all'euro nel 2002, in attività di ricerca per individuare nuove e migliori caratteristiche di sicurezza. Anche se le statistiche sulle contraffazioni non destano al momento particolari preoccupazioni, l'Eurosistema deve anticipare nuovi sviluppi tecnologici nelle contraffazioni per poter meglio contrastare il verificarsi del fenomeno. Pertanto l'Eurosistema ha avviato un progetto nel 2005 che prevede il lancio, tra alcuni anni, di una nuova serie di banconote in euro dotate di caratteristiche di sicurezza nuove e migliori.

I L'ANDAMENTO DELLA CIRCOLAZIONE

Alla fine di agosto 2007, il numero delle banconote in euro in circolazione ha raggiunto 11,2 miliardi, per un valore totale pari a 637 miliardi di euro. I tassi di crescita annuali del valore in circolazione, seppure in diminuzione negli ultimi anni, si sono mantenuti elevati. Il tasso di crescita annuale delle banconote da 500 euro ha mostrato la riduzione più accentuata, scendendo al 9,4 per cento alla fine di agosto 2007, valore in ampia misura simile ai tassi di incremento registrati dalle banconote da 100 e 50 euro. I tassi annui di crescita delle banconote di piccolo taglio, invece, negli ultimi anni hanno oscillato tra il 3 e il 6 per cento.

L'andamento generale del circolante è in parte spiegato dalla circostanza che, in diversi paesi dell'area dell'euro, non esistevano, prima del cambio del segno monetario, banconote di taglio elevato, per cui l'utilizzo e la detenzione di tali tagli non ha ancora raggiunto del tutto un punto di equilibrio. Tuttavia, sembra che il processo di "ri-ottimizzazione" della domanda di circolante stia lentamente avviandosi verso il proprio compimento.

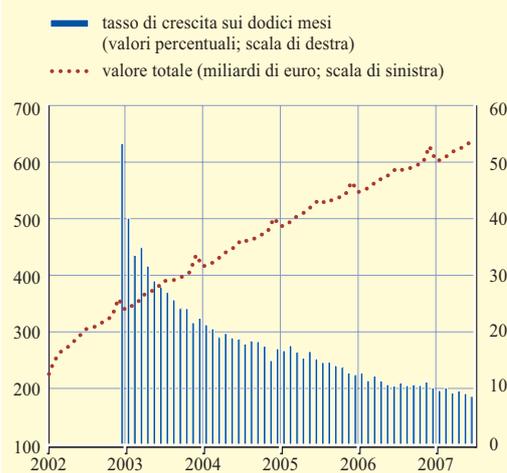
Le figure di seguito riportate forniscono informazioni più dettagliate, illustrando gli anda-

menti registrati dopo l'adozione dell'euro in termini sia di valore (cfr. figura 1), sia di numero di banconote in circolazione (cfr. figura 2).

2 IL QUADRO DI RIFERIMENTO PER IL RICIRCOLO DELLE BANCONOTE

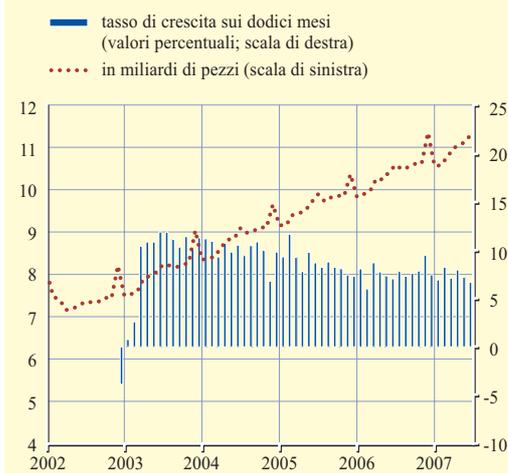
Il Quadro di riferimento della BCE per l'individuazione dei biglietti falsi e la selezione di quelli non più idonei all'uso da parte delle banche e degli altri gestori professionali del contante, adottato dal Consiglio direttivo nel dicembre 2004, rappresenta la nuova politica comune dell'Eurosistema per reimmettere le banconote in euro nel ciclo del contante. Tale quadro – anche detto *Banknote Recycling Framework* (BRF) – doveva essere recepito a livello nazionale dalle BCN entro la fine del 2006; per la Banka Slovenije, il termine previsto è la fine del 2007. Finora, l'obiettivo è stato rispettato da 11 BCN ed il recepimento è in fase avanzata nei due rimanenti Stati membri dell'area dell'euro. A seconda delle competenze delle BCN, il quadro di riferimento è stato recepito mediante decreto del governo, istruzioni cogenti emanate dalla banca centrale ovvero accordi di natura contrattuale stipulati tra le BCN e le singole istituzioni cre-

Figura 1 Valore totale delle banconote in euro in circolazione nel periodo gennaio 2002 - agosto 2007



Fonte: BCE.

Figura 2 Numero totale delle banconote in euro in circolazione nel periodo gennaio 2002 - agosto 2007



Fonte: BCE.

ditizie. In considerazione del crescente coinvolgimento delle istituzioni non bancarie nell'attività di distribuzione delle banconote al pubblico mediante i distributori automatici di contante (*automated teller machine, ATM*), la BCE pone particolare attenzione a garantire che anche tali istituti rispettino gli standard fissati dal BRF, al fine di assicurare lo stesso trattamento a tutti i gestori del contante.

La nuova regolamentazione stabilisce l'obbligo per le istituzioni creditizie e gli altri gestori professionali del contante di fornire ai propri clienti esclusivamente banconote in euro che siano state prelevate presso una BCN o la cui autenticità e qualità (idoneità alla circolazione) siano state controllate in conformità agli standard comuni stabiliti dal BRF. Per il ricircolo delle banconote al pubblico mediante ATM, i controlli richiesti devono essere effettuati da apparecchiature di trattamento del contante che siano state approvate dalla BCE ai fini del ricircolo, dopo che l'azienda produttrice abbia dimostrato a una BCN che l'apparecchiatura è in grado di autenticare e selezionare le banconote in modo affidabile. In linea di principio, ciascuna apparecchiatura viene approvata per un anno. Per questo motivo, i modelli testati vengono pubblicati sul sito Internet della BCE per la durata di un anno. Nel caso in cui le

banconote vengano reintrodotte nel ciclo mediante gli sportelli bancari, i controlli di autenticità e idoneità richiesti devono essere effettuati da personale addestrato, a meno che le banconote non siano state precedentemente verificate mediante apparecchiature testate da una BCN.

I test relativi alle apparecchiature di trattamento del contante, coordinati dalla BCE, sono svolti a livello decentrato dalle singole BCN, sulla base di una procedura comune. A partire dall'adozione di tale procedura da parte del Consiglio direttivo a dicembre 2005, un'ampia gamma di macchine prodotte in tutto il mondo ha superato i test e sono stati sviluppati nuovi tipi di apparecchiature. La BCE ha adottato vari provvedimenti per unificare ulteriormente le condizioni dei test e aggiorna regolarmente il relativo *test deck*, vale a dire il campione delle banconote autentiche e contraffatte, sulla base dei nuovi falsi trovati in circolazione.

3 IL PIANO D'AZIONE

L'area unica del contante in euro è diventata una realtà da alcuni anni; persistono tuttavia alcune difficoltà nelle operazioni transfrontaliere in contante all'ingrosso. Il Consiglio direttivo della

BCE ha pertanto sottolineato, in diverse occasioni, l'importanza di un contesto di equa concorrenza per le operazioni in contante e, secondo una linea a ciò coerente, l'Eurosistema ha adottato una serie di misure relative ai servizi di cassa. Nel febbraio 2007, la BCE ha approvato un piano d'azione che prevede alcuni passi procedurali che contribuiranno, nel medio termine, ad accrescere la convergenza dei servizi di cassa erogati dalle BCN. Una maggior convergenza è importante, in primo luogo perché consentirebbe ai diversi soggetti coinvolti – in particolare a quelli che svolgono le operazioni di cassa *cross-border* di volume più consistente – di cogliere appieno i vantaggi della moneta unica e, in secondo luogo, poiché produrrebbe condizioni di equità concorrenziale.

Contestualmente è stato sottolineato che l'Eurosistema non intende creare un unico sistema di offerta del contante, adatto a tutte le circostanze. È necessario tener presente i diversi contesti economici e geografici nazionali, e il processo di convergenza richiederà una certa flessibilità per quanto riguarda i requisiti della clientela, l'infrastruttura per il contante e i periodi transitori per il recepimento.

Un primo passo sulla strada dell'attuazione del programma è rappresentato dall'implementazione, dal 1° luglio 2007, dell'accesso remoto ai servizi di cassa delle BCN. Ciò significa che le istituzioni creditizie con sede nell'area dell'euro potranno accedere ai servizi di cassa erogati dalla banca centrale di un altro Stato membro partecipante, a patto che esse soddisfino le stesse condizioni per il ritiro e il deposito di contante previste per le istituzioni nazionali. Altri punti del programma allo studio sono la progettazione di standard comuni di confezionamento per il deposito e il prelievo di banconote a/dalle BCN a titolo gratuito, e un approccio comune a livello di Eurosistema per lo scambio di dati elettronici con i clienti professionali. In particolare, eventuali standard comuni di confezionamento avranno un impatto elevato sulle operazioni effettuate dai diversi partecipanti al ciclo del contante, poiché, per raggiungere un certo livello di armonizzazione, saranno necessari investimenti da parte delle BCN e degli operatori commerciali di tutti i paesi

che ora utilizzano soluzioni differenti. Ancora, è allo studio la necessità di procedere a un'ulteriore armonizzazione degli orari di apertura delle BCN, tenendo presente le diversità delle infrastrutture per il contante negli Stati membri. L'Eurosistema sta anche valutando l'opportunità di introdurre, come servizio comune e gratuito, il deposito e prelievo senza vincoli di orientamento delle banconote, dal momento che i progressi tecnologici sia dei macchinari per la gestione del contante, sia dei distributori di contanti (ATM) già oggi consentono di leggere e gestire le banconote in tutti e quattro i sensi. Tutti i provvedimenti menzionati dovrebbero portare a un miglioramento di efficienza e a un ulteriore sviluppo dell'area unica del contante in euro. In tale ambito, è opportuno ricordare che attualmente il maggior ostacolo alle operazioni transfrontaliere in contante all'ingrosso nell'area dell'euro è costituito dalle diverse norme che, a livello nazionale, regolano il trasporto del contante e, in particolare, quelle relative all'utilizzo delle armi da fuoco. Queste ultime, tuttavia, esulano dall'ambito di competenza della BCE, che appoggia comunque eventuali iniziative che promuovano un'ulteriore armonizzazione in quest'area a livello europeo.

4 IL CAMBIO DEL SEGNO MONETARIO IN SLOVENIA E ALTRI CAMBI FUTURI

La Slovenia ha adottato l'euro con successo il 1° gennaio 2007. Dopo un periodo di doppia circolazione, durato due settimane, durante il quale era possibile effettuare pagamenti sia in talleri che in euro, quest'ultimo è diventato la valuta ufficiale il 15 gennaio 2007. Il *changeover* ha assunto il carattere di un "big bang", nel senso che non era previsto alcun periodo transitorio, diversamente da quanto accadde per i 12 paesi della "prima ondata", che hanno introdotto le banconote e le monete in euro il 1° gennaio 2002.

Il 10 luglio 2007, il Consiglio dell'Unione europea ha adottato una decisione con la quale ha consentito a Cipro e a Malta di introdurre l'euro come valuta ufficiale dal 1° gennaio 2008. L'Eurosistema fornirà sostegno a Cipro e Malta per i preparativi necessari al *changeover* sulla base

dell'Indirizzo per la sostituzione del contante in euro, adottato dal Consiglio direttivo della BCE il 14 luglio 2006.

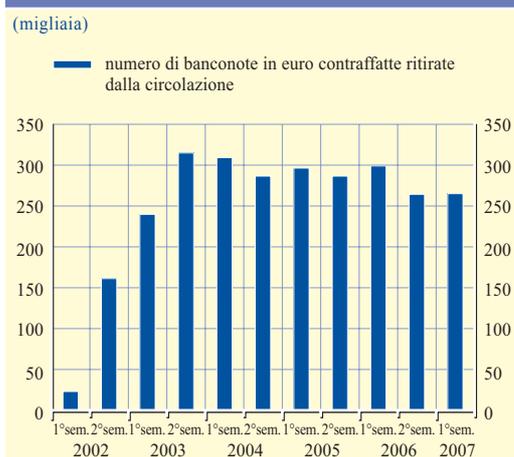
I due paesi introdurranno le banconote e le monete in euro secondo uno scenario di "big-bang", che prevede un periodo di doppia circolazione di un mese. L'Eurosistema fornirà, sulla base di un accordo di prestito, un ammontare complessivo pari a circa 170 milioni di banconote in euro, per coprire il fabbisogno necessario per il lancio della nuova moneta e quello relativo al 2008. Il trasferimento del contante sarà effettuato nell'autunno del 2007, per garantire un avvio tempestivo delle operazioni di consegna anticipata di prima e seconda istanza ¹⁾.

A Cipro la consegna anticipata di prima istanza delle banconote in euro inizierà il 19 novembre 2007, mentre quella delle monete, coniate dalla Zecca finlandese sulla base di una gara d'appalto, comincerà il 22 ottobre 2007. A partire da tali date, prenderà avvio la consegna anticipata di seconda istanza del contante in euro. Circa 40.000 kit di avvio, contenenti un mix adeguato di monete di tagli differenti per le operazioni in contante, saranno distribuiti dal 3 dicembre 2007 a esercizi al dettaglio e ad altri operatori nei primi giorni successivi all'*euro day*, per un valore di 172 euro ciascuno. Inoltre, alla stessa data, saranno distribuiti al pubblico 250.000 mini-kit, per un valore unitario di 17,09 euro.

A Malta, la consegna anticipata di prima istanza delle banconote in euro avrà inizio a fine ottobre/inizio novembre 2007, mentre quella delle monete in euro, coniate, sempre sulla base di una gara d'appalto, dalla Zecca di Parigi, è stata avviata a fine settembre 2007. Le operazioni di consegna anticipata di seconda istanza agli operatori inizieranno il 1° dicembre 2007, contemporaneamente alla distribuzione di kit di avvio per le monete, ciascuno del valore di 131 euro, ai piccoli esercizi, in particolare al comparto al dettaglio. Il pubblico potrà acquistare alcuni mini kit del valore di 11,65 euro a partire dal 10 dicembre 2007.

A Cipro e Malta, le banconote e le monete in valuta nazionale saranno rimborsate dalla banca

Figura 3 Numero di banconote in euro contraffatte ritirate dalla circolazione



Fonte: BCE.

centrale, rispettivamente, per un periodo di dieci e due anni.

L'articolo 52 dello Statuto del Sistema europeo delle banche centrali e della Banca centrale europea stabilisce che il Consiglio direttivo della BCE adotti tutte le misure necessarie per assicurare che le banconote denominate in valute con tassi di cambio con l'euro irrevocabilmente fissati, vengano cambiate dalle BCN al loro rispettivo valore di parità. In riferimento a ciò, il 24 luglio 2006 il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un Indirizzo relativo al cambio di tali banconote. A seguito dell'introduzione dell'euro a Cipro e a Malta, le BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro cambieranno, dal 1° gennaio al 28 febbraio 2008, le banconote denominate in sterlina cipriota e in lira maltese al valore di parità con l'euro. Il servizio sarà gratuito. L'ammontare giornaliero massimo previsto è pari a 1.000 euro per ogni soggetto/operazione determinati. Un elenco degli indirizzi delle sedi delle BCN presso le quali è possibile effettuare

1) La "consegna anticipata di prima istanza" si riferisce al trasferimento di banconote e monete in euro da parte delle BCN alle istituzioni creditizie, prima dell'introduzione dell'euro. Con "consegna anticipata di seconda istanza" si intende la distribuzione, da parte delle istituzioni creditizie, delle banconote e delle monete ricevute in consegna a esercizi al dettaglio ed altri operatori.

il cambio delle banconote, e dei rispettivi orari di apertura, è disponibile sul sito web della BCE.

5 CONTRAFFAZIONE E TENDENZE TECNICHE

Nel corso degli ultimi quattro anni, il numero totale dei biglietti contraffatti ritirati dalla circolazione è rimasto in larga misura stabile, con una media di poco inferiore a 50.000 banconote al mese. La figura 3 mostra che, più recentemente, la media si è ridotta a un livello di 40.000 banconote al mese.

L'efficacia di un sistema di deterrenza alla contraffazione che impedisca l'acquisizione, tramite personal computer o strumenti per l'elaborazione digitale, dell'immagine di una banconota protetta e la sua riproduzione ha avuto un importante impatto sulle tecniche di contraffazione applicate nel corso degli anni. Il Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDGD), al quale la BCE partecipa, insieme a molte altre banche centrali di tutto il mondo, intende promuovere l'adozione, su base volontaria, da parte dei produttori di hardware e software di un sistema di deterrenza in grado di impedire l'utilizzo, con finalità di contraffazione delle banconote, di PC, software e strumenti per l'acquisizione di immagini digitali. Le banconote in euro, all'inizio della loro storia, venivano falsificate con l'ausilio di stampanti a getto di inchiostro e laser, oppure di fotocopiatrici a colori. Tuttavia, il successo dei sistemi sviluppati dal CBCDGD ha determinato una notevole diminuzione del volume dei biglietti contraffatti prodotti con sistemi informatici, mentre è aumentato il numero dei falsi prodotti sulla base di tecniche di stampa tradizionali. Oggi, circa la metà dei falsi individuati e ritirati dalla circolazione è stata prodotta con strumenti di stampa tradiziona-

li, riconducibili un numero di fonti di approvvigionamento inferiore a dieci.

6 LA PROGETTAZIONE DELLA SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

L'attività di contraffazione, come si presenta oggi, non comporta la necessità di cambiare la serie esistente di banconote in euro. Tuttavia, per essere pronta a contrastare nuovi sviluppi in tale ambito e mantenersi tecnologicamente all'avanguardia rispetto ai falsari, la BCE, come le altre banche centrali, deve continuamente migliorare la protezione delle banconote contro la contraffazione. Per tale ragione, ad aprile 2005, il Consiglio direttivo ha approvato un *master plan* per la creazione e l'introduzione di una seconda serie di banconote in euro (ES2), che ha rappresentato il punto di partenza di successivi lavori di programmazione e progettazione. Il *master plan* specifica che il disegno della ES2 deve ispirarsi al tema "le epoche e gli stili" della serie attuale, in maniera tale da rendere le nuove banconote immediatamente riconoscibili come banconote in euro. Prevede inoltre che l'introduzione delle banconote ES2 sia graduale, con intervalli tra i diversi tagli, e l'immissione, almeno all'avvio, di una denominazione alla volta. Nel corso del 2005, la BCE ha accertato i requisiti funzionali e tecnici dei diversi utilizzatori di banconote mediante consultazioni e indagini rivolte al pubblico. In questa fase di avvio del progetto, è stato fissato un primo elenco delle possibili caratteristiche di sicurezza visive o leggibili mediante dispositivi, dal quale saranno selezionate le caratteristiche di sicurezza finali. Per tutta la durata dei lavori relativi alla progettazione delle banconote ES2, la BCE si manterrà in contatto con tutti i principali soggetti coinvolti (cfr. riquadro 1).

Riquadro 1

I SOGGETTI COINVOLTI NELLA PROGETTAZIONE DELLA SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

La principale sfida posta dalla progettazione di una nuova serie di banconote in euro consiste nell'assicurare, da una parte, che le nuove banconote siano innovative e difficili da falsificare

e, dall'altra, che siano facili da controllare, con caratteristiche di sicurezza di semplice comprensione. Nel contempo, le banconote in euro dovrebbero essere rese sufficientemente resistenti all'usura. Un altro aspetto di particolare rilievo per lo sviluppo delle banconote in euro è assicurare che tutte le stamperie (attualmente sono 15 quelle accreditate per la stampa delle banconote in euro) siano in grado di garantire un livello qualitativo elevato e coerente. Inoltre, l'Eurosistema dovrebbe tener conto delle esigenze di tutti i diversi soggetti coinvolti. Indagini presso il pubblico e incontri con associazioni europee, quali European Payments Council, European Security Transport Association, EuroCommerce, le Associazioni europee dei consumatori e la European Blind Union, forniscono alla BCE il necessario feedback. Altri soggetti coinvolti sono i produttori di distributori automatici e gli operatori di centri privati specializzati nel trattamento di rilevanti volumi di banconote in euro. Questi sono diventati sempre più importanti negli ultimi anni, in particolare con l'attuazione del quadro di riferimento per il ricircolo delle banconote, e stanno diventando gli operatori chiave del ciclo del contante. Pertanto la BCE è in stretto contatto anche con i produttori di tali dispositivi e/o dei sensori per banconote. Come nel caso dell'introduzione della prima serie di banconote, tali produttori saranno invitati dalla BCE a modificare e a verificare le proprie apparecchiature non appena saranno disponibili le banconote-campione con le specifiche finali.

Al fine di poter individuare le migliori caratteristiche di sicurezza, è stato avviato un esteso programma per verificare l'effettiva possibilità sia della produzione industriale delle varie caratteristiche di sicurezza, sia della produzione su larga scala delle banconote con le caratteristiche incluse nella lista di selezione. Allo stesso tempo, sono state raccolte informazioni su vari aspetti delle caratteristiche di sicurezza, ad esempio la resistenza alla contraffazione, i requisiti per il controllo di qualità, i costi, i diritti di proprietà intellettuali, la situazione della catena di fornitura, nonché problematiche legate alla salute, alla sicurezza e alla tutela dell'ambiente. Il processo di validazione industriale, durante il quale sono stati verificati tutti gli aspetti relativi alle future caratteristiche di sicurezza, è stato quasi completato.

Una volta individuate le caratteristiche di sicurezza, il programma di sviluppo entrerà nella fase successiva: la scelta del disegno della nuova serie delle banconote in euro. La sfida che il disegnatore si trova ad affrontare è riuscire a integrare le caratteristiche di sicurezza prescelte all'interno di un disegno esteticamente gradevole che renda le banconote sicure e di facile utilizzo. Per essere semplici per l'utenza, le banconote devono avere un disegno che renda le caratteristiche di sicurezza facilmente riconoscibili

li e comunicabili al pubblico in maniera chiara e comprensibile. Al fine di disporre di linee guida per il disegno delle banconote e capire come migliorare le campagne informative, la BCE ha effettuato diversi studi (cfr. riquadro 2). In relazione a ciò, il disegnatore dovrà, per quanto possibile, mantenere i tratti peculiari della serie attuale, in maniera tale che le banconote della nuova serie saranno facilmente riconoscibili come banconote in euro. Pertanto, elementi quali finestre, portali, ponti, la bandiera europea e la cartina dell'Europa andranno mantenuti nella nuova serie. La cartina sul retro delle banconote sarà modificata per rappresentare l'Unione europea allargata. La scelta del disegno sarà seguita dal lavoro di "originazione"²⁾, necessario per la produzione delle banconote, e dall'elaborazione della versione preliminare delle relative specifiche tecniche.

L'ultima fase prima della stampa su larga scala sarà il lancio della produzione pilota, effettuato in alcune stamperie, durante il quale verranno analizzati nel dettaglio tutti gli aspetti legati al processo. La produzione su larga scala richiede

2) "Originazione" si riferisce al processo di preparazione di un'immagine di alta qualità e alla trasformazione dei disegni in strumenti di produzione, quali lastre per la stampa e materiale specifico per le diverse fasi produttive.

Riquadro 2

LA COMUNICAZIONE RELATIVA ALL'INTRODUZIONE DELLA SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

Le indagini qualitative condotte dalla BCE suggeriscono che gli utilizzatori del contante in genere non fanno molta attenzione alle caratteristiche di sicurezza delle banconote in euro e ne riconoscono solo un numero limitato. Solo pochi intervistati sono stati in grado di elencarne o descriverne le funzionalità. Nella maggior parte dei casi, la conoscenza si limita alle caratteristiche di sicurezza tradizionali – le proprietà tattili, la filigrana e il filo di sicurezza. I risultati della ricerca dimostrano che il pubblico ha fiducia nel fatto che le banche centrali emettano banconote sicure e, probabilmente in conseguenza di ciò, le controlla raramente. Inoltre, il pubblico sembra avere una certa difficoltà nel localizzare le caratteristiche di sicurezza sulle banconote. Per questo motivo, la comunicazione sulle caratteristiche di sicurezza è un aspetto importante e una sfida continua. Essa può essere agevolata da un design che faciliti il compito dell'utilizzatore. Alla luce di ciò, la BCE, per testare le nuove caratteristiche di sicurezza delle banconote ES2 e le eventuali soluzioni artistiche, effettua un'attività di ricerca di carattere qualitativo mirata ad analizzare le percezioni del pubblico. Dei risultati ottenuti si terrà conto per la realizzazione delle banconote ES2; ciò contribuirà a renderne più agevole l'accettazione da parte del pubblico.

Analoghe ricerche qualitative, condotte per preparare le campagne informative sulla serie corrente di banconote, hanno contribuito a rendere gli strumenti di comunicazione – quali opuscoli, volantini e mezzi di comunicazione elettronici – più comprensibili, evitando il ricorso a tecnicismi per illustrare le caratteristiche di sicurezza e fornendo istruzioni semplici sulle modalità di autenticazione delle banconote.

rà ingenti lavori di preparazione sia in termini di investimenti potenziali per i macchinari di stampa, che di implementazione di eventuali nuovi requisiti per la gestione della qualità e per i sistemi di monitoraggio della produzione.

Dopo il lancio delle banconote ES2, la circolazione delle banconote della vecchia serie verrà gradualmente ridotta. A un certo punto, la circolazione avrà raggiunto un livello tale per cui queste banconote non saranno più utilizzate nelle operazioni quotidiane in contante. In linea con le strategie adottate dalla maggior parte delle banche centrali con riferimento alle loro valute, la BCE informerà il pubblico, con notevole anticipo, della data di cessazione del corso legale delle banconote in euro della vecchia serie, vale a dire quando non saranno più accettate come mezzo di pagamento. Tuttavia, le banconote in euro della vecchia serie verranno cambiate dalle BCN per un periodo di tempo illimitato.

7 CONCLUSIONI

La continua crescita della circolazione delle banconote in euro mostra che, nonostante lo sviluppo di altri mezzi di pagamento, il contante continua a essere uno strumento importante. Il presente articolo illustra il lavoro svolto dall'Eurosistema per migliorare l'efficienza del ciclo di cassa e, ove opportuno, ottenere un'ulteriore integrazione dei sistemi di cassa nazionali nell'area dell'euro. In considerazione delle rilevanti differenze nazionali dei cicli del contante e del numero e della varietà delle parti coinvolte, si tratta di un processo lungo e complesso che richiede tempo, un impegno considerevole e notevoli investimenti. Uno degli obiettivi principali è accrescere la convergenza sia dei servizi erogati dalle BCN, sia della qualità delle banconote in circolazione. Contestualmente, è interesse dell'Eurosistema ottenere soluzioni efficienti ed efficaci a livello nazionale, capaci di inglobare i progressi tecnologici, piuttosto che



avere cicli del contante identici in tutti gli Stati membri dell'area dell'euro. Inoltre, sono stati avviati i lavori di progettazione di una nuova serie di banconote in euro che incorporerà caratteristiche di sicurezza nuove e migliori, pur mantenendo un disegno prossimo a quello della serie corrente. Considerati i tempi lunghi richiesti per tali lavori, si prevede che il primo taglio della nuova serie sarà posto in circolazione tra qualche anno.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

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 DELL'AREA DELL'EURO	
3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale	S26
3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro	S30
3.3 Famiglie	S32
3.4 Società non finanziarie	S33
3.5 Società di assicurazione e fondi pensione	S34
4 MERCATI FINANZIARI	
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S35
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S36
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S38
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S42
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario	S44
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato	S45
4.8 Indici del mercato azionario	S46
5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S47
5.2 Produzione e domanda	S50
5.3 Mercato del lavoro	S54

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

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

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

Tutti i dati relativi al 2007 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.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

Segni convenzionali nelle tavole

“-”	dati inesistenti / non applicabili
“.”	dati non ancora disponibili
“...”	zero o valore trascurabile
“miliardi”	10 ⁹
(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 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ¹⁾²⁾	M3 ¹⁾²⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ¹⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ¹⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,4	7,9	7,4	-	-8,1	12,6	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	-10,9	15,8	3,08	3,86
2006 4° trim.	6,8	8,7	9,0	-	-11,2	16,6	3,59	3,86
2007 1° trim.	7,0	9,1	10,2	-	-10,6	15,9	3,82	4,08
2° trim.	6,2	9,2	10,6	-	-10,5	17,5	4,07	4,42
3° trim.	.	.	.	.	.	.	4,49	4,48
2007 apr.	6,0	8,8	10,3	10,6	10,4	16,7	3,98	4,25
mag.	5,9	9,3	10,6	10,6	10,4	17,8	4,07	4,37
giu.	6,1	9,5	10,9	11,1	10,8	18,2	4,15	4,66
lug.	6,8	10,4	11,7	11,4	11,0	19,5	4,22	4,63
ago.	6,8	10,6	11,6	.	11,2	.	4,54	4,43
set.	.	.	.	.	.	.	4,74	4,37

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	2,7	1,5	1,3	81,2	0,9	8,6
2006	2,2	5,1	2,6	2,8	4,0	83,3	1,5	7,9
2007 1° trim.	1,9	2,9	2,3	3,2	3,8	84,6	1,7	7,2
2° trim.	1,9	2,4	2,4	2,5	2,6	84,5	1,7	7,0
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 apr.	1,9	2,4	-	-	2,9	84,8	-	7,0
mag.	1,9	2,4	-	-	2,7	-	-	7,0
giu.	1,9	2,2	-	-	2,3	-	-	6,9
lug.	1,8	1,8	-	-	3,6	84,2	-	6,9
ago.	1,7	1,7	-	-	.	.	-	6,9
set.	2,1	.	-	-	.	.	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 ³⁾ (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	104,2	1,2441
2006	0,4	28,6	-158,8	263,5	325,8	103,6	104,5	1,2556
2006 4° trim.	22,5	17,8	-59,4	120,4	325,8	104,6	105,4	1,2887
2007 1° trim.	2,8	7,6	-24,2	122,2	331,6	105,5	106,1	1,3106
2° trim.	-2,9	19,5	-82,9	90,6	325,3	107,1	107,7	1,3481
3° trim.	.	.	.	.	.	107,6	108,2	1,3738
2007 apr.	-3,7	4,3	-24,5	15,6	330,0	107,1	107,8	1,3516
mag.	-12,1	4,2	-13,4	5,0	327,4	107,3	107,9	1,3511
giu.	12,9	11,0	-45,0	70,1	325,3	106,9	107,4	1,3419
lug.	4,1	7,9	2,7	33,9	328,8	107,6	108,1	1,3716
ago.	.	.	.	.	330,4	107,1	107,7	1,3622
set.	.	.	.	.	.	108,2	108,9	1,3896

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

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

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	7 settembre 2007	14 settembre 2007	21 settembre 2007	28 settembre 2007
Oro e crediti in oro	171.940	171.902	171.868	186.233
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	144.749	145.388	147.045	141.973
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	25.156	23.871	23.219	23.907
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	15.891	16.255	14.750	16.098
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	446.286	534.036	420.612	455.216
Operazioni di rifinanziamento principali	256.001	269.001	155.001	190.000
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	190.001	264.999	264.999	265.000
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	279	19	611	215
Crediti connessi a scarti di garanzia	5	17	1	1
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	11.099	11.346	12.805	13.276
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	94.853	94.678	94.537	95.415
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	37.145	37.148	37.148	37.122
Altre attività	260.264	264.683	267.599	281.156
Attività totali	1.207.383	1.299.307	1.189.583	1.250.396

2. Passività

	7 settembre 2007	14 settembre 2007	21 settembre 2007	28 settembre 2007
Banconote in circolazione	639.169	637.460	634.952	637.292
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	182.577	276.266	155.114	192.150
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	181.548	274.577	154.671	186.667
Depositi overnight	1.029	1.677	427	5.472
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	12	16	11
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	142	143	139	170
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	68.059	64.333	76.318	73.572
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	20.927	22.058	21.786	23.913
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	135	572	646	613
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	18.647	18.143	18.529	18.112
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.517	5.517	5.517	5.398
Altre passività	86.307	88.912	90.678	99.223
Rivalutazioni	117.010	117.010	117.010	131.060
Capitale e riserve	68.893	68.893	68.894	68.893
Passività totali	1.207.383	1.299.307	1.189.583	1.250.396

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

Fonte: BCE.

- Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema, alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla operazione di rifinanziamento principale che segue la discussione del Consiglio Direttivo).
- 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 ^{1), 2)}

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

1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine ³⁾

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)	
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato		
1	2	3	4	5	6	7		
Operazioni di rifinanziamento principali								
2007	6 giu.	331.056	322	279.000	3,75	3,75	3,77	7
	13	363.785	344	282.000	4,00	4,06	4,07	7
	20	365.298	361	288.000	4,00	4,06	4,07	7
	27	340.137	341	313.500	4,00	4,07	4,08	7
	4 lug.	357.489	334	298.000	4,00	4,03	4,05	7
	11	382.686	352	292.000	4,00	4,06	4,06	7
	18	375.272	376	301.500	4,00	4,06	4,06	7
	25	370.371	358	315.500	4,00	4,06	4,07	7
	1 ago.	373.286	329	298.000	4,00	4,04	4,06	7
	8	391.978	319	292.500	4,00	4,06	4,07	7
	15	426.994	344	310.000	4,00	4,08	4,10	7
	22	439.747	355	275.000	4,00	4,08	4,09	7
	29	352.724	320	210.000	4,00	4,08	4,09	7
	5 set.	426.352	356	256.000	4,00	4,15	4,19	7
	12	406.119	381	269.000	4,00	4,14	4,17	7
	19	356.281	371	155.000	4,00	4,15	4,16	7
	26	368.995	378	190.000	4,00	4,27	4,29	7
	3 ott.	298.721	316	163.000	4,00	4,14	4,16	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2006	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
	31 mag.	72.697	147	50.000	-	4,06	4,07	91
	28 giu.	66.319	139	50.000	-	4,11	4,12	91
	26 lug.	78.703	144	50.000	-	4,20	4,20	98
	24 ago.	125.787	146	40.000	-	4,49	4,61	91
	30	119.755	168	50.000	-	4,56	4,62	91
	13 set.	139.021	140	75.000	-	4,35	4,52	90
	27	85.353	159	50.000	-	4,50	4,63	84

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 ⁴⁾	Tasso medio ponderato		
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
2006	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
	14 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	2.460	7	2.460	3,75	-	-	-	1
	12 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	12.960	11	6.000	3,75	-	-	-	1
	10 lug.	Operazione temporanea	17.385	18	2.500	-	4,00	4,06	4,07	1
	9 ago.	Operazione temporanea	94.841	49	94.841	4,00	-	-	-	1
	10	Operazione temporanea	110.035	62	61.050	-	4,00	4,05	4,08	3
	13	Operazione temporanea	84.452	59	47.665	-	4,00	4,06	4,07	1
	14	Operazione temporanea	45.967	41	7.700	-	4,00	4,07	4,07	1
	6 set.	Operazione temporanea	90.895	46	42.245	-	4,00	4,06	4,13	1
	11	Raccolta di depositi a tempo determinato	66.388	37	60.000	4,00	-	-	-	1

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 ¹⁾	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	
							2	3	4	5	6
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007 1° trim.	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8	
2007 apr.	16.456,1	8.764,2	677,6	2.021,0	1.387,2	3.606,1	
mag.	16.718,7	8.886,3	701,9	2.044,3	1.439,8	3.646,4	
giu.	16.753,3	8.940,5	677,6	2.066,6	1.383,5	3.685,1	
lug.	16.770,1	8.956,1	694,0	2.037,2	1.392,1	3.690,7	

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	6
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 1° trim.	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
2° trim.	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
2007 10 lug.	188,3	189,6	1,2	0,0	4,06
7 ago.	191,3	192,0	0,7	0,0	4,06
11 set.	191,9	192,7	0,9	0,0	4,09
9 ott. ^(c)	192,5				

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità				Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
		Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema				Altre operazioni di assorbimento di liquidità ⁽⁴⁾		
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 1° trim.	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2
2007 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
14 mag.	326,1	281,6	150,0	0,3	0,0	0,5	0,1	620,0	51,3	-97,2	183,2	803,8
12 giu.	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7
10 lug.	323,0	295,4	150,0	0,2	0,1	0,3	0,0	631,3	53,9	-106,4	189,6	821,2
7 ago.	316,7	301,7	150,0	0,1	0,0	0,4	0,0	639,7	52,3	-115,8	192,0	832,1
11 set.	317,3	268,7	171,7	0,2	10,7	0,4	1,7	639,2	52,3	-117,8	192,7	832,4

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) A partire dal 1° gennaio 2007 comprende le operazioni di politica monetaria condotte in forma di raccolta di depositi a tasso fisso dalla Banka Slovenije e ancora in essere successivamente a tale data.



MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro					Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 1° trim.	1.576,7	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,6
2007 apr.	1.588,8	700,1	19,1	0,6	680,4	243,5	210,2	2,2	31,1	-	17,7	355,8	15,3	256,4
mag.	1.629,8	724,7	18,1	0,6	705,9	248,1	213,5	2,1	32,5	-	17,8	354,0	15,3	269,8
giu.	1.651,5	751,5	17,7	0,6	733,1	249,8	213,2	2,2	34,3	-	17,8	354,1	15,4	263,0
lug.	1.669,9	762,7	17,7	0,6	744,3	254,5	216,8	2,2	35,5	-	17,5	357,5	15,7	262,0
ago. ^(e)	1.649,6	730,5	17,7	0,6	712,1	256,1	217,4	2,2	36,6	-	17,6	360,6	15,6	269,2
IFM escluso l'Eurosistema														
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.973,9	14.904,2	810,5	9.160,3	4.933,4	3.555,2	1.276,5	645,8	1.632,8	83,5	1.194,5	4.330,1	172,6	1.733,9
2007 1° trim.	27.107,8	15.340,0	801,4	9.441,0	5.097,6	3.661,0	1.282,2	685,8	1.693,0	92,4	1.244,5	4.684,7	195,1	1.890,1
2007 apr.	27.479,0	15.500,4	802,3	9.526,0	5.172,2	3.671,1	1.258,8	706,3	1.706,0	96,9	1.314,3	4.802,2	199,6	1.894,5
mag.	27.847,8	15.613,6	797,8	9.600,2	5.215,7	3.746,4	1.291,6	733,9	1.720,9	95,0	1.352,8	4.901,2	200,6	1.938,1
giu.	28.062,4	15.778,7	798,1	9.711,6	5.268,9	3.763,6	1.284,4	758,2	1.721,0	96,1	1.277,0	4.872,5	201,5	2.073,1
lug.	28.139,0	15.880,2	799,7	9.809,5	5.271,0	3.773,7	1.257,3	775,5	1.740,9	97,1	1.260,0	4.927,3	198,1	2.002,7
ago. ^(e)	28.163,3	15.965,5	793,2	9.848,0	5.324,3	3.743,3	1.228,1	780,8	1.734,4	95,5	1.247,9	4.915,9	198,2	1.997,0

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 1° trim.	1.576,7	632,7	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
2007 apr.	1.588,8	641,6	455,5	42,0	19,8	393,7	-	0,1	213,6	43,1	234,9
mag.	1.629,8	644,9	482,3	47,2	21,3	413,8	-	0,1	211,4	42,5	248,6
giu.	1.651,5	652,6	495,2	51,2	23,3	420,7	-	0,1	207,0	51,0	245,6
lug.	1.669,9	660,0	511,4	53,3	21,8	436,4	-	0,1	209,5	43,9	244,8
ago. ^(e)	1.649,6	657,0	482,8	52,9	17,5	412,5	-	0,1	212,3	46,9	250,5
IFM escluso l'Eurosistema											
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.973,9	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	697,7	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.330,5
2007 1° trim.	27.107,8	-	13.595,8	139,0	8.060,9	5.395,9	758,7	4.424,8	1.529,7	4.255,7	2.543,1
2007 apr.	27.479,0	-	13.693,8	131,6	8.111,4	5.450,8	779,2	4.447,9	1.546,8	4.407,7	2.603,6
mag.	27.847,8	-	13.850,8	152,6	8.177,2	5.521,0	797,5	4.502,3	1.547,6	4.519,8	2.629,7
giu.	28.062,4	-	14.029,5	170,2	8.278,0	5.581,3	795,6	4.521,2	1.554,9	4.450,4	2.710,8
lug.	28.139,0	-	14.039,8	126,0	8.325,0	5.588,9	809,7	4.548,1	1.571,8	4.496,7	2.672,9
ago. ^(e)	28.163,3	-	14.047,5	120,2	8.323,0	5.604,3	801,7	4.575,8	1.572,4	4.537,7	2.628,3

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 ¹⁾

(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											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 1° trim.	20.649,7	10.262,7	821,1	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,5
2007 apr.	20.919,1	10.348,0	821,4	9.526,6	2.177,5	1.469,0	708,5	916,8	5.157,9	214,9	2.104,0
mag.	21.217,6	10.416,7	815,9	9.600,8	2.241,1	1.505,1	736,0	928,0	5.255,2	215,9	2.160,7
giu.	21.398,4	10.528,1	815,9	9.712,2	2.258,0	1.497,6	760,4	880,4	5.226,6	216,9	2.288,4
lug.	21.461,0	10.627,6	817,5	9.810,1	2.251,8	1.474,1	777,7	865,5	5.284,8	213,7	2.217,6
ago. ^(e)	21.452,0	10.659,6	810,9	9.848,6	2.228,5	1.445,5	783,0	853,8	5.276,5	213,9	2.219,8
Transazioni											
2005	1.608,6	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,5	1,4	240,4
2006	1.998,2	877,3	-14,4	891,6	10,6	-96,8	107,4	98,5	802,0	6,4	203,5
2007 1° trim.	884,7	254,0	-8,2	262,2	63,2	19,0	44,2	20,8	394,4	0,5	151,8
2007 apr.	307,1	92,5	0,4	92,1	3,7	-17,0	20,7	57,0	151,4	1,0	1,6
mag.	269,8	69,4	-5,5	74,9	60,5	36,4	24,1	6,3	77,3	1,0	55,3
giu.	197,0	119,0	-0,4	119,4	19,8	-5,7	25,5	-46,8	-20,7	1,0	124,8
lug.	90,7	102,3	1,5	100,8	-5,9	-23,9	18,1	-11,1	79,6	-3,3	-71,0
ago. ^(e)	-12,2	32,3	-6,5	38,8	-24,4	-30,3	5,8	-10,1	-12,1	0,1	2,0

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 ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	157,9	7.906,5	614,1	2.587,9	1.276,5	4.026,5	2.566,1	15,7
2007 1° trim.	20.649,7	588,4	183,8	8.078,4	666,3	2.701,6	1.341,8	4.295,3	2.775,4	18,7
2007 apr.	20.919,1	594,7	173,6	8.131,2	682,3	2.710,9	1.345,1	4.450,8	2.838,5	-8,0
mag.	21.217,6	597,6	199,8	8.198,6	702,5	2.749,0	1.316,4	4.562,2	2.878,4	13,2
giu.	21.398,4	604,9	221,4	8.301,3	699,6	2.766,0	1.347,4	4.501,3	2.956,4	0,0
lug.	21.461,0	612,9	179,3	8.346,7	712,6	2.771,9	1.369,3	4.540,6	2.917,7	9,9
ago. ^(e)	21.452,0	610,5	173,1	8.340,5	706,1	2.805,0	1.373,0	4.584,6	2.878,8	-19,6
Transazioni										
2005	1.608,6	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	96,2	448,0	333,8	-50,8
2006	1.998,2	59,4	-15,2	683,7	27,0	285,6	57,3	601,6	253,4	45,4
2007 1° trim.	884,7	-4,2	24,8	157,1	54,5	117,5	39,0	292,5	196,8	6,9
2007 apr.	307,1	6,3	-10,2	57,5	18,0	19,0	-4,0	191,2	46,6	-17,4
mag.	269,8	2,8	26,2	65,1	15,6	32,3	-28,3	91,6	45,4	19,0
giu.	197,0	7,3	21,6	102,2	-2,6	17,5	35,4	-57,1	78,8	-6,0
lug.	90,7	8,0	-42,7	47,8	13,7	9,7	22,0	58,0	-39,5	13,9
ago. ^(e)	-12,2	-2,3	-6,2	-7,2	-6,9	32,3	4,6	40,7	-36,9	-30,2

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 ¹⁾

(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 ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle ammi- nistrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero ³⁾
	M1	M2-M1	M2	M3-M2					Prestiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8		9	10	11
Consistenze											
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	422,2
2006	3.676,6	2.953,1	6.629,7	1.102,1	7.731,8	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	632,9
2007 1° trim.	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,3	8.002,0	-	5.604,1	2.301,4	10.978,1	9.444,7	766,4
2007 apr.	3.740,1	3.106,4	6.846,5	1.190,3	8.036,9	-	5.634,6	2.277,1	11.095,8	9.516,8	731,5
mag.	3.768,7	3.127,9	6.896,6	1.217,3	8.113,9	-	5.653,3	2.313,9	11.212,4	9.592,8	726,6
giu.	3.784,4	3.170,8	6.955,2	1.227,7	8.183,0	-	5.723,1	2.300,4	11.321,0	9.683,5	720,4
lug.	3.804,9	3.228,6	7.033,5	1.236,1	8.269,6	-	5.766,7	2.285,9	11.434,6	9.782,6	740,6
ago. ^(e)	3.827,7	3.273,2	7.100,9	1.243,2	8.344,1	-	5.800,0	2.265,2	11.552,1	9.888,0	692,1
Transazioni											
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,1
2006	255,5	309,9	565,4	130,2	695,6	-	427,0	-114,1	1.105,0	896,5	200,2
2007 1° trim.	63,6	105,4	169,0	91,1	260,1	-	150,0	-23,7	298,7	258,8	141,4
2007 apr.	-5,5	43,9	38,4	1,1	39,5	-	35,0	-22,5	122,9	79,2	-32,9
mag.	27,9	20,6	48,4	21,4	69,9	-	13,8	37,0	109,4	76,8	-5,0
giu.	14,6	43,7	58,3	8,9	67,2	-	75,2	-12,1	118,4	98,6	-2,1
lug.	21,2	58,9	80,1	8,8	88,9	-	48,2	-15,0	121,1	102,0	22,9
ago. ^(e)	22,4	44,3	66,8	8,9	75,7	-	30,8	-22,4	120,1	105,7	-48,9
Variazioni percentuali											
2005 dic.	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1
2006 dic.	7,5	11,7	9,3	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,2
2007 mar.	7,0	12,7	9,5	20,1	11,0	10,5	9,2	-4,9	10,9	10,6	341,2
2007 apr.	6,0	12,4	8,8	19,4	10,3	10,6	9,1	-5,6	10,8	10,4	315,8
mag.	5,9	13,6	9,3	18,6	10,6	10,6	8,7	-3,1	11,1	10,4	297,5
giu.	6,1	13,9	9,5	19,8	10,9	11,1	9,3	-3,6	11,5	10,8	262,2
lug.	6,8	15,0	10,4	19,5	11,7	11,4	9,3	-3,7	11,6	11,0	279,6
ago. ^(e)	6,8	15,3	10,6	17,8	11,6	.	9,4	-4,2	11,8	11,2	246,6

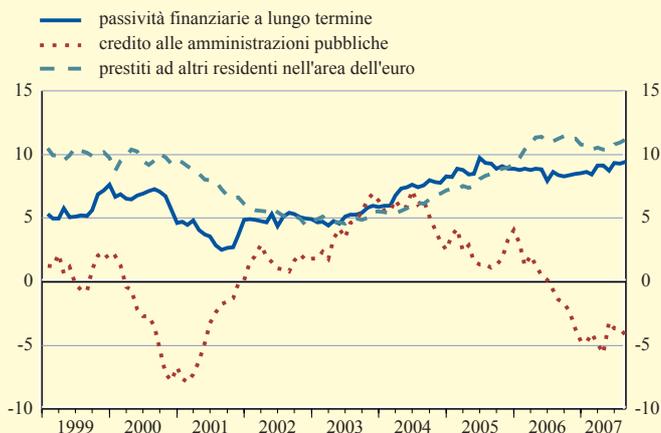
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

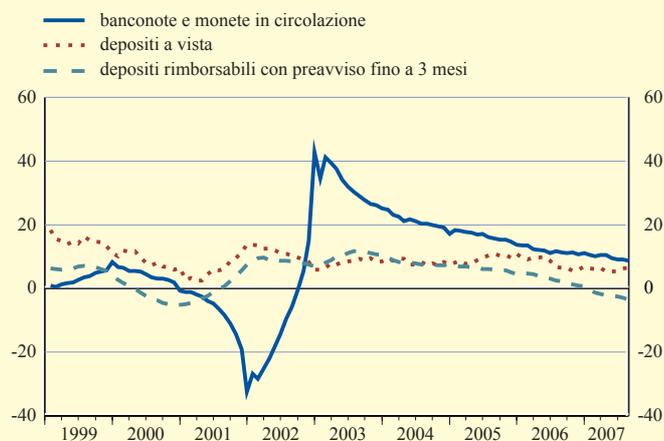
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	241,6	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006	579,0	3.097,6	1.401,7	1.551,4	272,0	631,4	198,7	2.396,2	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 1° trim.	592,1	3.154,7	1.528,2	1.536,8	280,3	670,0	239,9	2.461,4	107,8	1.696,4	1.338,5
2007 apr.	597,4	3.142,7	1.573,3	1.533,0	271,6	676,3	242,4	2.467,7	108,7	1.707,3	1.351,0
mag.	597,8	3.170,9	1.595,6	1.532,3	270,5	691,8	255,0	2.488,9	108,6	1.729,1	1.326,7
giu.	599,2	3.185,3	1.645,0	1.525,8	285,0	701,0	241,8	2.516,3	109,4	1.749,1	1.348,3
lug.	604,7	3.200,2	1.709,4	1.519,2	291,2	704,8	240,1	2.525,7	110,7	1.764,7	1.365,6
ago. ^(e)	608,2	3.219,5	1.761,8	1.511,4	287,5	695,4	260,3	2.547,9	111,1	1.769,4	1.371,6
Transazioni											
2005 dic.	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	96,1
2006 dic.	57,5	198,0	300,8	9,2	31,2	28,8	70,2	216,3	15,5	137,8	57,5
2007 mar.	12,6	51,0	120,9	-15,4	8,4	40,9	41,8	68,3	4,6	40,4	36,7
2007 apr.	5,3	-10,8	47,6	-3,6	-8,6	8,4	1,4	17,1	1,0	11,8	5,1
mag.	0,4	27,5	21,3	-0,8	-1,1	10,9	11,6	16,4	-0,1	21,3	-23,9
giu.	1,3	13,3	49,5	-5,8	13,0	9,5	-13,6	28,3	0,9	20,2	25,9
lug.	5,5	15,7	65,5	-6,6	6,3	4,4	-1,9	13,4	1,2	16,2	17,4
ago. ^(e)	3,6	18,9	52,1	-7,8	-3,8	-9,8	22,6	19,1	0,5	4,4	6,9
Variazioni percentuali											
2005 dic.	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 dic.	11,0	6,8	27,2	0,6	13,0	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 mar.	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,3	12,2	51,9	11,0	20,6	9,0	5,3
2007 apr.	10,5	5,2	31,2	-2,0	13,5	13,2	52,4	10,8	20,4	8,8	5,7
mag.	9,6	5,3	34,7	-2,3	10,3	13,8	48,0	10,7	18,4	9,1	3,9
giu.	9,2	5,5	35,0	-2,5	14,5	14,5	48,6	11,0	17,6	9,6	5,5
lug.	9,2	6,4	37,5	-2,9	14,5	14,4	46,8	10,8	17,0	9,9	5,4
ago. ^(e)	8,7	6,4	38,5	-3,5	11,4	12,8	44,2	10,9	15,4	9,6	6,2

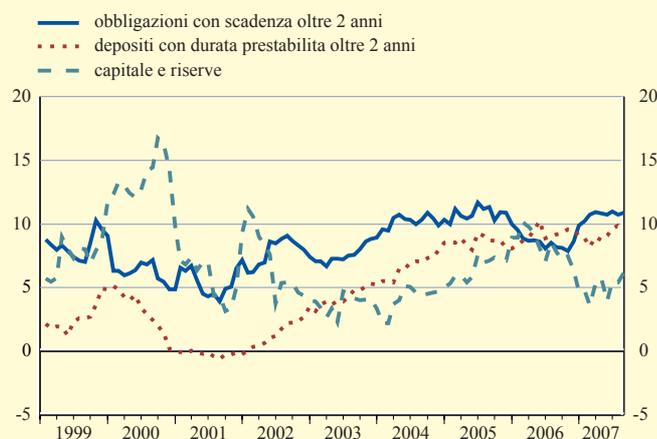
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(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 ^{1), 2)}

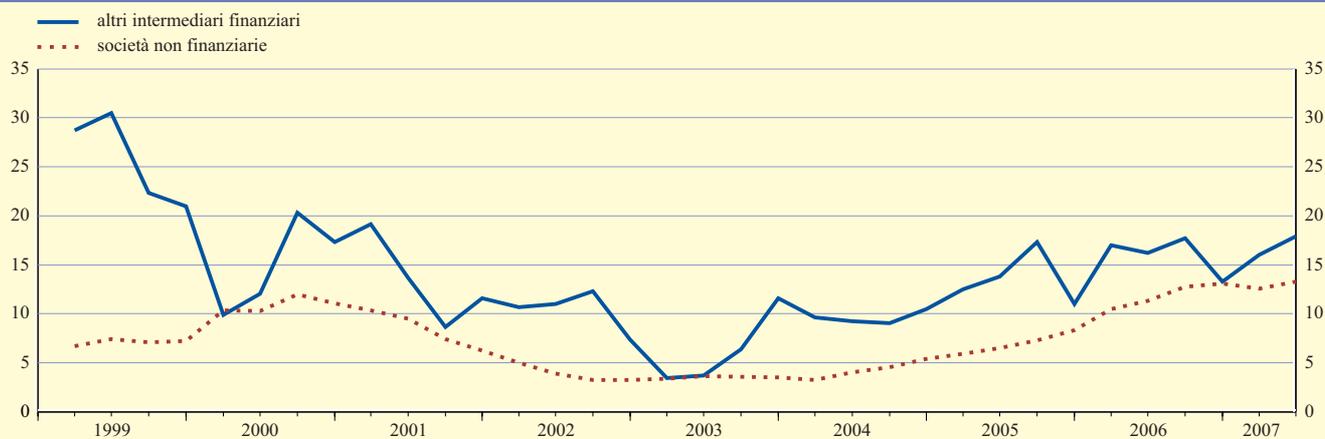
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie ³⁾

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ⁴⁾		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 1° trim.	98,5	71,7	774,5	488,6	3.957,4	1.172,1	738,8	2.046,5
2007 apr.	105,6	79,4	794,5	502,5	3.998,4	1.188,7	749,4	2.060,3
mag.	109,0	82,4	789,0	492,3	4.047,4	1.196,8	765,3	2.085,4
giu.	110,4	83,5	802,5	502,6	4.107,2	1.225,3	775,5	2.106,4
lug.	111,5	84,7	813,1	505,3	4.168,7	1.241,9	791,8	2.135,0
ago. ^{e)}	110,6	85,4	820,3	506,3	4.187,2	1.233,2	801,8	2.152,2
Transazioni								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007 1° trim.	15,8	16,6	71,1	67,9	105,6	31,2	29,5	44,9
2007 apr.	7,2	7,8	22,0	15,1	44,1	17,7	11,2	15,1
mag.	3,3	2,9	-5,8	-10,8	49,4	7,9	16,5	25,1
giu.	1,5	1,1	13,2	9,8	66,8	34,2	10,7	21,9
lug.	1,2	1,2	11,8	3,9	62,2	16,5	16,3	29,4
ago. ^{e)}	-0,9	0,8	8,1	1,6	17,9	-9,5	10,1	17,3
Variazioni percentuali								
2005 dic.	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 dic.	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 mar.	20,4	26,1	16,0	19,6	12,6	9,9	18,7	12,1
2007 apr.	20,2	26,7	16,3	18,2	12,4	9,4	18,9	11,9
mag.	25,5	33,9	14,5	14,2	12,8	10,3	19,4	12,0
giu.	30,6	40,6	17,9	20,4	13,3	11,3	19,8	12,1
lug.	24,0	31,9	20,5	24,2	13,6	11,5	19,4	12,8
ago. ^{e)}	27,9	39,9	19,6	22,2	14,2	13,2	20,2	12,7

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie ²⁾

(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 ^{1), 2)}

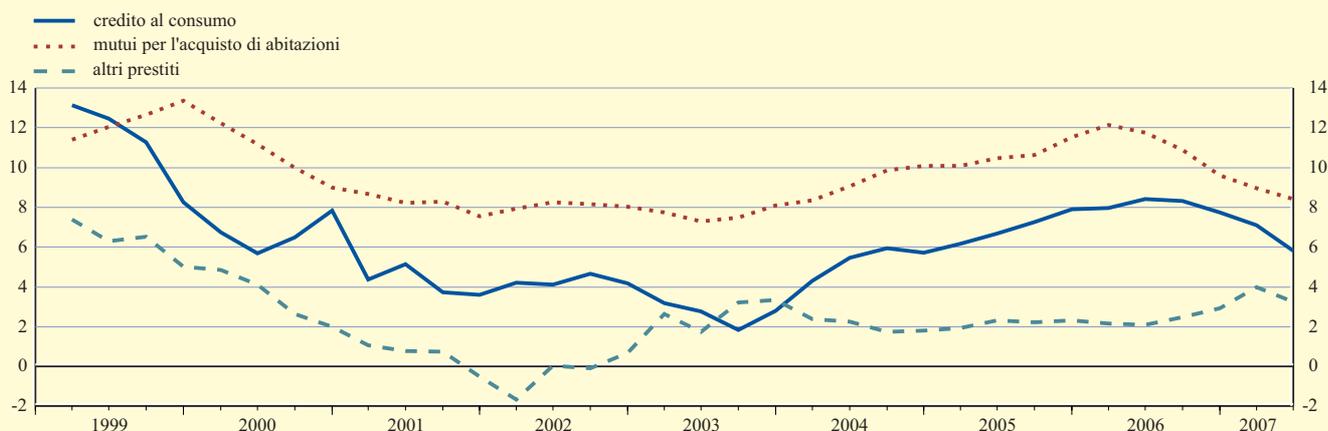
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ³⁾

	Consistenze												
	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,6	135,3	202,7	248,5	3.212,0	15,6	72,1	3.124,4	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 1° trim.	4.610,6	590,2	132,0	202,4	255,8	3.272,0	16,1	71,9	3.184,0	748,4	147,5	102,4	498,4
2007 apr.	4.627,6	593,7	133,3	202,2	258,2	3.286,3	15,7	71,9	3.198,6	747,6	146,4	102,7	498,4
mag.	4.654,8	595,7	133,0	203,5	259,2	3.311,7	15,9	72,2	3.223,6	747,4	145,2	102,6	499,6
giu.	4.691,5	601,8	134,9	205,1	261,8	3.337,0	16,3	72,1	3.248,6	752,7	150,1	103,9	498,6
lug.	4.716,2	606,0	136,0	205,5	264,5	3.359,5	15,7	72,4	3.271,4	750,8	146,3	104,5	500,0
ago. ⁽⁴⁾	4.729,8	605,5	135,0	204,9	265,6	3.374,1	15,7	72,6	3.285,7	750,3	144,1	104,6	501,6
Transazioni													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,7	8,2	4,8	29,6	281,8	1,5	4,6	275,7	20,9	1,4	3,8	15,7
2007 1° trim.	69,8	2,1	-3,2	-0,6	5,9	58,9	0,6	0,2	58,1	8,8	0,7	0,7	7,4
2007 apr.	18,8	4,1	1,4	-0,1	2,8	15,1	-0,4	0,0	15,5	-0,4	-1,0	0,4	0,2
mag.	28,0	2,3	-0,2	1,3	1,2	25,4	0,1	0,3	25,0	0,3	-1,2	0,2	1,3
giu.	38,0	6,6	2,0	1,8	2,8	25,7	0,4	-0,1	25,4	5,7	4,9	1,4	-0,7
lug.	25,7	4,2	1,2	0,4	2,5	22,9	-0,2	0,4	22,8	-1,4	-3,7	0,6	1,7
ago. ⁽⁴⁾	13,8	-0,4	-0,9	-0,7	1,2	14,5	0,1	0,2	14,2	-0,3	-2,2	0,2	1,7
Variazioni percentuali													
2005 dic.	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 dic.	8,2	7,7	6,5	2,4	13,3	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 mar.	7,9	7,1	5,8	1,5	12,8	9,0	13,6	6,4	9,0	4,0	1,7	4,1	4,6
2007 apr.	7,6	7,0	6,1	0,8	12,9	8,6	12,2	6,5	8,6	3,8	1,1	5,1	4,3
mag.	7,4	6,0	4,2	0,3	11,9	8,6	12,9	6,2	8,6	3,6	1,3	4,9	4,0
giu.	7,2	5,8	4,5	0,8	10,8	8,4	10,3	3,8	8,5	3,2	0,5	5,5	3,7
lug.	7,0	5,8	4,8	0,8	10,7	8,1	8,8	3,6	8,2	3,2	0,5	5,9	3,5
ago. ⁽⁴⁾	7,0	5,7	4,8	0,7	10,4	8,1	9,2	3,8	8,2	3,3	-0,1	5,9	3,7

F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

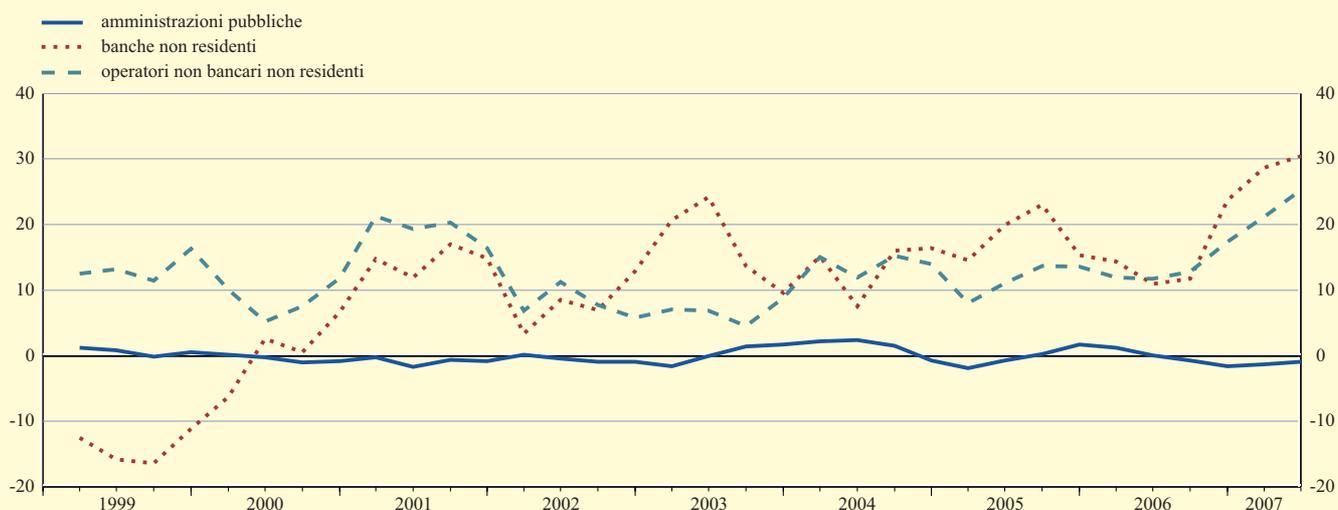
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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 ³⁾	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 2° trim.	809,0	106,5	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.839,9	771,5	66,5	705,0
3° trim.	803,6	101,2	230,1	436,6	35,7	2.735,9	1.919,9	816,1	66,5	749,6
4° trim.	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 1° trim.	801,4	97,2	225,2	447,8	31,2	3.169,7	2.265,1	904,6	60,0	844,6
2° trim. ^(p)	798,1	96,6	218,8	449,9	32,8	3.282,2	2.338,9	943,3	60,6	882,7
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 2° trim.	-6,8	-11,6	-6,4	8,3	2,9	56,3	42,8	13,5	3,6	9,9
3° trim.	-3,3	-3,1	-4,3	0,4	3,6	120,2	75,8	44,3	-0,7	45,0
4° trim.	7,4	3,7	2,4	11,2	-9,8	224,8	172,7	52,1	-2,7	54,8
2007 1° trim.	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-3,1	53,8
2° trim. ^(p)	-3,5	-0,9	-5,5	1,2	1,7	131,2	84,3	47,0	0,6	46,3
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 giu.	0,0	-14,1	-6,3	7,4	12,2	11,2	10,9	11,7	7,3	12,1
set.	-0,7	-13,3	-7,9	6,5	9,1	12,1	11,8	12,8	2,9	13,8
dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-4,2	19,5
2007 mar.	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,2	-4,4	23,5
giu. ^(p)	-0,9	-6,9	-5,9	2,9	2,5	28,9	30,4	25,3	-8,7	28,5

F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(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 ^{1), 2)}

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

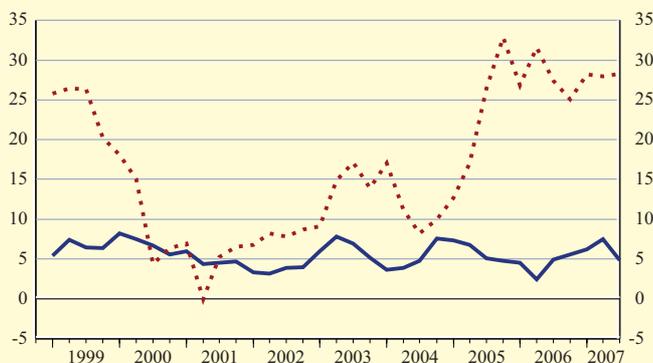
1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 1° trim.	658,8	72,3	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.264,7	318,6	267,7	515,7	11,4	0,3	151,0
2007 apr.	666,2	70,2	63,2	506,3	1,0	1,2	24,4	1.277,9	307,2	276,8	530,5	11,3	0,3	151,8
mag.	659,4	65,5	60,1	508,7	0,9	1,2	23,0	1.304,4	315,6	274,3	551,1	11,4	0,3	151,7
giu.	656,4	65,1	58,0	512,2	0,8	1,2	19,1	1.346,8	320,5	288,1	571,8	11,5	0,2	154,6
lug. ^(p)	670,9	72,8	61,2	514,0	0,9	1,2	20,8	1.369,8	321,0	292,5	589,0	13,4	0,3	153,6
ago. ^(e)	665,5	61,5	68,5	512,8	0,8	1,1	20,8	1.362,6	300,6	300,5	590,8	11,8	0,2	158,5
Transazioni														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 1° trim.	8,6	2,1	1,0	7,6	0,1	-0,2	-2,0	124,8	35,8	16,2	46,2	0,7	0,0	26,0
2007 apr.	7,0	-2,6	4,9	3,3	-0,1	0,0	1,5	15,8	-10,7	10,0	15,6	0,0	0,0	0,8
mag.	-6,8	-4,7	-3,1	2,5	-0,1	0,0	-1,4	25,3	8,1	-3,0	20,2	0,1	0,0	0,0
giu.	-3,0	-0,4	-2,2	3,4	0,0	0,0	-3,9	41,2	5,1	14,0	20,8	0,0	0,0	1,4
lug. ^(p)	14,5	7,7	3,3	1,8	0,1	0,0	1,7	24,3	0,8	4,8	17,7	1,9	0,0	-1,0
ago. ^(e)	-5,4	-11,3	7,3	-1,2	-0,1	-0,1	0,0	-7,5	-20,6	8,0	1,8	-1,6	-0,1	4,9
Variazioni percentuali														
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 dic.	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-3,4	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 mar.	7,5	10,4	15,9	5,9	-2,9	-14,3	16,0	27,9	15,6	37,6	38,1	4,1	-	12,4
2007 apr.	6,0	2,9	25,5	5,6	-11,0	-13,9	-13,0	23,3	9,9	25,5	38,0	8,5	-	7,2
mag.	6,1	-1,6	31,0	5,7	-19,9	-14,6	-10,2	25,8	13,3	33,1	39,5	-2,1	-	4,3
giu.	4,8	-5,5	21,0	5,7	-20,5	-13,6	-13,7	28,2	13,3	35,6	41,4	5,9	-	10,5
lug. ^(p)	5,9	10,9	18,0	5,2	-11,7	-10,1	-16,6	31,9	19,9	38,4	42,6	36,0	-	12,5
ago. ^(e)	4,6	-0,7	31,8	4,2	-21,3	270,4	-27,7	31,2	15,0	40,5	42,9	25,4	-	12,8

F8 Depositi totali per settore ²⁾

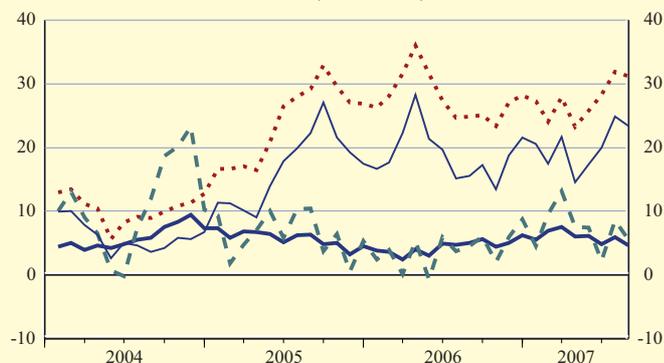
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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


F9 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(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) ⁴⁾
- altri intermediari finanziari (inclusi in M3) ⁵⁾



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 ^{1), 2)}

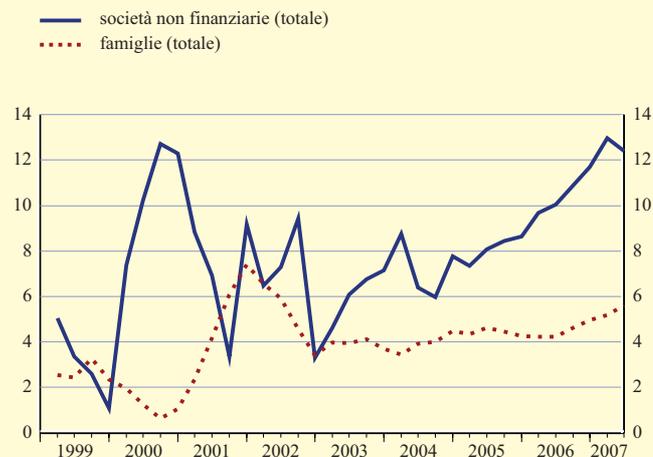
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 1° trim.	1.349,0	833,0	379,3	68,9	39,4	1,3	27,0	4.589,5	1.727,5	745,0	593,1	1.342,2	105,4	76,4
2007 apr.	1.348,8	833,3	382,8	68,9	37,9	1,3	24,5	4.616,5	1.746,3	765,1	587,0	1.336,5	105,7	76,0
mag.	1.370,9	844,4	392,0	68,6	37,7	1,3	26,9	4.631,6	1.749,5	783,2	581,2	1.333,4	105,5	78,8
giu.	1.386,0	861,4	392,4	68,5	36,1	1,3	26,4	4.678,4	1.785,8	802,3	577,2	1.329,3	106,2	77,7
lug.	1.384,3	840,8	413,7	68,0	34,7	1,5	25,6	4.680,2	1.766,5	832,9	572,4	1.319,0	106,8	82,6
ago. ⁴⁾	1.392,8	828,8	435,9	68,2	31,9	1,5	26,6	4.679,1	1.740,1	860,4	569,0	1.315,4	107,2	87,0
Transazioni														
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007 1° trim.	3,3	-19,8	23,5	-0,6	-1,4	-0,7	2,2	25,1	-29,1	70,9	-14,8	-13,9	5,5	6,4
2007 apr.	1,3	1,0	4,2	0,2	-1,5	0,0	-2,6	27,9	19,0	20,8	-6,1	-5,6	0,3	-0,4
mag.	21,6	10,8	8,9	-0,4	-0,2	0,0	2,4	14,8	3,1	17,9	-5,9	-3,0	-0,2	2,8
giu.	15,2	17,1	0,4	-0,1	-1,7	0,0	-0,5	47,2	36,3	19,2	-3,9	-4,2	0,7	-1,0
lug.	-1,0	-20,3	21,7	-0,4	-1,3	0,1	-0,8	2,2	-19,1	30,9	-4,8	-10,2	0,7	4,8
ago. ⁴⁾	8,3	-12,1	22,1	0,2	-2,9	0,0	1,0	-1,6	-26,4	27,4	-3,6	-3,6	0,4	4,4
Variazioni percentuali														
2005 dic.	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 dic.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 mar.	13,0	12,0	22,6	-2,2	-16,1	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,0	-4,8	-1,9	22,1	38,7
2007 apr.	11,7	11,1	21,0	-3,1	-17,9	-36,0	14,3	5,1	2,2	37,8	-5,4	-2,2	22,1	40,4
mag.	11,7	9,4	25,5	-4,0	-17,8	-36,2	10,7	5,3	2,5	39,0	-6,0	-2,2	20,2	39,1
giu.	12,4	10,0	26,2	-4,5	-18,0	-29,5	20,0	5,6	3,2	40,2	-6,3	-2,5	19,2	32,9
lug.	12,8	8,6	32,0	-4,0	-19,6	-26,2	9,0	5,4	2,5	41,1	-6,6	-3,1	18,4	31,1
ago. ⁴⁾	12,3	7,8	32,8	-3,8	-26,7	-59,9	3,6	5,6	2,8	41,9	-7,0	-3,3	16,9	30,1

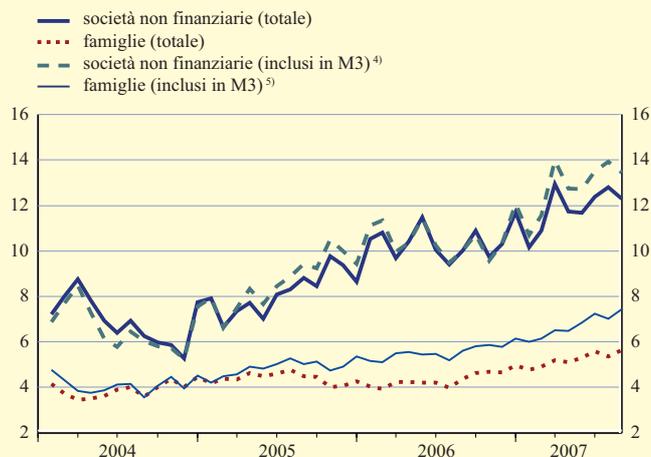
F10 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F11 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

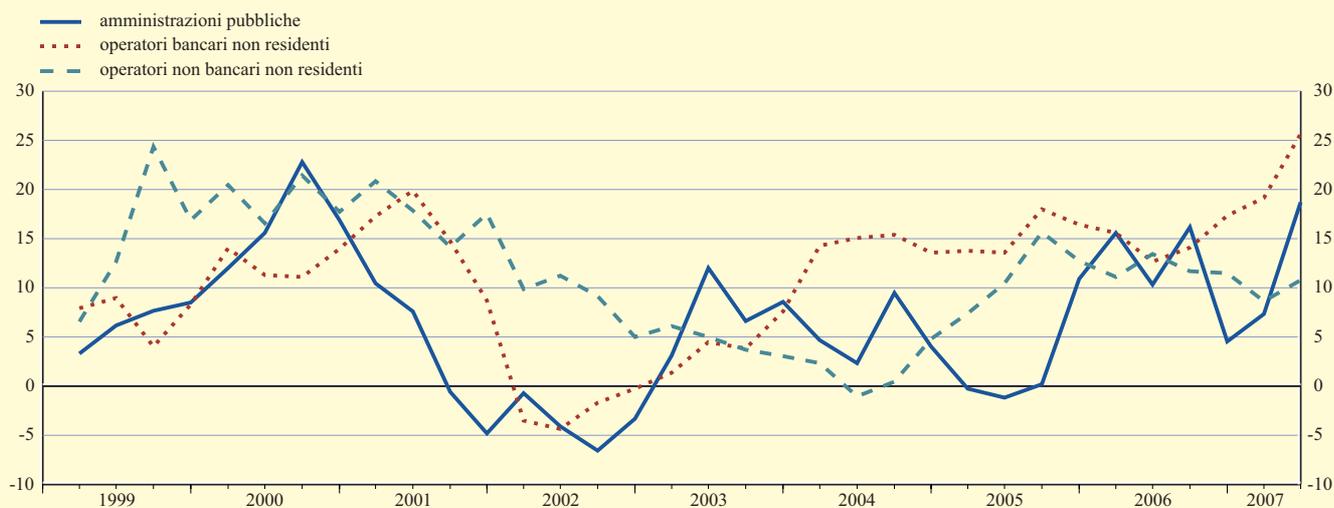
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,4	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 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.	329,0	124,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 1° trim.	337,8	139,0	42,1	88,8	67,9	3.663,9	2.778,3	885,6	132,4	753,2
2° trim. ^(p)	380,7	170,2	43,8	95,2	71,5	3.820,0	2.903,4	916,6	136,7	780,0
Transazioni										
2004	11,0	2,7	1,8	2,7	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 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.	-6,7	-24,0	3,8	6,1	7,4	100,7	105,7	-5,0	-4,8	-0,2
2007 1° trim.	7,8	14,1	-3,3	-3,3	0,2	256,6	237,2	19,4	3,6	15,8
2° trim. ^(p)	42,9	31,2	1,8	6,3	3,6	176,2	140,7	35,5	4,3	31,2
Variazioni percentuali										
2004 dic.	4,0	2,0	5,6	4,1	9,3	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 giu.	10,3	2,7	13,0	18,8	17,5	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.	4,5	-16,5	18,4	10,8	51,3	15,8	17,3	11,5	2,2	13,2
2007 mar.	7,3	-6,3	10,4	12,3	38,6	16,4	19,2	8,6	3,1	9,6
giu. ^(p)	18,7	22,2	10,6	12,1	25,5	21,7	25,6	10,8	6,4	11,6

FI2 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(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.

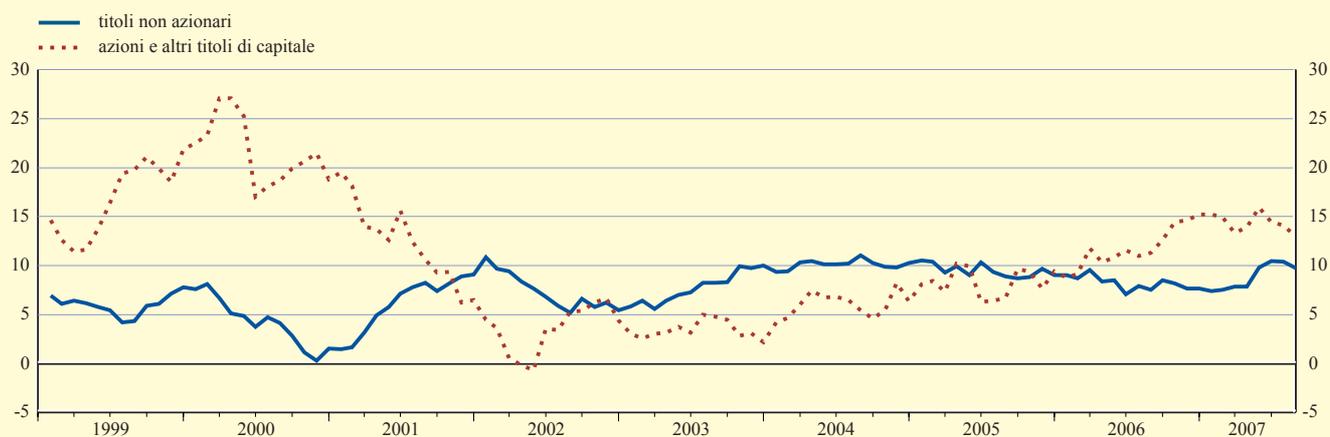
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(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												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 1° trim.	4.842,7	1.616,6	76,5	1.266,6	15,6	651,7	34,1	1.181,7	1.576,5	399,7	844,8	332,0
2007 apr.	4.863,2	1.629,4	76,6	1.243,4	15,4	672,0	34,4	1.192,1	1.654,0	410,8	903,6	339,7
mag.	4.984,0	1.641,8	79,1	1.275,8	15,8	699,1	34,8	1.237,6	1.703,7	438,2	914,6	351,0
giu.	5.005,7	1.641,2	79,7	1.268,8	15,6	724,0	34,2	1.242,2	1.623,6	409,9	867,1	346,5
lug.	5.044,6	1.652,1	88,8	1.241,9	15,4	739,6	35,9	1.270,9	1.607,3	407,5	852,5	347,3
ago. ^(c)	5.003,3	1.650,8	83,5	1.212,9	15,2	745,9	34,9	1.260,1	1.586,7	407,1	840,7	338,8
Transazioni												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 1° trim.	190,1	55,6	5,2	2,7	-0,8	37,0	7,6	82,9	78,5	20,6	20,7	37,2
2007 apr.	33,0	13,4	1,4	-22,7	0,2	19,8	0,9	20,2	72,6	9,2	57,0	6,4
mag.	109,7	15,7	0,5	31,5	0,3	24,2	-0,1	37,7	42,7	27,3	6,4	9,1
giu.	24,5	0,2	0,6	-6,2	-0,1	26,0	-0,6	4,6	-79,7	-28,0	-46,9	-4,8
lug.	46,4	9,9	9,4	-26,7	-0,2	16,0	2,1	35,8	-11,7	-2,0	-11,2	1,5
ago. ^(c)	-42,2	-2,1	-5,4	-29,9	-0,3	6,9	-1,0	-10,4	-17,1	0,2	-10,2	-7,2
Variazioni percentuali												
2005 dic.	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 mar.	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,3	21,3	40,6	25,2	13,3	21,0	6,4	24,1
2007 apr.	7,9	8,4	15,8	-11,7	-4,1	22,6	36,6	25,9	13,9	20,7	6,6	28,6
mag.	9,8	7,6	19,9	-8,1	-2,6	24,9	39,0	28,8	16,0	22,6	8,0	32,2
giu.	10,5	8,8	26,1	-8,6	-7,1	27,5	43,8	28,7	14,4	18,6	7,5	30,1
lug.	10,4	8,5	33,4	-9,3	-7,8	27,8	47,5	27,9	14,1	19,6	5,8	32,5
ago. ^(c)	9,7	7,7	26,0	-9,8	-10,5	29,3	39,9	25,9	13,0	18,5	5,2	29,3

F13 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(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 ^{1), 2)}
(miliardi di euro)

1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie ³⁾

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007 1°trim.	-1,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,1	0,0	-0,6	-1,9	-0,4	-0,3	-1,2
2007 apr.	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	0,0	-0,1	-0,2
mag.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,6	0,0	-0,3	-0,2
giu.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,4
lug.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
ago. ^(e)	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,2

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007 1°trim.	-2,8	-0,5	-0,7	-1,7	-0,1	0,0	-0,1
2007 apr.	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
mag.	-1,4	-0,2	-0,8	-0,4	-0,7	0,0	-0,7
giu.	-1,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	-0,4
lug.	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
ago. ^(e)	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007 1°trim.	-4,2	-1,5	-0,2	0,2	0,0	-0,5	-0,1	-2,1	7,4	0,7	6,7	0,0
2007 apr.	0,6	0,3	-0,1	-0,6	-0,1	0,5	0,0	0,5	6,0	1,9	2,9	1,2
mag.	-1,3	-0,5	0,1	-1,4	0,0	-0,2	0,0	0,6	7,2	0,2	4,8	2,3
giu.	-3,2	-0,4	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,0	-0,7	-0,5	-0,3	-0,6	0,4
lug.	-0,8	0,5	0,1	0,6	0,0	-0,3	-0,1	-1,6	-3,1	-0,5	-2,0	-0,7
ago. ^(e)	0,4	0,4	0,1	0,9	0,0	-0,5	0,0	-0,4	-3,9	-0,6	-2,0	-1,3

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 ^{1), 2)}

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

1. Depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	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 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.	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 1° trim.	5.395,9	90,5	9,5	5,6	0,5	1,4	1,2	8.199,9	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
2° trim. ^(p)	5.581,3	90,5	9,5	5,7	0,4	1,3	1,2	8.448,3	96,3	3,7	2,3	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 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.	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 1° trim.	2.778,3	46,4	53,6	34,3	2,5	2,5	11,2	885,6	51,1	48,9	31,8	1,6	2,2	9,4
2° trim. ^(p)	2.903,4	45,1	54,9	34,5	2,6	2,5	11,9	916,6	51,0	49,0	32,6	1,3	1,9	9,2

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

	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	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 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.	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 1° trim.	4.673,7	80,7	19,3	9,8	1,7	1,9	3,5
2° trim. ^(p)	4.794,8	80,2	19,8	10,1	1,6	1,9	3,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}

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

3. Prestiti

	IFM ³⁾						Non IFM							
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	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 2° trim.	4.730,2	-	-	-	-	-	9.591,3	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.	4.933,4	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 1° trim.	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5	
2° trim. ^(p)	5.268,9	-	-	-	-	-	10.509,7	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,6	
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 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.	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 1° trim.	2.265,1	51,7	48,3	27,7	2,2	2,5	10,8	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1
2° trim. ^(p)	2.338,9	50,0	50,0	28,6	2,1	2,4	11,8	943,3	39,7	60,3	43,1	1,1	3,8	8,0

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ³⁾						Emessi da non IFM							
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	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 2° trim.	1.585,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	2.002,8	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.	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,3	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 1° trim.	1.693,0	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
2° trim. ^(p)	1.721,0	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,5	2.042,6	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 2° trim.	439,9	53,5	46,5	26,8	0,9	0,5	15,0	537,7	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	581,5	38,2	61,8	35,6	4,7	0,8	15,4
4° trim.	514,4	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,2	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 1° trim.	545,3	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	14,4	636,3	38,2	61,8	36,9	4,4	0,6	14,8
2° trim. ^(p)	581,8	52,0	48,0	28,4	0,7	0,5	14,6	660,3	37,8	62,2	37,2	4,2	0,7	15,0

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.
- 3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro ¹⁾

(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 4° trim.	4.791,4	291,5	1.848,4	109,6	1.738,8	1.684,7	505,3	176,1	285,4
2006 1° trim.	5.199,6	316,0	1.905,5	139,9	1.765,6	1.898,2	569,3	177,3	333,3
2° trim.	5.138,0	316,9	1.908,6	145,2	1.763,3	1.777,9	601,0	180,3	353,3
3° trim.	5.359,0	317,5	1.985,0	178,4	1.806,6	1.874,4	631,3	181,5	369,2
4° trim.	5.551,3	320,6	2.005,8	170,6	1.835,2	2.022,0	670,6	187,9	344,3
2007 1° trim. ^(p)	5.714,7	333,0	2.030,8	180,3	1.850,5	2.069,1	718,0	188,9	374,9

2. Passività

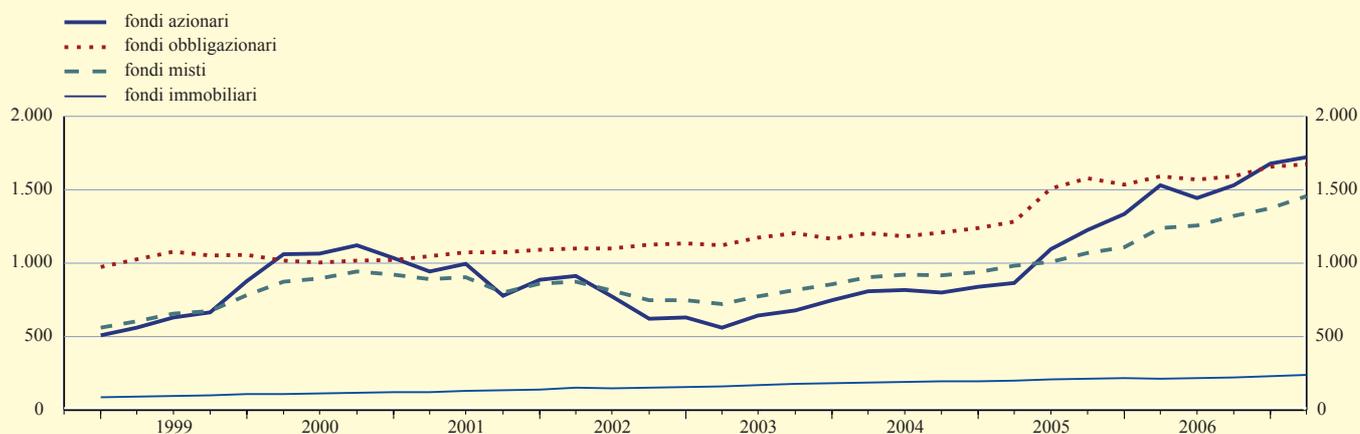
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2005 4° trim.	4.791,4	61,8	4.519,0	210,5
2006 1° trim.	5.199,6	73,6	4.871,3	254,7
2° trim.	5.138,0	76,4	4.789,6	272,0
3° trim.	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
4° trim.	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 1° trim. ^(p)	5.714,7	81,6	5.350,2	282,9

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 4° trim.	4.791,4	1.337,3	1.538,1	1.109,8	216,2	590,0	3.661,3	1.130,1
2006 1° trim.	5.199,6	1.532,0	1.592,6	1.239,4	214,0	621,5	3.999,0	1.200,5
2° trim.	5.138,0	1.443,3	1.569,3	1.257,0	217,4	650,9	3.913,3	1.224,7
3° trim.	5.359,0	1.533,4	1.594,2	1.321,3	221,2	688,9	4.085,5	1.273,5
4° trim.	5.551,3	1.680,7	1.657,0	1.375,8	231,8	606,0	4.252,1	1.299,2
2007 1° trim. ^(p)	5.714,7	1.723,0	1.674,8	1.459,0	238,4	619,4	4.376,0	1.338,8

FI4 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

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

1. Fondi distinti per strategia di investimento

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
Fondi azionari									
2005 4° trim.	1.337,3	50,9	45,9	5,7	40,3	1.146,7	60,3	-	33,5
2006 1° trim.	1.532,0	55,2	51,5	6,3	45,2	1.309,7	71,1	-	44,6
2° trim.	1.443,3	52,3	51,4	6,5	44,9	1.221,7	69,3	-	48,6
3° trim.	1.533,4	53,8	76,1	33,2	42,9	1.284,3	66,8	-	52,3
4° trim.	1.680,7	56,1	66,0	22,7	43,3	1.429,5	74,3	-	54,8
2007 1° trim. ^(p)	1.723,0	59,3	65,8	25,7	40,1	1.461,7	78,0	-	58,4
Fondi obbligazionari									
2005 4° trim.	1.538,1	100,0	1.251,8	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.	1.594,2	105,5	1.288,5	86,8	1.201,8	41,6	48,2	-	110,3
4° trim.	1.657,0	108,3	1.343,6	91,1	1.252,5	45,4	49,8	-	110,0
2007 1° trim. ^(p)	1.674,8	112,3	1.356,6	94,7	1.261,9	44,5	52,5	-	108,9
Fondi misti									
2005 4° trim.	1.109,8	60,9	441,1	26,9	414,1	315,9	202,0	0,1	89,9
2006 1° trim.	1.239,4	67,9	465,4	38,6	426,7	349,6	238,5	0,1	117,9
2° trim.	1.257,0	72,0	484,1	40,3	443,8	318,6	253,6	0,2	128,6
3° trim.	1.321,3	68,4	510,6	45,2	465,4	332,3	272,3	0,3	137,4
4° trim.	1.375,8	71,0	519,4	43,4	476,0	364,0	292,8	0,4	128,2
2007 1° trim. ^(p)	1.459,0	73,5	530,2	45,1	485,1	380,4	322,0	0,3	152,5
Fondi immobiliari									
2005 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	6,2	180,3	10,4
4° trim.	231,8	17,6	6,1	1,7	4,4	2,2	7,0	187,0	11,9
2007 1° trim. ^(p)	238,4	18,9	6,7	1,9	4,8	2,3	9,6	188,4	12,6

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari 3	Azioni e altri titoli di capitale 4	Quote di fondi d'investimento 5	Capitale fisso 6	Altre attività 7
2005 4° trim.	3.661,3	242,9	1.277,9	1.372,7	381,1	150,1	236,7
2006 1° trim.	3.999,0	263,4	1.334,4	1.551,3	427,5	150,2	272,2
2° trim.	3.913,3	257,1	1.321,4	1.449,8	452,2	151,2	281,6
3° trim.	4.085,5	260,6	1.374,1	1.531,3	470,9	151,2	297,3
4° trim.	4.252,1	265,4	1.402,4	1.650,2	498,2	155,2	280,6
2007 1° trim. ^(p)	4.376,0	275,3	1.420,5	1.694,0	528,6	155,6	302,0
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2005 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.	1.299,2	55,2	603,4	371,8	172,4	32,7	63,7
2007 1° trim. ^(p)	1.338,8	57,7	610,3	375,1	189,3	33,3	73,0

Fonte: BCE.



CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
1° trim. 2007						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						467,7
Saldo commerciale ¹⁾						-14,6
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	980,2	101,2	617,8	49,7	211,5	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	19,5	5,3	7,7	3,2	3,3	
Consumo di capitale fisso	312,9	84,9	176,4	10,9	40,8	
Margine operativo lordo e reddito misto ¹⁾	561,8	275,6	257,2	29,0	0,0	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						
Redditi da lavoro dipendente						3,9
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	742,3	44,8	292,2	342,3	63,1	119,6
Interessi	428,0	42,7	71,8	250,5	63,1	73,8
Altri redditi da capitale	314,3	2,1	220,4	91,8	0,0	45,9
Reddito nazionale netto ¹⁾	1.811,7	1.468,5	76,8	47,5	218,9	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	219,2	185,4	26,1	7,4	0,3	1,4
Contributi sociali	374,6	374,6				0,7
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	379,8	1,4	15,2	23,8	339,5	1,0
Altri trasferimenti correnti	181,2	66,6	22,3	46,3	46,0	11,3
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	43,8	32,7	9,5	0,9	0,7	1,7
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44,1			44,1		0,8
Altro	93,3	33,8	12,8	1,3	45,4	8,8
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.788,6	1.306,7	43,2	50,2	388,4	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.627,1	1.207,7			419,4	
Spese per consumi individuali	1.464,1	1.207,7			256,5	
Spese per consumi collettivi	162,9				162,9	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14,2	0,1	3,0	11,1	0,0	0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	161,5	113,2	40,2	39,2	-31,0	2,3
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	476,7	152,0	270,7	10,3	43,6	
Investimenti fissi lordi	440,4	148,2	238,9	10,1	43,2	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	36,4	3,8	31,8	0,3	0,4	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,4	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,4
Trasferimenti in conto capitale	37,9	7,9	1,4	2,3	26,2	7,2
Imposte in conto capitale	5,7	5,5	0,2	0,0		0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	32,2	2,4	1,2	2,3	26,2	7,2
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	2,2	55,8	-41,9	38,7	-50,4	-2,2
Discrepanza statistica	0,0	7,8	-7,8	0,0	0,0	0,0

Fonti: BCE e Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
	1° trim. 2007					
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						453,1
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	1.874,5	467,0	1.059,1	92,8	255,6	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	243,9					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.118,4					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	561,8	275,6	257,2	29,0	0,0	
Redditi da lavoro dipendente	982,4	982,4				1,8
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	263,4				263,4	0,1
Redditi da capitale	746,5	255,3	111,8	360,8	18,7	115,5
Interessi	422,3	66,9	39,3	309,8	6,3	79,6
Altri redditi da capitale	324,3	188,4	72,5	50,9	12,4	35,9
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.811,7	1.468,5	76,8	47,5	218,9	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	219,9				219,9	0,6
Contributi sociali	374,3	1,1	18,4	35,0	319,9	1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	378,0	378,0				2,8
Altri trasferimenti correnti	159,3	87,1	11,6	45,1	15,4	33,1
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44,1			44,1		1,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	43,4	34,0	8,2	0,8	0,3	1,5
Altro	71,9	53,1	3,4	0,2	15,2	30,2
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.788,6	1.306,7	43,2	50,2	388,4	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14,3	14,3				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	161,5	113,2	40,2	39,2	-31,0	2,3
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	312,9	84,9	176,4	10,9	40,8	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	42,8	17,5	14,0	1,5	9,7	2,3
Imposte in conto capitale	5,7				5,7	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	37,0	17,5	14,0	1,5	4,0	2,3
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Statistical discrepancy						

Fonti: BCE e Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
1° trim. 2007								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		16.918,5	13.408,5	19.715,4	9.371,1	5.956,0	2.688,7	13.215,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				180,9				
Banconote, monete e depositi	5.333,8	1.577,0	2.154,6	1.238,3	730,4	504,1	3.519,6	
Titoli di debito a breve termine	30,3	112,1	90,6	256,2	1.903,8	203,5	2.026,3	
Titoli di debito a lungo termine	1.431,5	189,0	3.249,6	1.864,6	361,6	361,0	1.405,8	
Prestiti	23,6	1.676,6	10.858,8	1.283,5	298,9	316,7		
di cui a lungo termine	19,6	926,5	8.267,8	953,7	2.323,6	1.057,2	4.880,7	
Azioni e altre partecipazioni	4.926,5	7.243,9	1.722,9	4.487,9	820,4	380,2		
Azioni quotate	1.213,0	1.780,7	659,8	2.357,9	462,6	544,0		
Azioni non quotate e altre partecipazioni	2.067,7	5.057,8	800,0	1.509,6	1.040,7	133,0		
Quote di fondi di investimento	1.645,8	405,4	263,2	620,4	143,6	3,1	182,8	
Riserve tecniche di assicurazione	4.918,1	131,0	1,9	0,0	280,1	537,1	507,1	
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati	254,7	2.479,0	1.456,1	240,6				
Ricchezza finanziaria netta								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		157,0	194,3	839,4	231,1	100,9	34,7	646,1
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,4				0,4
Banconote, monete e depositi	17,5	29,2	211,9	110,9	26,8	15,2	269,9	
Titoli di debito a breve termine	14,8	7,7	10,1	52,4	14,7	3,0	22,7	
Titoli di debito a lungo termine	15,7	-15,3	135,3	-10,8	40,2	3,2	138,3	
Prestiti	-1,0	33,4	308,8	18,4	-4,1	-4,4	79,7	
di cui a lungo termine	-1,1	23,1	148,9	32,4	1,9	1,1		
Azioni e altre partecipazioni	17,2	67,7	53,0	41,1	17,3	-0,3	125,6	
Azioni quotate	-6,7	-5,8	19,4	21,6	-2,5	-0,1		
Azioni non quotate e altre partecipazioni	25,4	60,7	24,3	-20,6	2,7	-3,7		
Quote di fondi di investimento	-1,4	12,9	9,2	40,1	17,1	3,5		
Riserve tecniche di assicurazione	66,2	2,4	0,0	0,0	3,8	0,0	6,2	
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati	26,7	69,2	120,8	19,2	2,1	18,0	3,4	
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		164,2	164,0	26,4	74,6	22,6	19,3	65,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				4,6				
Banconote, monete e depositi	-2,0	-1,9	-17,6	-0,9	-0,1	0,9	-18,5	
Titoli di debito a breve termine	-1,3	0,1	0,6	14,8	0,2	0,2	-12,6	
Titoli di debito a lungo termine	11,0	2,0	-9,6	-13,5	-14,3	0,5	-7,0	
Prestiti	-0,1	7,5	8,0	7,5	-6,4	0,0	33,5	
di cui a lungo termine	-0,1	4,3	11,2	7,0	-0,6	0,0		
Azioni e altre partecipazioni	155,7	177,4	45,4	50,2	37,9	18,5	44,5	
Azioni quotate	47,8	100,7	31,9	38,4	24,0	11,0		
Azioni non quotate e altre partecipazioni	97,7	74,3	11,5	7,5	5,9	6,9		
Quote di fondi di investimento	10,1	2,4	2,0	4,3	8,0	0,6		
Riserve tecniche di assicurazione	1,3	-0,3	0,0	0,0	-0,4	0,0	1,0	
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati	-0,3	-20,7	-4,9	16,4	5,6	-0,8	24,6	
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		17.239,7	13.766,8	20.581,3	9.676,9	6.079,4	2.742,7	13.926,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				185,0				
Banconote, monete e depositi	5.349,3	1.604,2	2.348,9	1.348,3	757,0	520,2	3.771,0	
Titoli di debito a breve termine	43,8	119,8	101,3	323,3	227,6	26,0	703,3	
Titoli di debito a lungo termine	1.458,2	175,6	3.375,3	1.840,4	1.929,7	207,1	2.157,6	
Prestiti	22,4	1.717,5	11.175,6	1.309,4	351,2	356,6	1.519,0	
di cui a lungo termine	18,4	953,9	8.427,8	993,2	300,2	317,7		
Azioni e altre partecipazioni	5.099,4	7.489,0	1.821,3	4.579,1	2.378,9	1.075,4	5.050,9	
Azioni quotate	1.254,2	1.875,6	711,1	2.417,9	841,9	391,2		
Azioni non quotate e altre partecipazioni	2.190,8	5.192,8	835,8	1.496,5	471,3	547,2		
Quote di fondi di investimento	1.654,5	420,7	274,4	664,8	1.065,8	137,1		
Riserve tecniche di assicurazione	4.985,7	133,1	1,9	0,0	147,1	3,1	190,0	
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati	281,0	2.527,6	1.571,9	276,3	287,9	554,3	535,1	
Ricchezza finanziaria netta								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
1° trim. 2007								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		5.409,2	21.609,4	20.073,1	9.326,3	6.066,9	6.712,9	11.894,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	12.151,6	210,8	3,9	345,6	2.345,9
Titoli di debito a breve termine			267,6	325,2	70,2	0,1	560,7	194,0
Titoli di debito a lungo termine			425,5	2.500,6	1.251,7	26,1	4.357,0	2.307,5
Prestiti		5.021,3	6.250,1		1.260,5	155,8	1.075,5	2.207,7
<i>di cui a lungo termine</i>		4.709,8	4.214,2		610,8	79,6	944,1	
Azioni e altre partecipazioni			12.070,1	3.209,7	6.311,3	656,3	4,8	4.390,6
Azioni quotate			4.458,0	1.056,0	299,1	320,8	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.612,1	1.215,3	867,8	335,5	4,8	
Quote di fondi di investimento				938,4	5.144,4			
Riserve tecniche di assicurazione		32,7	325,8	53,3	0,5	4.967,7	0,6	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		355,2	2.270,3	1.832,7	221,2	257,1	368,8	449,3
Ricchezza finanziaria netta ¹⁾	-1.139,6	11.509,3	-8.200,9	-357,7	44,8	-111,0	-4.024,2	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		93,4	244,0	802,0	231,7	99,0	85,2	648,3
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	413,6	3,8	0,0	-7,4	271,3
Titoli di debito a breve termine			15,9	33,2	-2,7	-0,1	49,3	29,8
Titoli di debito a lungo termine			-4,8	97,2	81,2	0,0	38,5	94,4
Prestiti		75,1	143,2		37,1	19,4	7,0	148,9
<i>di cui a lungo termine</i>		77,1	93,9		-0,3	1,5	-20,3	
Azioni e altre partecipazioni			59,7	77,9	104,9	3,1	0,0	76,1
Azioni quotate			6,9	5,2	8,3	0,5	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			52,8	-0,6	8,3	2,6	0,0	
Quote di fondi di investimento				73,2	88,3			
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	1,0	0,6	-0,1	77,2	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		18,3	28,9	179,5	7,6	-0,6	-2,2	27,8
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta ¹⁾	2,2	63,6	-49,7	37,4	-0,6	1,9	-50,4	-2,2
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		10,6	396,0	65,3	44,6	17,6	-20,3	18,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	-5,2	0,1	0,0	0,0	-35,0
Titoli di debito a breve termine			0,3	-1,4	0,0	0,0	2,6	0,3
Titoli di debito a lungo termine			2,8	-4,2	-1,5	-0,1	-30,5	2,6
Prestiti		7,0	29,7		4,3	-2,5	-2,9	14,6
<i>di cui a lungo termine</i>		5,7	17,4		1,6	-0,7	-3,1	
Azioni e altre partecipazioni			354,5	72,4	64,4	14,0	0,1	24,2
Azioni quotate			197,1	38,9	36,1	7,2	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			157,4	35,7	-2,6	6,8	0,1	
Quote di fondi di investimento				-2,3	30,9			
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		3,6	8,6	3,7	-22,7	4,5	10,4	11,9
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta ¹⁾	-42,6	153,7	-232,0	-38,8	30,0	5,0	39,6	47,1
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		5.513,2	22.249,3	20.940,4	9.602,6	6.183,6	6.777,7	12.561,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	12.560,0	214,7	3,9	338,2	2.582,2
Titoli di debito a breve termine			283,9	357,1	67,5	0,1	612,6	224,0
Titoli di debito a lungo termine			423,6	2.593,5	1.331,3	26,1	4.364,9	2.404,5
Prestiti		5.103,4	6.422,9		1.302,0	172,6	1.079,5	2.371,2
<i>di cui a lungo termine</i>		4.792,6	4.325,5		612,1	80,4	920,7	
Azioni e altre partecipazioni			12.484,3	3.360,0	6.480,6	673,4	4,9	4.490,8
Azioni quotate			4.662,0	1.100,2	343,5	328,5	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.822,3	1.250,5	873,5	344,9	4,9	
Quote di fondi di investimento				1.009,3	5.263,6			
Riserve tecniche di assicurazione		32,7	326,8	53,9	0,4	5.046,6	0,6	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		377,1	2.307,8	2.015,9	206,1	261,0	377,1	489,0
Ricchezza finanziaria netta ¹⁾	-1.180,0	11.726,5	-8.482,6	-359,1	74,3	-104,1	-4.035,0	

Fonte: BCE.

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

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2003	2004	2005	2° trim. 2005- 1° trim. 2006	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.657,2	3.762,4	3.865,4	3.897,8	3.936,9	3.974,8	4.008,8	4.050,7
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	110,7	123,1	131,2	131,6	133,6	134,1	130,1	129,0
Consumo di capitale fisso	1.074,5	1.121,3	1.172,2	1.183,2	1.195,5	1.207,9	1.219,3	1.232,5
Margine operativo lordo e reddito misto ¹⁾	1.847,6	1.943,6	1.991,1	2.017,7	2.028,6	2.060,2	2.110,6	2.147,0
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.276,2	2.324,8	2.521,9	2.590,8	2.673,9	2.745,9	2.838,6	2.933,6
Interessi	1.265,8	1.241,0	1.313,2	1.358,6	1.414,3	1.483,4	1.551,9	1.616,9
Altri redditi da capitale	1.010,4	1.083,8	1.208,7	1.232,2	1.259,6	1.262,5	1.286,7	1.316,7
Reddito nazionale netto ¹⁾	6.356,9	6.628,4	6.830,7	6.909,2	6.986,5	7.074,5	7.179,6	7.273,9
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	856,8	882,6	932,4	948,2	972,6	991,5	1.023,5	1.035,1
Contributi sociali	1.388,2	1.427,5	1.468,8	1.483,1	1.499,0	1.515,3	1.529,5	1.541,2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.407,5	1.452,3	1.493,8	1.505,4	1.516,0	1.526,5	1.537,6	1.543,9
Altri trasferimenti correnti	658,2	683,2	703,8	700,4	701,1	703,3	705,2	707,2
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	174,0	175,9	177,2	176,7	175,6	175,3	174,1	174,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	174,6	176,4	178,1	177,2	176,0	175,3	174,1	174,8
Altro	309,7	330,9	348,5	346,6	349,5	352,7	356,9	357,9
Reddito netto disponibile ¹⁾	6.286,8	6.551,1	6.745,5	6.825,4	6.902,8	6.988,8	7.091,7	7.188,2
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	5.844,8	6.054,5	6.276,6	6.340,0	6.401,9	6.458,8	6.519,0	6.578,9
Spese per consumi individuali	5.223,7	5.410,6	5.616,3	5.676,4	5.732,3	5.785,0	5.838,2	5.891,6
Spese per consumi collettivi	621,1	643,9	660,3	663,6	669,6	673,8	680,9	687,3
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	54,7	58,3	60,2	60,4	60,8	61,1	61,3	62,3
Risparmio netto ¹⁾	442,2	496,8	469,2	485,6	501,1	530,3	572,9	609,5
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.485,4	1.568,1	1.646,2	1.689,0	1.716,2	1.757,3	1.790,5	1.828,2
Investimenti fissi lordi	1.482,7	1.555,1	1.627,6	1.655,0	1.682,8	1.713,3	1.758,2	1.800,1
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	2,7	13,0	18,6	34,0	33,4	44,0	32,3	28,1
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,6	-1,1	0,1	0,9	1,4	1,6	1,3	1,1
Trasferimenti in conto capitale	181,3	164,6	172,7	160,4	156,9	170,2	185,7	186,2
Imposte in conto capitale	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2	22,8
Altri trasferimenti in conto capitale	145,5	134,8	148,8	136,1	133,2	148,0	163,6	163,4
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	42,9	67,9	9,0	-7,1	-8,5	-8,0	13,6	28,1

Fonti: BCE e Eurostat.

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

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro (continua)

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

Risorse	2003	2004	2005	2° trim. 2005- 1° trim. 2006	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	6.690,0	6.950,5	7.159,9	7.230,3	7.294,6	7.377,1	7.468,8	7.559,2
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	760,9	796,6	838,0	857,5	873,7	884,1	902,6	922,5
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	7.450,8	7.747,1	7.997,9	8.087,8	8.168,2	8.261,2	8.371,4	8.481,6
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	1.847,6	1.943,6	1.991,1	2.017,7	2.028,6	2.060,2	2.110,6	2.147,0
Redditi da lavoro dipendente	3.664,3	3.769,5	3.871,3	3.903,4	3.942,6	3.980,7	4.014,8	4.057,0
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	880,6	933,3	980,7	999,3	1.017,7	1.028,7	1.043,4	1.060,3
Redditi da capitale	2.240,6	2.306,8	2.509,6	2.579,6	2.671,6	2.750,9	2.849,4	2.943,3
Interessi	1.234,5	1.206,7	1.285,7	1.334,4	1.392,8	1.465,9	1.536,6	1.600,4
Altri redditi da capitale	1.006,1	1.100,1	1.223,9	1.245,2	1.278,8	1.285,0	1.312,9	1.342,9
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	6.356,9	6.628,4	6.830,7	6.909,2	6.986,5	7.074,5	7.179,6	7.273,9
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	858,7	885,4	935,9	951,9	977,1	996,0	1.028,1	1.039,6
Contributi sociali	1.387,2	1.426,5	1.468,3	1.482,7	1.498,6	1.514,9	1.529,1	1.540,7
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.401,2	1.445,0	1.486,5	1.498,1	1.508,8	1.519,2	1.530,2	1.536,6
Altri trasferimenti correnti	593,6	611,3	622,9	620,5	620,6	620,7	620,5	624,8
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	174,6	176,4	178,1	177,2	176,0	175,3	174,1	174,8
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	171,3	173,6	175,7	174,9	173,5	172,8	171,7	172,2
Altro	247,7	261,3	269,0	268,4	271,1	272,7	274,7	277,8
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	6.286,8	6.551,1	6.745,5	6.825,4	6.902,8	6.988,8	7.091,7	7.188,2
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	54,9	58,5	60,4	60,6	61,0	61,3	61,5	62,5
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	442,2	496,8	469,2	485,6	501,1	530,3	572,9	609,5
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.074,5	1.121,3	1.172,2	1.183,2	1.195,5	1.207,9	1.219,3	1.232,5
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	193,5	181,3	186,7	174,4	169,3	182,9	199,1	201,6
Imposte in conto capitale	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2	22,8
Altri trasferimenti in conto capitale	157,6	151,5	162,7	150,0	145,7	160,6	176,9	178,8
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE e Eurostat.

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

3.3 Famiglie

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

	2003	2004	2005	2° trim. 2005- 1° trim. 2006	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.664,3	3.769,5	3.871,3	3.903,4	3.942,6	3.980,7	4.014,8	4.057,0
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.231,3	1.284,9	1.330,3	1.346,0	1.363,7	1.383,0	1.407,7	1.429,3
Interessi attivi (+)	237,8	228,8	226,5	229,4	234,9	242,3	250,0	257,0
Interessi passivi (-)	123,4	123,2	126,3	129,7	135,3	143,6	151,2	159,3
Altri redditi da capitali attivi (+)	611,3	642,7	691,7	703,9	713,9	717,4	723,4	730,0
Altri redditi da capitali passivi (-)	8,7	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	702,5	706,7	739,6	750,7	764,5	772,1	789,8	796,4
Contributi sociali netti (-)	1.384,4	1.423,7	1.464,7	1.479,0	1.494,7	1.511,0	1.525,2	1.536,8
Prestazioni sociali nette (+)	1.396,4	1.440,0	1.481,3	1.492,8	1.503,3	1.513,7	1.524,7	1.531,0
Trasferimenti correnti netti attivi (-)	65,1	65,0	69,2	69,1	68,1	66,9	68,8	71,9
= Reddito lordo disponibile	4.987,2	5.168,2	5.330,5	5.375,9	5.422,8	5.468,1	5.513,8	5.574,3
Spese per consumi finali (-)	4.306,6	4.461,6	4.621,9	4.670,3	4.714,6	4.755,5	4.799,1	4.843,1
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	54,6	58,1	60,0	60,1	60,6	60,8	61,1	62,0
= Risparmio lordo	735,2	764,6	768,7	765,8	768,7	773,4	775,8	793,3
Consumo di capitale fisso (-)	288,0	303,3	318,0	321,1	324,4	327,7	330,7	334,3
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	12,6	19,0	20,8	18,4	17,3	23,4	25,2	24,8
Altre variazioni nella ricchezza netta ¹⁾	229,2	285,9	617,7	712,0	499,0	351,1	447,5	326,7
= Variazioni nella ricchezza netta ¹⁾	689,0	766,2	1.089,2	1.175,0	960,6	820,2	917,8	810,5
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	482,3	512,0	537,1	549,1	559,2	573,4	586,8	601,6
Consumo di capitale fisso (-)	288,0	303,3	318,0	321,1	324,4	327,7	330,7	334,3
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi	220,6	246,0	239,2	245,8	250,2	270,4	282,4	277,8
<i>di cui depositi inclusi in M3 ²⁾</i>	166,1	168,5	207,7	214,5	215,7	226,1	242,1	251,6
Titoli di debito a breve termine	-34,5	6,6	-19,0	-2,1	3,8	13,0	16,3	20,1
Titoli di debito a lungo termine	23,9	71,1	30,0	37,7	39,1	72,2	72,2	49,2
Azioni e altre partecipazioni	89,8	-18,6	128,8	85,4	46,0	-9,6	-23,5	-2,3
Azioni quotate	29,5	-51,1	9,1	-24,6	-24,9	-35,1	-14,9	-3,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	-19,0	36,8	61,0	66,8	44,0	36,0	17,1	34,1
Quote di fondi di investimento	79,3	-4,3	58,7	43,3	26,9	-10,5	-25,7	-32,7
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	14,4	-19,4	-10,1	-11,5	-9,0	-10,0	-4,9	1,6
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	231,0	251,2	298,2	309,1	298,1	294,5	272,2	255,2
Finanziamento (-)								
Prestiti	262,8	312,2	388,7	418,1	417,4	414,8	404,5	391,1
<i>di cui da IFM dell'area dell'euro</i>	211,6	277,4	357,5	379,6	382,6	371,0	345,4	336,9
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	266,9	240,8	507,5	606,2	420,7	310,5	396,2	299,7
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	29,0	58,2	135,9	115,1	63,4	44,9	34,8	16,8
Flussi netti restanti (+)	-69,2	14,6	-61,7	-32,2	22,0	-17,5	15,6	17,7
= Variazioni nella ricchezza netta ¹⁾	689,0	766,2	1.089,2	1.175,0	960,6	820,2	917,8	810,5
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Banconote, monete e depositi	4.569,8	4.807,4	5.053,3	5.075,0	5.166,8	5.197,2	5.333,8	5.349,3
<i>di cui depositi inclusi in M3 ²⁾</i>	3.405,1	3.576,6	3.787,0	3.813,3	3.887,9	3.911,3	4.025,1	4.073,0
Titoli di debito a breve termine	25,5	33,0	14,7	25,9	33,5	36,7	30,3	43,8
Titoli di debito a lungo termine	1.292,6	1.350,9	1.372,1	1.415,6	1.413,6	1.435,5	1.431,5	1.458,2
Azioni e altre partecipazioni	3.695,2	3.917,5	4.553,8	4.802,0	4.681,7	4.797,1	4.926,5	5.099,4
Azioni quotate	797,0	849,5	1.039,0	1.140,9	1.071,1	1.154,1	1.213,0	1.254,2
Azioni non quotate e altre partecipazioni	1.415,3	1.575,9	1.877,6	1.987,7	1.984,6	2.017,5	2.067,7	2.190,8
Quote di fondi di investimento	1.483,0	1.492,1	1.637,2	1.673,4	1.626,0	1.625,5	1.645,8	1.654,5
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	263,8	249,0	235,3	213,4	216,0	211,1	186,4	195,1
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	3.541,0	3.850,3	4.284,4	4.383,1	4.423,2	4.509,7	4.591,4	4.655,1
Restanti attività finanziarie	184,8	218,0	174,3	169,6	192,6	192,3	217,1	224,2
Passività (-)								
Prestiti	3.960,3	4.276,8	4.650,8	4.733,1	4.839,1	4.920,5	5.021,3	5.103,4
<i>di cui da IFM dell'area dell'euro</i>	3.521,2	3.809,0	4.191,6	4.280,8	4.384,5	4.459,3	4.537,7	4.611,3
= Ricchezza finanziaria netta	9.348,6	9.900,2	10.801,8	11.138,1	11.072,4	11.248,1	11.509,3	11.726,5

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Escluse le variazioni nel reddito netto dovute a altre variazioni in attività non finanziarie come le rivalutazioni di immobili residenziali.

2) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (ad esempio, Poste o Tesoro) verso le famiglie, incluse in M3 (cfr. Glossario).

3.4 Società non finanziarie

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

	2003	2004	2005	2° trim. 2005- 1° trim. 2006	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	3.781,5	3.928,2	4.034,5	4.075,7	4.106,6	4.155,2	4.217,1	4.269,4
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.304,5	2.371,7	2.430,2	2.450,5	2.475,1	2.499,1	2.524,7	2.554,0
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	59,1	66,4	72,4	72,1	74,1	74,4	73,2	71,9
= Margine operativo lordo (+)	1.417,9	1.490,0	1.531,9	1.553,1	1.557,4	1.581,7	1.619,2	1.643,5
Consumo di capitale fisso (-)	608,7	632,8	661,3	667,2	674,0	681,2	688,0	695,7
= Margine operativo netto (+)	809,3	857,3	870,5	886,0	883,4	900,5	931,2	947,9
Redditi da capitale attivi (+)	318,0	363,4	410,3	423,1	433,5	445,9	461,9	471,6
Interessi attivi	124,2	118,4	125,1	131,0	137,5	145,0	151,2	154,5
Altri redditi da capitale	193,8	244,9	285,2	292,1	296,0	300,9	310,7	317,1
Interest and rents payable (-)	228,0	226,0	233,6	240,0	247,3	257,2	267,8	278,6
= Reddito lordo di impresa (+)	899,3	994,6	1.047,2	1.069,0	1.069,5	1.089,2	1.125,4	1.140,9
Utili distribuiti (-)	690,6	748,3	828,6	843,2	858,6	861,7	881,0	896,1
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	116,7	131,6	147,4	150,1	156,8	166,7	180,4	186,5
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,5	73,6	74,0	73,9	74,1	74,3	74,5	75,1
Prestazioni sociali da erogare (-)	59,9	60,5	62,0	62,0	62,1	62,3	62,3	62,4
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	43,1	48,3	47,9	45,6	46,1	46,3	45,6	45,4
Variazione della ricchezza netta delle famiglie in fondi pensione (-)	13,0	12,8	11,8	11,9	12,0	12,1	12,1	12,1
= Risparmio netto	49,5	66,7	23,6	30,1	7,9	14,4	18,5	13,5
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	167,5	190,0	206,0	230,6	239,8	255,1	260,3	269,1
Investimenti fissi lordi (+)	775,3	815,0	850,9	866,8	882,5	897,2	919,3	940,8
Consumo di capitale fisso (-)	608,7	632,8	661,3	667,2	674,0	681,2	688,0	695,7
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	0,9	7,8	16,5	31,0	31,3	39,1	29,1	24,0
Investimento finanziario (+)	115,2	83,5	152,6	161,0	168,8	164,3	175,2	188,2
Banconote, monete e depositi di cui depositi inclusi in M3 ¹⁾	63,0	73,8	99,3	103,9	108,9	116,8	138,5	157,7
Titoli di debito a breve termine	-33,5	-56,9	-20,4	-4,6	13,9	-0,7	22,1	3,8
Titoli di debito a lungo termine	141,6	61,0	138,5	99,8	104,5	108,5	129,2	156,9
Azioni e altre partecipazioni	176,8	177,7	162,3	179,1	228,0	191,0	206,7	233,0
Restanti attività nette (+)	7,2	70,4	31,3	90,6	119,5	163,4	169,9	139,1
Finanziamento (-)	294,9	216,1	403,0	467,6	576,6	630,5	657,1	670,8
Debito	217,2	196,0	395,0	462,4	555,8	593,1	605,5	618,6
Prestiti di cui da IFM dell'area dell'euro	102,8	163,9	262,7	334,2	371,8	422,7	446,2	442,7
Titoli di debito	62,6	6,7	-4,6	-7,6	8,6	25,4	39,6	42,1
Riserve di fondi pensione	15,0	13,5	12,6	12,7	12,2	12,0	12,0	10,0
Azioni e altre partecipazioni	185,3	188,6	184,9	209,0	238,6	171,6	207,3	222,1
Azioni quotate	19,1	11,9	101,3	96,1	113,5	39,7	32,4	41,1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	166,1	176,7	83,6	112,9	125,1	131,9	174,9	181,0
Trasferimenti netti di capitale attivi (-)	45,0	54,3	58,9	49,8	51,4	65,2	80,5	83,7
= Risparmio netto	49,5	66,7	23,6	30,1	7,9	14,4	18,5	13,5
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie	1.194,2	1.262,2	1.417,4	1.428,8	1.472,2	1.512,8	1.577,0	1.604,2
Banconote, monete e depositi di cui depositi inclusi in M3 ¹⁾	984,2	1.042,9	1.147,3	1.131,9	1.167,0	1.199,4	1.277,4	1.284,5
Titoli di debito	395,9	310,4	285,9	297,1	307,7	296,0	301,0	295,4
Prestiti	1.337,8	1.389,5	1.524,3	1.544,2	1.577,6	1.608,0	1.676,6	1.717,5
Azioni e altre partecipazioni	4.842,9	5.340,7	6.250,1	6.696,2	6.611,0	6.905,4	7.243,9	7.489,0
Restanti attività finanziarie nette (+)	281,0	316,8	288,2	316,5	358,5	350,6	339,7	352,9
Passività	6.068,3	6.237,2	6.646,2	6.802,7	7.003,0	7.127,2	7.269,0	7.457,2
Debito	5.151,3	5.268,4	5.667,8	5.816,8	5.997,2	6.116,0	6.250,1	6.422,9
Prestiti di cui da IFM dell'area dell'euro	3.034,4	3.152,2	3.409,1	3.525,4	3.640,2	3.731,6	3.844,5	3.957,0
Titoli di debito	628,6	667,5	664,6	669,1	686,3	688,7	693,1	707,4
Riserve di fondi pensione	288,5	301,2	313,8	316,8	319,5	322,6	325,8	326,8
Azioni e altre partecipazioni	8.077,2	8.977,0	10.468,5	11.207,0	11.016,2	11.364,5	12.070,1	12.484,3
Azioni quotate	2.732,2	2.987,3	3.681,2	4.088,5	3.947,3	4.091,8	4.458,0	4.662,0
Azioni non quotate e altre partecipazioni	5.345,1	5.989,7	6.787,2	7.118,5	7.068,8	7.272,7	7.612,1	7.822,3

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (ad esempio, Poste o Tesoro) verso le società non finanziarie, incluse in M3 (cfr. Glossario).

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

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

	2003	2004	2005	2° trim. 2005- 1° trim. 2006	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi	29,9	49,8	27,4	16,6	38,2	49,6	68,5	85,1
<i>di cui depositi inclusi in M3¹⁾</i>	7,0	12,4	7,0	0,1	7,8	8,2	12,4	17,9
Titoli di debito a breve termine	10,8	22,6	21,3	15,2	0,2	-8,8	-0,5	11,9
Titoli di debito a lungo termine	140,7	132,6	140,7	135,0	133,2	137,7	129,0	133,5
Prestiti	11,7	6,6	-7,8	8,1	15,4	18,1	13,5	-4,7
Azioni e altre partecipazioni	59,0	46,3	120,3	141,1	139,4	146,7	133,0	103,2
Azioni quotate	9,5	14,0	21,4	17,8	17,0	16,1	18,3	12,8
Azioni non quotate e altre partecipazioni	5,2	-1,0	14,1	17,3	22,5	27,8	25,0	23,7
Quote di fondi di investimento	44,3	33,3	84,9	106,1	99,9	102,7	89,7	66,7
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	6,8	3,3	-0,8	-0,7	-4,0	-5,3	2,6	3,6
Restanti attività nette (+)	-2,4	12,4	23,8	17,5	6,5	3,2	-5,2	8,2
Finanziamento (-)								
Titoli di debito	5,0	-1,8	0,1	-0,5	-0,4	-0,4	4,1	4,0
Prestiti	12,3	4,6	9,5	22,5	23,9	32,6	27,8	26,9
Azioni e altre partecipazioni	11,4	12,7	10,4	10,1	9,3	12,5	7,9	10,6
Riserve tecniche di assicurazione	237,0	261,2	331,0	339,8	329,7	328,0	306,9	295,5
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	210,3	229,5	289,8	303,5	293,5	288,4	263,7	249,8
Riserve premi e riserve sinistri	26,8	31,6	41,2	36,3	36,2	39,6	43,2	45,7
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-16,2	-6,4	-25,2	-38,4	-29,6	-26,3	-8,4	0,2
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	107,2	109,4	200,8	231,0	125,3	121,1	183,8	149,4
Altre attività nette	-10,2	161,1	42,2	22,7	-17,3	3,7	-46,5	-52,4
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	98,2	20,6	118,2	129,5	88,6	91,6	56,3	42,1
Riserve tecniche di assicurazione	33,7	85,2	145,6	118,7	68,7	53,9	48,5	32,2
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	34,2	65,4	151,6	126,0	69,4	53,7	47,7	29,8
Riserve premi e riserve sinistri	-0,5	19,8	-5,9	-7,4	-0,8	0,2	0,8	2,4
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	-34,9	164,8	-20,8	5,6	-49,2	-20,6	32,5	22,6
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Banconote, monete e depositi	580,0	630,7	661,1	671,2	685,8	705,3	730,4	757,0
<i>di cui depositi inclusi in M3¹⁾</i>	121,1	132,6	141,6	136,9	139,7	143,3	153,4	154,7
Titoli di debito	69,2	205,8	212,8	215,8	214,0	214,1	212,7	227,6
Debito	1.488,4	1.659,9	1.820,3	1.834,7	1.851,6	1.916,0	1.903,8	1.929,7
Prestiti	364,1	359,4	356,8	369,1	370,9	370,9	361,6	351,2
Azioni e altre partecipazioni	1.530,1	1.685,8	2.006,9	2.126,3	2.100,9	2.209,5	2.323,6	2.378,9
Azioni quotate	526,0	574,7	698,2	734,5	705,8	754,2	820,4	841,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	305,7	336,3	395,8	421,9	423,6	438,7	462,6	471,3
Quote di fondi di investimento	698,4	774,8	912,8	969,9	971,5	1.016,6	1.040,7	1.065,8
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	65,8	69,0	83,4	83,1	87,2	87,5	87,3	89,7
Restanti attività nette (+)	89,7	109,7	161,2	164,9	162,1	166,9	162,8	170,1
Passività (-)								
Titoli di debito	23,4	21,9	22,0	22,1	22,3	23,0	26,3	26,1
Prestiti	125,8	119,2	127,7	147,3	151,9	161,6	155,8	172,6
Azioni e altre partecipazioni	430,2	463,5	592,0	620,7	585,4	636,3	656,3	673,4
Riserve tecniche di assicurazione	3.789,4	4.135,7	4.612,3	4.718,9	4.772,1	4.873,0	4.967,7	5.046,6
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.208,5	3.503,4	3.944,8	4.042,5	4.089,4	4.175,8	4.256,2	4.322,1
Riserve premi e riserve sinistri	580,9	632,3	667,5	676,4	682,8	697,3	711,5	724,5
= Ricchezza finanziaria netta	-247,3	-88,9	-135,0	-127,0	-146,4	-111,4	-111,0	-104,1

Fonte: BCE.

1) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (ad esempio, Poste o Tesoro) verso le società di assicurazione e i fondi pensione, incluse in M3 (cfr. Glossario).

MERCATI FINANZIARI

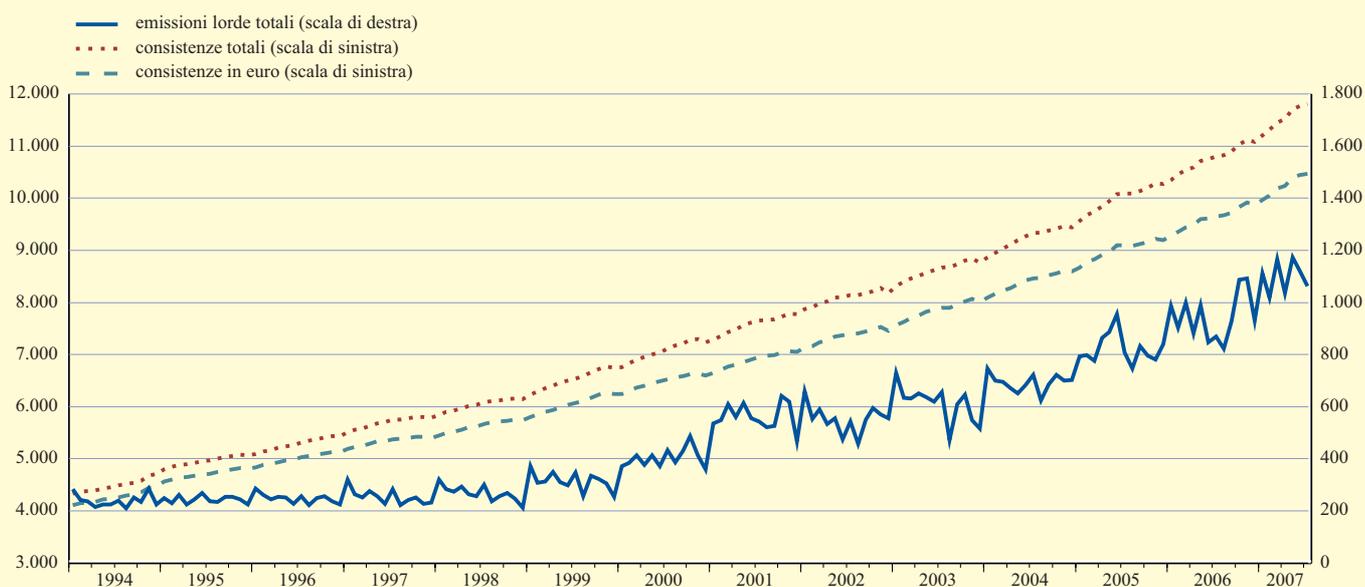
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								Dati destagionalizzati ²⁾	
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale												
2006 lug.	11.370,8	883,9	17,4	9.652,5	820,2	33,5	10.799,3	868,2	43,6	7,0	56,5	6,8	
ago.	11.403,2	837,9	31,9	9.674,1	780,0	21,1	10.829,1	822,8	24,6	7,2	74,2	7,0	
set.	11.523,8	1.004,1	120,2	9.724,6	882,0	50,2	10.897,8	927,9	57,0	7,3	63,0	6,9	
ott.	11.619,3	1.106,3	93,3	9.828,0	1.023,0	101,6	11.033,2	1.086,0	122,2	7,9	112,6	8,0	
nov.	11.757,8	1.134,6	137,7	9.919,5	1.036,6	90,8	11.124,5	1.092,7	107,4	8,2	94,7	8,2	
dic.	11.733,7	977,0	-25,0	9.864,7	885,1	-56,1	11.079,7	929,8	-60,1	7,9	51,6	8,6	
2007 gen.	11.832,9	1.145,7	99,2	9.962,1	1.052,1	97,5	11.206,9	1.111,7	116,1	7,9	74,6	8,9	
feb.	11.936,3	1.038,2	103,5	10.052,1	951,8	90,2	11.316,6	1.017,9	117,0	8,1	88,3	9,1	
mar.	12.162,1	1.251,8	224,6	10.183,1	1.112,8	129,7	11.453,3	1.165,4	135,9	8,4	101,6	9,8	
apr.	12.184,2	1.039,0	21,7	10.237,7	980,7	54,2	11.518,5	1.035,5	71,4	8,4	62,4	8,8	
mag.	12.397,5	1.215,7	214,2	10.398,8	1.113,2	161,9	11.706,5	1.174,0	183,2	8,8	137,3	9,5	
giu.	12.525,6	1.217,3	128,0	10.439,7	1.064,9	40,9	11.764,2	1.121,1	54,9	9,0	49,1	9,4	
lug.	.	.	.	10.472,3	1.001,5	31,6	11.810,6	1.063,0	48,7	9,0	64,2	9,1	
	A lungo termine												
2006 lug.	10.364,5	193,1	38,8	8.758,7	158,8	24,7	9.769,6	177,7	36,0	7,1	54,0	7,0	
ago.	10.380,9	90,5	16,6	8.770,0	71,6	11,5	9.787,8	88,3	21,1	7,5	66,3	7,3	
set.	10.474,6	218,5	94,0	8.824,9	156,7	55,2	9.857,2	175,7	62,9	7,5	57,7	7,2	
ott.	10.575,8	224,8	98,8	8.895,3	173,9	68,4	9.949,8	206,5	86,1	8,1	94,6	8,2	
nov.	10.710,8	226,0	134,2	8.989,9	167,2	93,9	10.043,3	193,4	108,6	8,3	93,8	8,9	
dic.	10.732,0	171,3	18,5	9.008,7	132,8	15,8	10.070,0	152,9	13,1	8,1	59,4	9,0	
2007 gen.	10.808,7	231,3	76,5	9.059,2	176,6	50,5	10.141,5	200,4	61,6	8,1	67,6	9,2	
feb.	10.901,5	230,9	92,9	9.135,7	183,1	76,6	10.231,7	216,7	98,1	8,3	75,9	9,4	
mar.	11.033,0	271,5	131,5	9.226,0	206,5	90,1	10.325,0	227,3	95,2	8,4	72,1	9,6	
apr.	11.073,7	180,9	40,4	9.256,6	154,5	30,3	10.361,6	176,1	44,0	8,4	52,0	8,6	
mag.	11.260,2	265,8	188,1	9.391,7	198,1	136,7	10.516,8	223,7	151,3	8,9	107,6	8,8	
giu.	11.358,2	256,3	96,6	9.453,4	187,7	60,4	10.594,2	214,1	73,8	8,7	43,8	8,5	
lug.	.	.	.	9.468,2	160,8	14,6	10.620,4	185,9	28,0	8,6	49,0	8,0	

FI5 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



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

1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.

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

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

1. Consistenze ed emissioni lordi

	Consistenze						Emissioni lordi					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2005	10.270	4.122	926	612	4.327	283	9.875	6.988	325	1.032	1.435	95
2006	11.080	4.566	1.156	645	4.408	305	11.334	8.377	414	1.118	1.339	85
2006 3° trim.	10.898	4.448	1.063	636	4.452	298	2.619	1.928	79	265	329	18
4° trim.	11.080	4.566	1.156	645	4.408	305	3.109	2.365	144	336	241	23
2007 1° trim.	11.453	4.762	1.236	657	4.489	309	3.295	2.446	126	285	415	23
2° trim.	11.764	4.871	1.291	693	4.601	308	3.331	2.359	113	452	389	18
2007 apr.	11.519	4.811	1.231	666	4.501	310	1.036	749	29	133	119	7
mag.	11.706	4.873	1.272	678	4.574	308	1.174	825	50	156	138	5
giu.	11.764	4.871	1.291	693	4.601	308	1.121	785	34	163	132	6
lug.	11.811	4.905	1.319	702	4.577	307	1.063	747	44	151	115	6
A breve termine												
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	60	1.023	686	31
2006 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
2007 1° trim.	1.128	621	12	106	385	4	2.651	2.132	16	271	222	8
2° trim.	1.170	627	11	120	407	5	2.717	2.072	12	413	210	9
2007 apr.	1.157	638	12	113	389	5	859	659	5	124	68	3
mag.	1.190	652	12	120	401	5	950	727	3	144	73	3
giu.	1.170	627	11	120	407	5	907	686	5	145	69	3
lug.	1.190	642	10	128	406	5	877	669	3	142	60	3
A lungo termine¹⁾												
2005	9.324	3.639	919	522	3.966	278	2.078	942	280	89	706	61
2006	10.070	3.996	1.144	551	4.079	301	2.159	1.002	355	95	653	54
2006 3° trim.	9.857	3.887	1.051	540	4.085	294	442	196	63	16	158	9
4° trim.	10.070	3.996	1.144	551	4.079	301	553	279	130	31	97	16
2007 1° trim.	10.325	4.141	1.224	551	4.105	304	644	314	110	13	192	14
2° trim.	10.594	4.244	1.280	572	4.194	304	614	287	101	39	179	8
2007 apr.	10.362	4.173	1.220	552	4.112	305	176	89	24	9	51	3
mag.	10.517	4.221	1.261	558	4.173	303	224	98	47	12	65	2
giu.	10.594	4.244	1.280	572	4.194	304	214	100	30	18	64	3
lug.	10.620	4.264	1.309	574	4.171	302	186	78	41	9	55	3
Di cui a lungo termine con tasso fisso												
2005	6.725	2.020	459	412	3.616	217	1.230	414	91	54	622	48
2006	7.048	2.136	535	420	3.719	237	1.289	476	137	61	576	39
2006 3° trim.	6.975	2.112	508	415	3.708	233	275	94	22	11	140	8
4° trim.	7.048	2.136	535	420	3.719	237	280	117	44	20	90	10
2007 1° trim.	7.164	2.212	561	421	3.728	243	402	172	39	9	169	13
2° trim.	7.306	2.256	575	433	3.798	244	339	133	28	24	147	7
2007 apr.	7.190	2.223	567	419	3.737	244	103	43	12	5	39	3
mag.	7.268	2.234	575	424	3.791	244	116	38	11	7	57	2
giu.	7.306	2.256	575	433	3.798	244	120	52	5	11	50	2
lug.	7.296	2.268	579	433	3.771	245	107	41	9	5	50	3
Di cui a lungo termine con tasso variabile												
2005	2.266	1.351	456	93	306	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.603	1.507	601	117	314	64	716	405	214	31	51	15
2006 3° trim.	2.490	1.450	537	110	333	60	134	76	40	4	13	2
4° trim.	2.603	1.507	601	117	314	64	231	124	86	11	5	6
2007 1° trim.	2.713	1.560	655	117	320	61	201	114	69	4	13	1
2° trim.	2.830	1.603	697	127	343	59	222	110	72	15	23	1
2007 apr.	2.728	1.574	644	120	329	61	62	37	12	4	9	0
mag.	2.783	1.591	677	121	334	59	82	37	36	4	5	0
giu.	2.830	1.603	697	127	343	59	78	37	25	7	9	1
lug.	2.856	1.602	722	129	345	57	64	25	32	4	3	0

Fonte: BCE.

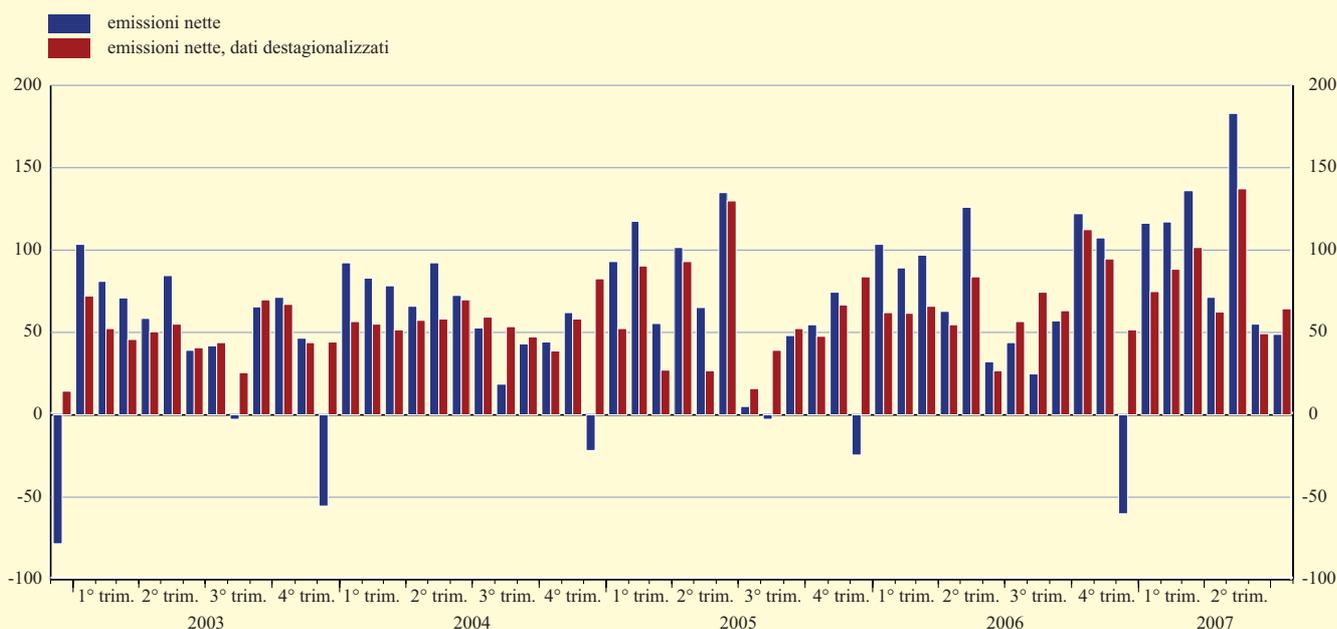
1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2005	721,6	319,9	176,1	21,6	171,5	32,4	724,4	323,8	172,8	21,4	173,8	32,6
2006	805,3	419,0	237,1	36,4	90,5	22,4	807,1	424,5	233,5	36,6	90,1	22,4
2006 3° trim.	125,3	78,7	34,9	-2,4	14,5	-0,4	193,8	99,2	55,5	3,2	32,7	3,2
4° trim.	169,5	98,1	96,0	10,0	-41,2	6,7	258,9	133,5	68,0	14,2	38,2	5,0
2007 1° trim.	369,0	187,8	81,6	13,0	82,7	3,9	264,5	123,1	98,8	10,7	29,3	2,6
2° trim.	309,4	105,1	56,5	35,6	112,4	-0,1	248,8	113,3	43,4	27,3	65,7	-0,9
2007 apr.	71,4	50,2	-2,9	9,5	13,3	1,3	62,4	39,3	3,9	5,7	11,9	1,7
mag.	183,2	60,2	40,0	12,0	72,6	-1,7	137,3	56,4	36,4	5,7	39,9	-1,1
giu.	54,9	-5,3	19,3	14,1	26,5	0,3	49,1	17,6	3,1	15,9	13,9	-1,4
lug.	48,7	34,2	28,9	9,5	-23,0	-1,1	64,2	30,1	32,1	7,9	-5,8	0,0
	A lungo termine											
2005	713,9	296,5	176,5	21,9	186,3	32,7	715,0	298,2	173,3	21,7	189,1	32,8
2006	756,0	346,5	231,7	33,0	121,5	23,3	756,1	348,4	228,3	32,8	123,3	23,3
2006 3° trim.	120,0	62,4	33,5	2,6	21,5	0,0	178,0	74,0	54,4	5,0	41,1	3,5
4° trim.	207,8	96,3	95,3	12,2	-3,2	7,2	247,8	121,3	67,4	9,7	44,0	5,5
2007 1° trim.	254,9	141,9	81,9	1,0	26,7	3,3	215,6	108,0	98,8	7,6	-0,9	2,1
2° trim.	269,1	100,5	57,6	21,5	90,2	-0,6	203,4	96,2	44,4	14,9	49,2	-1,3
2007 apr.	44,0	34,6	-2,4	2,3	8,7	0,8	52,0	34,7	4,7	2,3	9,1	1,3
mag.	151,3	46,6	40,0	5,5	61,0	-1,8	107,6	37,1	36,1	2,1	33,4	-1,1
giu.	73,8	19,3	20,0	13,7	20,5	0,4	43,8	24,5	3,6	10,6	6,7	-1,5
lug.	28,0	19,3	29,7	1,9	-21,8	-1,2	49,0	17,6	33,2	0,6	-2,6	0,2

Fl6 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati
(miliardi di euro, transazioni nel mese, valori nominali)



Fonte: BCE.

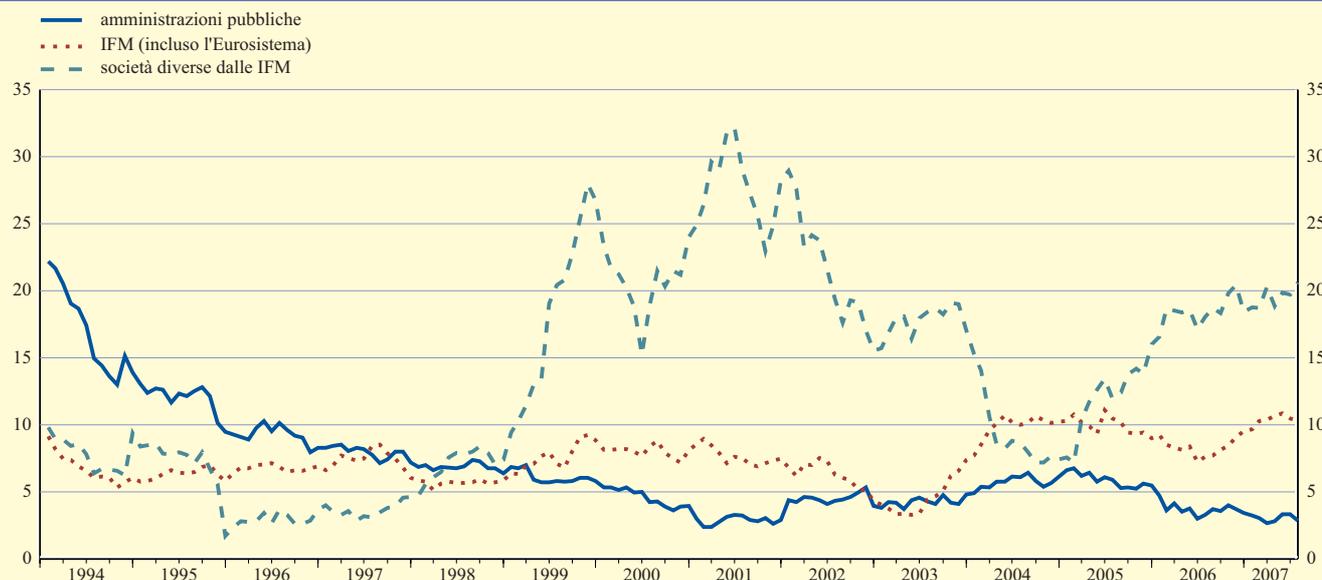
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(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 lug.	7,0	8,3	25,6	4,7	2,2	11,8	6,8	9,1	25,0	5,0	1,1	10,5
ago.	7,2	8,4	27,2	3,4	2,5	12,2	7,0	9,2	23,7	2,7	2,0	9,4
set.	7,3	9,0	26,4	4,3	2,2	10,4	6,9	9,1	22,9	5,0	1,7	8,1
ott.	7,9	9,6	29,1	4,0	2,6	9,5	8,0	10,2	27,1	5,1	2,3	8,5
nov.	8,2	10,0	29,5	5,2	2,5	8,8	8,2	9,4	28,5	4,6	3,2	7,0
dic.	7,9	10,2	25,7	6,0	2,1	7,9	8,6	11,0	25,8	5,6	3,2	5,6
2007 gen.	7,9	10,5	26,1	5,3	1,9	7,4	8,9	12,0	27,3	5,6	2,7	4,4
feb.	8,1	10,7	26,2	5,4	2,1	5,8	9,1	12,3	28,6	8,2	2,3	2,1
mar.	8,4	10,4	28,2	6,5	2,4	6,7	9,8	11,8	33,6	8,0	3,1	5,1
apr.	8,4	10,6	26,1	6,8	2,6	7,3	8,8	10,9	25,1	8,2	2,9	6,1
mag.	8,8	10,5	27,9	6,6	3,5	5,1	9,5	11,5	27,1	8,4	3,8	3,3
giu.	9,0	10,7	26,2	8,8	3,8	3,4	9,4	10,5	26,6	12,0	4,3	1,1
lug.	9,0	10,8	27,2	10,2	3,3	2,6	9,1	9,7	27,4	14,8	3,9	0,8
A lungo termine												
2006 lug.	7,1	7,6	25,5	6,0	2,7	12,0	7,0	8,0	24,4	5,5	2,2	10,5
ago.	7,5	7,7	26,9	5,5	3,1	12,5	7,3	8,2	23,1	4,3	3,2	9,3
set.	7,5	8,1	26,1	5,7	3,1	10,9	7,2	8,6	22,1	5,8	2,6	8,5
ott.	8,1	8,4	28,7	5,2	3,6	10,0	8,2	9,3	26,6	4,9	3,2	9,0
nov.	8,3	9,1	29,2	5,7	3,3	9,4	8,9	10,4	28,2	3,7	3,9	7,6
dic.	8,1	9,5	25,3	6,4	3,1	8,4	9,0	10,5	25,7	5,5	4,3	6,2
2007 gen.	8,1	9,6	25,8	6,3	2,9	7,6	9,2	11,3	27,2	7,0	3,6	4,8
feb.	8,3	10,3	25,9	5,7	2,9	6,0	9,4	12,4	28,8	7,1	2,6	2,6
mar.	8,4	10,4	27,9	6,2	2,4	6,9	9,6	12,1	33,8	6,5	2,1	5,2
apr.	8,4	10,7	26,0	5,7	2,5	7,4	8,6	12,0	25,5	6,4	1,7	5,8
mag.	8,9	10,8	27,9	4,9	3,2	5,1	8,8	11,2	27,4	6,2	2,5	2,8
giu.	8,7	10,5	26,4	7,0	3,3	3,4	8,5	10,4	27,1	8,4	2,4	0,6
lug.	8,6	10,3	27,5	7,3	2,9	2,7	8,0	9,3	28,1	7,6	2,1	0,6

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



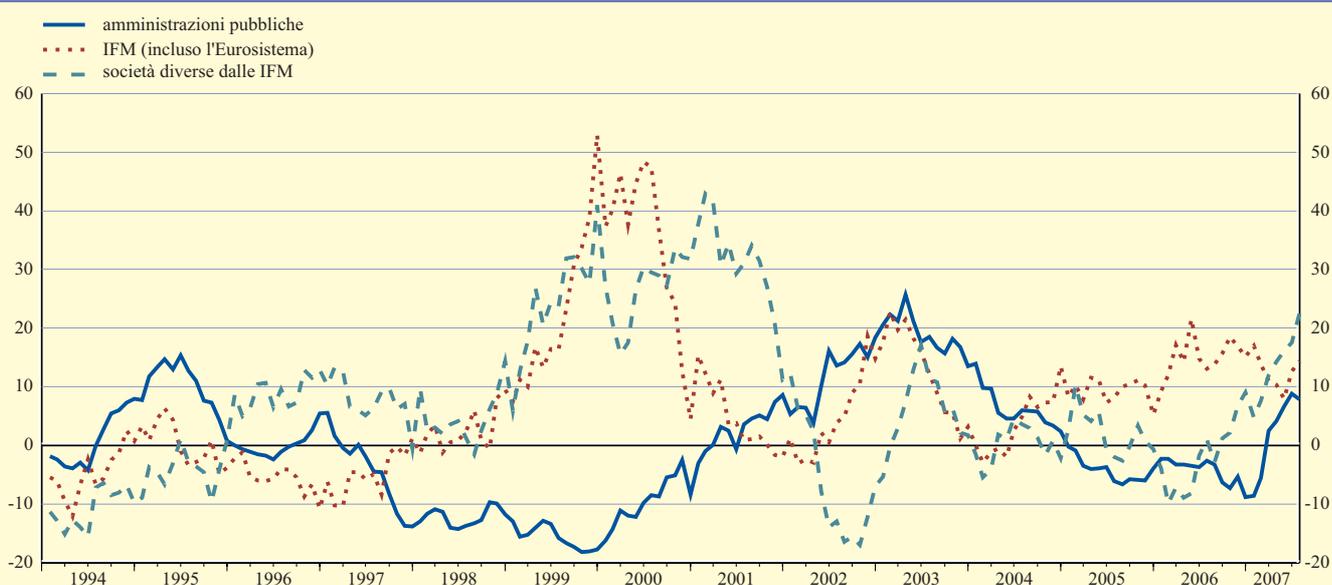
Fonte: BCE.

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 ¹⁾
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,5	15,0	19,5	18,6	35,8	22,1	9,9	4,8
2006	4,5	4,7	13,8	1,1	3,1	13,4	16,4	11,8	41,3	27,4	5,2	4,5
2006 3° trim.	4,4	4,6	14,9	1,0	2,8	13,7	14,8	10,0	38,1	30,3	4,1	6,5
4° trim.	5,1	5,4	19,5	1,8	3,1	11,1	15,5	11,0	36,4	26,9	5,5	4,8
2007 1° trim.	5,3	6,3	19,5	3,8	2,9	7,9	15,0	12,1	32,4	21,6	1,5	4,1
2° trim.	5,5	7,5	18,7	3,9	2,6	7,7	15,9	12,1	34,9	18,4	5,7	-0,7
2007 feb.	5,5	6,7	20,8	3,6	3,0	6,6	14,7	12,3	30,7	20,8	1,1	3,6
mar.	5,2	7,1	19,2	4,3	2,2	8,2	16,0	12,0	36,2	20,3	3,7	2,3
apr.	5,3	7,6	18,7	3,7	2,2	9,0	15,7	12,3	32,9	19,6	5,7	1,8
mag.	5,7	7,3	19,9	3,3	3,0	7,4	15,9	12,1	35,5	16,1	6,0	-3,3
giu.	5,7	8,0	16,0	5,0	3,0	5,3	16,2	11,8	36,3	18,8	7,0	-3,6
lug.	5,4	8,3	16,7	5,4	2,2	5,0	16,0	11,0	37,6	19,0	6,5	-6,1
	Euro											
2005	4,3	0,9	9,2	-0,2	5,4	15,3	18,9	17,3	35,2	22,0	10,3	5,4
2006	3,8	3,1	11,3	0,3	3,2	13,6	15,2	10,1	37,8	30,4	5,4	3,6
2006 3° trim.	3,7	3,1	11,2	-0,2	2,9	13,7	13,3	8,0	33,6	34,1	4,1	5,1
4° trim.	4,3	4,1	14,8	0,1	3,3	11,1	14,5	9,5	33,5	29,8	5,6	3,8
2007 1° trim.	4,7	5,5	15,3	1,7	3,2	7,9	13,7	10,8	28,9	22,8	1,5	3,6
2° trim.	4,8	6,8	15,5	1,5	2,9	7,6	15,1	11,2	32,2	19,2	5,8	-1,3
2007 feb.	4,8	5,8	15,8	1,5	3,3	6,6	13,5	11,2	27,3	21,9	1,1	3,3
mar.	4,5	6,3	15,5	1,6	2,5	8,1	15,0	11,3	32,3	21,3	3,8	1,9
apr.	4,7	7,1	15,6	1,2	2,5	8,9	14,9	11,4	30,2	20,7	5,8	1,4
mag.	5,1	6,7	16,5	0,9	3,3	7,2	15,2	11,1	33,1	16,9	6,1	-3,9
giu.	5,0	7,2	13,3	2,9	3,2	5,3	15,6	10,9	34,5	18,8	7,1	-4,3
lug.	4,7	7,5	13,9	4,2	2,4	5,1	15,3	9,9	35,6	18,4	6,6	-7,0

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



Fonte: BCE.

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

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

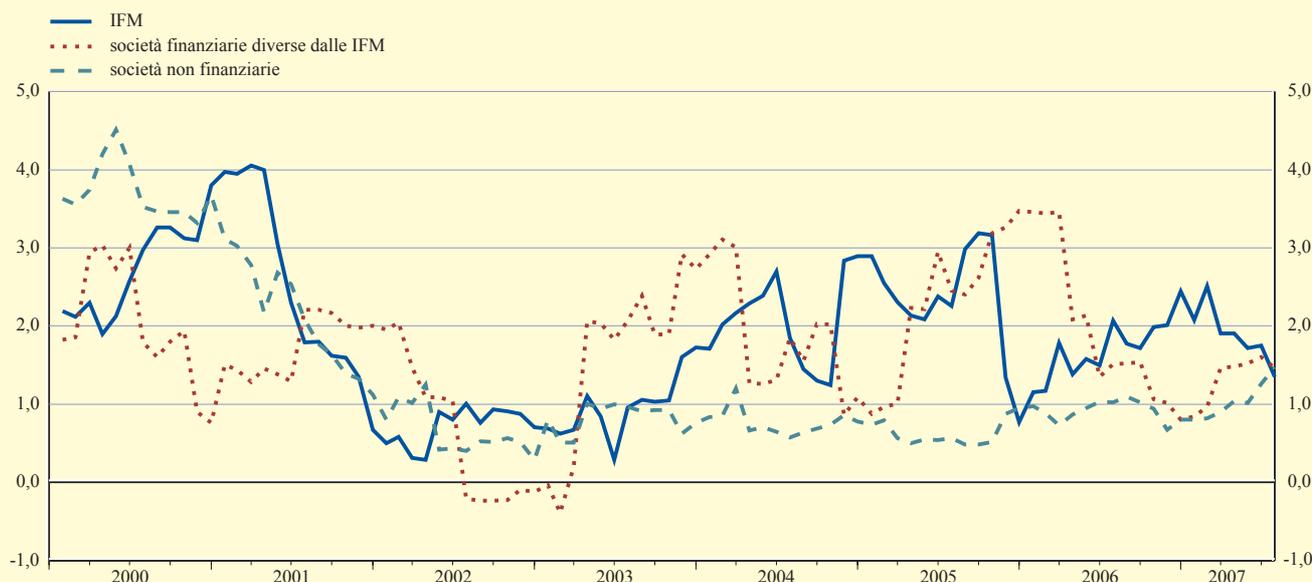
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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	4.294,5	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.	6.223,4	105,0	1,1	1.081,2	2,5	633,4	1,0	4.508,8	0,8
mar.	6.423,5	105,1	1,1	1.099,9	1,9	644,6	1,5	4.678,9	0,9
apr.	6.671,7	105,3	1,2	1.156,5	1,9	670,5	1,5	4.844,7	1,0
mag.	6.944,3	105,4	1,2	1.161,3	1,7	684,0	1,5	5.099,0	1,0
giu.	6.862,1	105,7	1,4	1.115,5	1,8	671,8	1,6	5.074,8	1,3
lug.	6.639,8	105,9	1,5	1.081,0	1,4	607,5	1,5	4.951,3	1,5

F19 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

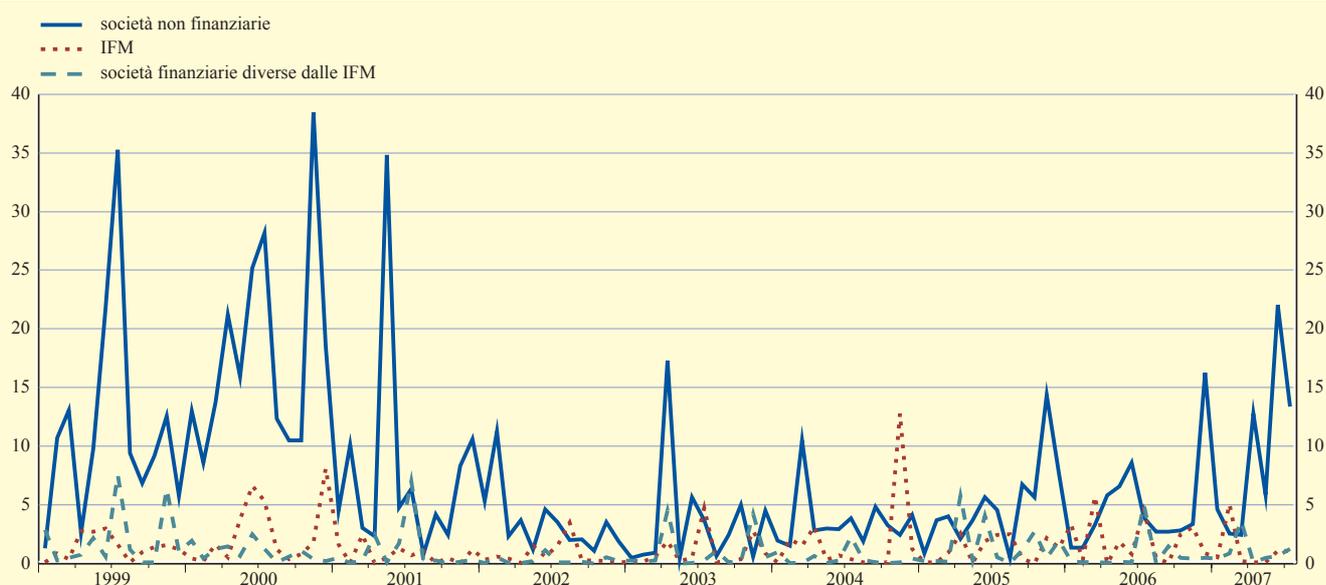
1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾
(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 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	1,1
set.	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
ott.	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
nov.	6,9	2,1	4,8	3,1	0,0	3,1	0,4	0,2	0,3	3,3	1,9	1,5
dic.	17,6	5,1	12,5	0,9	0,3	0,5	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,5
2007 gen.	5,5	3,9	1,6	0,5	0,1	0,4	0,4	0,0	0,4	4,6	3,8	0,8
feb.	8,4	2,0	6,4	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
mar.	6,3	1,7	4,6	0,2	0,0	0,2	3,6	0,4	3,3	2,4	1,4	1,1
apr.	13,0	0,4	12,6	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1	12,8	0,2	12,6
mag.	6,4	1,8	4,5	0,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,5	5,8	1,8	4,0
giu.	23,7	1,6	22,1	1,0	0,0	1,0	0,6	0,0	0,6	22,0	1,6	20,4
lug.	15,7	1,8	13,8	1,1	0,0	1,1	1,2	0,3	0,9	13,4	1,5	11,8

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 ¹⁾

(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 ²⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ^{2) 3)}		A vista ²⁾	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 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.	1,00	3,37	3,64	2,72	2,35	3,07	1,64	3,48	3,80	4,15	3,47
mar.	1,02	3,51	3,65	2,68	2,39	3,14	1,71	3,67	3,84	3,72	3,64
apr.	1,04	3,59	3,68	2,78	2,42	3,20	1,75	3,74	4,01	3,87	3,70
mag.	1,06	3,62	3,51	2,72	2,43	3,25	1,78	3,74	3,80	3,72	3,73
giu.	1,08	3,78	3,79	2,64	2,42	3,32	1,77	3,94	4,10	4,16	3,90
lug.	1,10	3,86	3,90	2,83	2,45	3,40	1,81	4,02	4,26	4,50	3,95

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

	Conti correnti attivi ²⁾	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	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 ago.	9,92	7,73	6,38	8,15	8,07	4,21	4,37	4,60	4,40	4,59	4,65	5,27	4,94
set.	10,05	7,72	6,24	8,09	7,94	4,30	4,37	4,61	4,45	4,66	4,76	5,30	4,98
ott.	10,03	7,50	5,99	8,17	7,76	4,42	4,45	4,58	4,47	4,73	4,93	5,18	4,80
nov.	10,07	7,66	6,12	8,15	7,81	4,49	4,50	4,58	4,47	4,76	4,97	5,26	4,91
dic.	10,03	7,56	6,05	7,97	7,71	4,56	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,24	4,82
2007 gen.	10,14	7,63	6,68	8,39	8,25	4,68	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
feb.	10,31	7,69	6,83	8,27	8,28	4,71	4,71	4,70	4,49	4,90	5,27	5,38	5,14
mar.	10,22	7,51	6,68	8,34	8,14	4,79	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
apr.	10,29	7,77	6,69	8,24	8,15	4,85	4,73	4,75	4,67	5,00	5,28	5,57	5,21
mag.	10,32	8,10	6,73	8,30	8,27	4,88	4,80	4,81	4,74	5,02	5,38	5,65	5,32
giu.	10,38	8,07	6,66	8,24	8,25	5,00	4,93	4,90	4,82	5,15	5,49	5,77	5,37
lug.	10,38	8,01	6,77	8,34	8,36	5,07	4,93	5,02	4,90	5,26	5,54	5,82	5,40

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

	Conti correnti attivi ²⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6	7
2006 ago.	5,56	4,70	5,09	4,60	3,98	4,33	4,49
set.	5,69	4,75	5,02	4,54	4,04	4,41	4,47
ott.	5,76	4,91	5,17	4,57	4,24	4,38	4,45
nov.	5,82	5,00	5,25	4,68	4,31	4,62	4,58
dic.	5,80	5,08	5,24	4,71	4,50	4,77	4,63
2007 gen.	5,94	5,16	5,31	4,69	4,44	4,67	4,70
feb.	6,03	5,21	5,44	4,86	4,50	4,69	4,71
mar.	6,04	5,30	5,45	4,88	4,65	4,81	4,87
apr.	6,12	5,37	5,47	4,88	4,69	4,99	4,90
mag.	6,12	5,43	5,57	4,95	4,71	5,10	5,12
giu.	6,17	5,53	5,70	5,03	4,88	5,28	5,17
lug.	6,29	5,58	5,75	5,08	4,88	5,01	5,15

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)

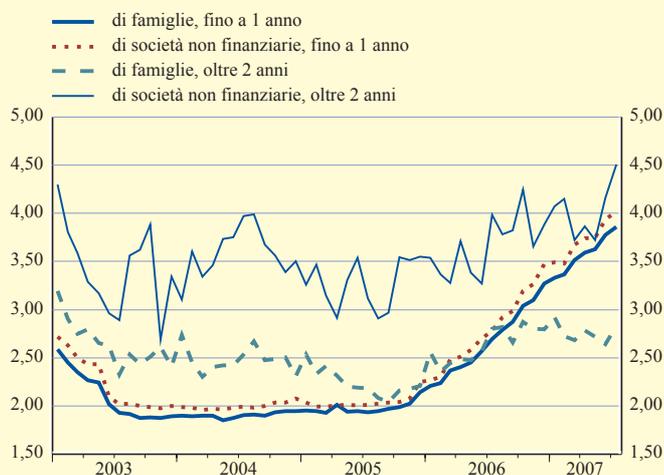
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni		8
2006 ago.	0,85	2,52	3,05	2,23	2,63	1,32	2,93	3,68	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.	1,00	3,07	3,12	2,35	3,07	1,64	3,49	3,92	3,41
mar.	1,02	3,16	3,05	2,39	3,14	1,71	3,61	3,93	3,54
apr.	1,04	3,23	3,06	2,42	3,20	1,75	3,67	3,93	3,59
mag.	1,06	3,30	3,03	2,43	3,25	1,78	3,72	3,96	3,66
giu.	1,08	3,39	3,04	2,42	3,32	1,77	3,87	3,99	3,79
lug.	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	4,00	3,85

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 ago.	4,72	4,23	4,60	8,19	6,71	5,82	4,85	4,33	4,48
set.	4,82	4,27	4,62	8,30	6,81	5,87	4,93	4,40	4,53
ott.	4,90	4,29	4,65	8,35	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
nov.	4,98	4,33	4,68	8,33	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
dic.	5,01	4,34	4,70	8,41	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007 gen.	5,05	4,38	4,72	8,53	6,83	5,95	5,30	4,76	4,77
feb.	5,11	4,46	4,79	8,66	6,95	5,96	5,37	4,83	4,83
mar.	5,14	4,45	4,79	8,62	6,88	5,95	5,43	4,90	4,84
apr.	5,14	4,48	4,80	8,67	6,96	5,97	5,50	4,94	4,87
mag.	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,98	4,90
giu.	5,21	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96
lug.	5,29	4,55	4,89	8,80	6,96	6,09	5,69	5,15	5,01

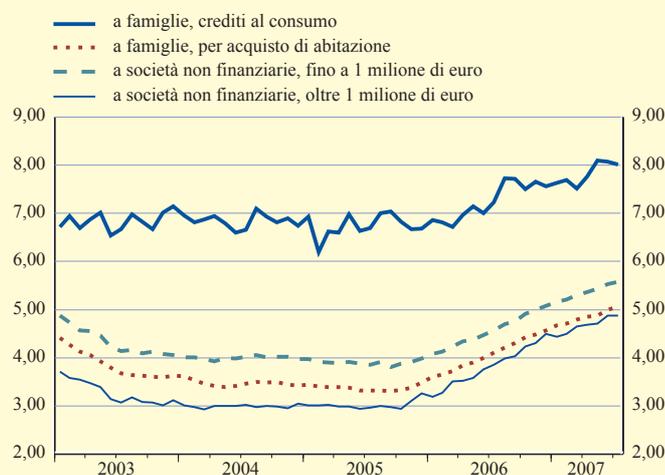
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

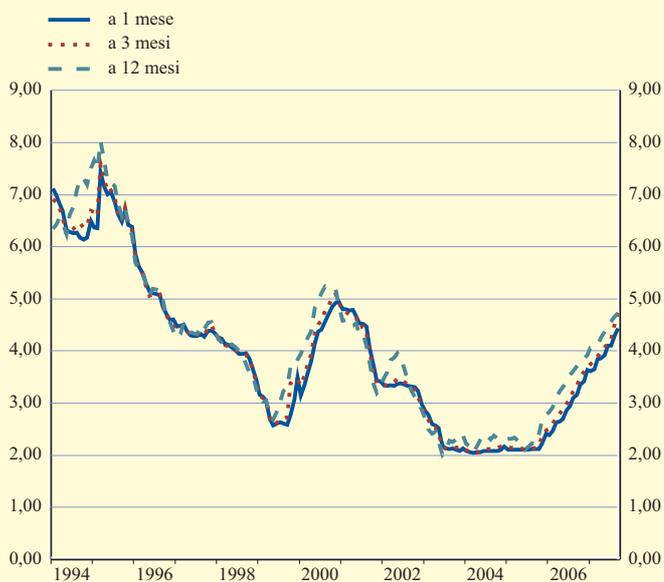
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾²⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
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 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
2° trim.	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
3° trim.	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
2006 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
mag.	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67
giu.	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	5,36	0,73
lug.	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	5,36	0,77
ago.	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	5,48	0,92
set.	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99

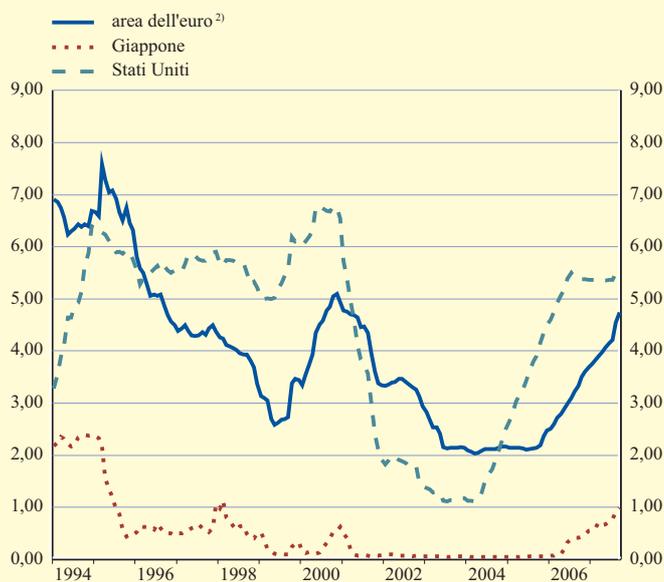
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ²⁾

(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.

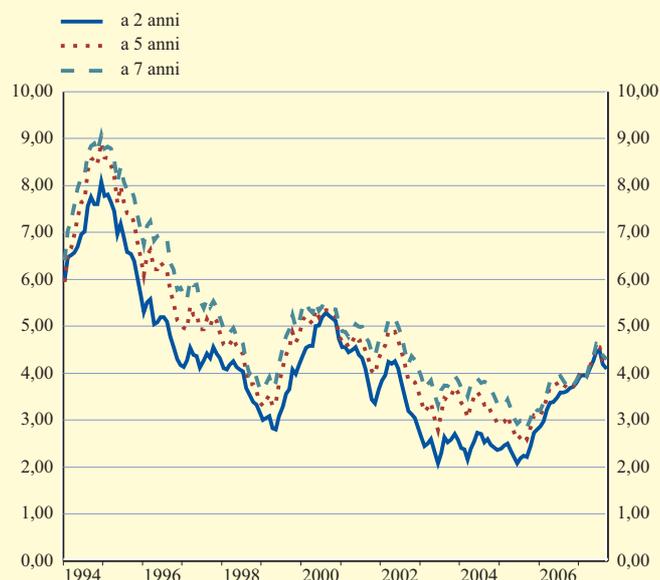
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro ^{1) 2)}					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 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
2° trim.	4,27	4,30	4,34	4,38	4,42	4,84	1,74
3° trim.	4,26	4,30	4,34	4,42	4,48	4,74	1,72
2006 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
mag.	4,26	4,28	4,31	4,34	4,37	4,75	1,67
giu.	4,45	4,51	4,57	4,62	4,66	5,11	1,89
lug.	4,48	4,52	4,55	4,59	4,63	5,01	1,89
ago.	4,19	4,23	4,27	4,38	4,43	4,68	1,65
set.	4,10	4,14	4,19	4,30	4,37	4,51	1,61

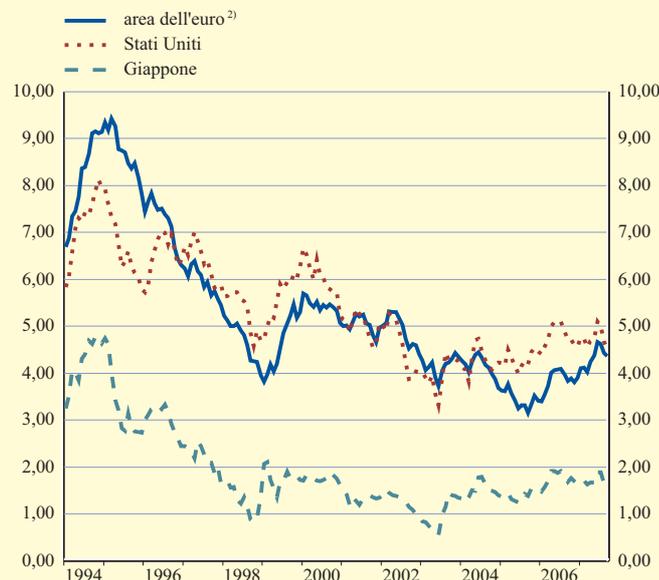
F25 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro²⁾

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



F26 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



Fonte: BCE.

- 1) I rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali. Fino al dicembre 1998 questi sono ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti Standard & Poor's 500	Giappone Nikkei 225
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Definizione ampia 1	Primi 50 titoli 2	Materie prime 3	Servizi di consumo 4	Beni di consumo 5	Petroli e estrattivo 6	Finanziari 7	Industriali 8	Alta tecnologia 9	Servizi pubblici 10	Telecomunicazioni 11	Servizi sanitari 12		
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	16.124,0
2006 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
2° trim.	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
3° trim.	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
2006 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
mag.	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7
giu.	433,4	4.470,2	571,9	244,2	380,4	471,1	429,4	529,0	393,1	568,2	473,8	529,9	1.514,5	18.001,4
lug.	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8
ago.	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0
set.	411,3	4.284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1.496,0	16.233,9

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)¹⁾

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale ³⁾	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,2	13,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2	
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,2	
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,8	
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	3,0	
2006 2° trim.	102,4	2,5	1,5	2,8	2,0	0,8	0,5	0,5	0,3	3,9	0,5	2,4	3,1	
3° trim.	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,4	1,8	0,2	0,6	0,6	2,0	3,1	
4° trim.	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,1	0,8	0,7	0,3	-4,2	0,6	1,6	2,9	
2007 1° trim.	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,4	0,0	0,3	1,0	0,7	1,7	2,8	
2° trim.	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,4	0,8	0,2	3,3	0,7	1,8	2,4	
2007 apr.	104,2	1,9	1,9	1,5	2,5	0,3	0,1	0,9	0,0	1,4	0,3	1,8	2,6	
mag.	104,4	1,9	1,9	1,4	2,6	0,2	0,1	-0,3	0,1	0,9	0,3	1,8	2,4	
giu.	104,5	1,9	1,9	1,5	2,6	0,2	0,2	0,3	0,0	0,5	0,2	1,8	2,3	
lug.	104,3	1,8	1,9	1,2	2,6	0,2	0,1	0,4	0,0	0,5	0,2	1,7	2,1	
ago.	104,3	1,7	2,0	1,2	2,6	0,1	0,7	0,4	0,2	-0,9	0,1	1,7	2,1	
set. ⁴⁾		2,1												

	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 ³⁾	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2006 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
2° trim.	2,5	2,0	3,3	1,0	1,0	0,5	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,6
2007 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
apr.	2,7	1,9	3,9	1,0	1,1	0,4	2,7	2,1	2,6	-2,2	2,7	3,7
mag.	2,4	1,9	3,1	0,9	1,0	0,3	2,8	2,0	2,8	-1,8	2,9	3,6
giu.	2,4	2,0	3,0	1,0	1,0	0,9	2,8	2,0	2,4	-1,8	3,0	3,5
lug.	2,3	1,9	2,8	0,7	0,9	0,0	2,7	1,9	2,5	-1,7	3,0	3,5
ago.	2,5	2,5	2,4	0,6	1,0	-0,9	2,7	2,0	2,4	-1,1	3,0	3,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Stime della BCE basate su dati Eurostat; queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- 3) Con riferimento al 2007.
- 4) Stime basate su dati nazionali provvisori che coprono il 95 per cento dell'area dell'euro nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	Prezzi internazionali delle materie prime ³⁾	Prezzo del petrolio ⁴⁾ (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici					
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo									
			Totale	Durevoli	Non durevoli	Totale	Durevoli	Non durevoli		Totale al netto dell'energia					
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,7	2,2	7,0	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	3,2	7,4	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	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	3,8	6,5	19,7	24,8	52,9
2006 3° trim.	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	4,3	-	13,4	26,6	55,7
4° trim.	116,6	4,1	2,8	3,5	6,2	1,8	1,6	1,7	1,6	6,1	3,9	6,0 ⁶⁾	3,9	23,0	47,3
2007 1° trim.	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,3	-	-	-5,5	15,7	44,8
2° trim.	118,5	2,4	2,6	3,2	5,5	1,9	1,7	1,8	1,6	-0,5	-	-	-3,1	13,8	51,0
3° trim.													2,0	6,7	54,2
2007 apr.	118,2	2,4	2,6	3,4	5,8	2,0	1,7	1,8	1,6	-0,7	-	-	-5,6	15,3	50,2
mag.	118,6	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,7	1,7	-0,1	-	-	-3,9	11,9	50,3
giu.	118,7	2,2	2,6	3,1	5,2	1,9	1,6	1,8	1,6	-0,7	-	-	0,3	14,2	52,6
lug.	119,0	1,8	2,3	2,9	4,6	1,7	1,9	1,7	1,9	-1,9	-	-	-1,7	7,8	55,2
ago.	119,1	1,7	2,2	2,9	4,3	1,6	2,3	1,7	2,3	-2,2	-	-	-3,4	5,4	52,4
set.													12,1	6,9	55,2

3. Costo orario del lavoro⁷⁾

	Totale (indice dest.) 2000 = 100	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁸⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	110,8	3,2	2,9	4,0	3,3	4,0	3,0	2,4
2004	113,5	2,4	2,3	2,7	2,8	2,8	2,1	2,2
2005	116,5	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,8	2,1
2006	119,6	2,6	2,7	2,3	3,4	2,1	2,2	2,3
2006 2° trim.	119,2	2,8	2,9	2,4	4,0	1,6	2,3	2,4
3° trim.	119,9	2,6	2,7	2,4	3,7	1,9	2,0	2,1
4° trim.	120,6	2,4	2,4	2,1	2,8	2,2	2,2	2,5
2007 1° trim.	121,3	2,3	2,3	1,9	2,3	2,0	2,2	2,0
2° trim.	122,1	2,5	2,5	1,8	2,7	3,2	2,2	2,3

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	8
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾									
2003	106,7	1,9	6,3	0,5	3,3	2,1	1,8	3,1	
2004	108,0	1,3	-7,8	-0,2	3,7	0,5	2,7	2,2	
2005	109,1	1,0	6,8	-0,7	3,7	0,6	1,7	1,9	
2006	110,0	0,8	1,6	-1,0	1,4	0,1	2,0	2,5	
2006 1° trim.	109,9	1,0	2,2	-0,9	1,4	0,3	2,1	2,7	
2° trim.	110,3	1,2	1,4	-0,8	0,5	0,6	1,4	3,5	
3° trim.	110,1	1,1	3,3	-0,7	1,5	-0,1	2,4	2,8	
4° trim.	109,9	0,1	-0,4	-1,6	2,2	-0,5	2,0	0,9	
2007 1° trim.	110,9	0,8	-0,4	-1,3	1,7	-0,3	3,2	2,1	
Redditi per occupato									
2003	107,7	2,3	2,5	2,2	2,9	1,9	2,5	2,4	
2004	110,0	2,2	2,6	2,7	2,9	1,5	2,0	2,3	
2005	112,0	1,8	1,7	1,5	2,5	1,7	2,0	1,9	
2006	114,4	2,2	1,2	3,2	3,4	1,6	1,4	2,1	
2006 1° trim.	113,7	2,2	0,1	3,1	3,6	1,7	1,4	2,2	
2° trim.	114,4	2,4	0,1	3,2	3,2	1,7	1,1	3,1	
3° trim.	114,6	2,4	2,4	3,5	3,4	1,2	1,6	2,6	
4° trim.	115,1	1,8	2,3	3,0	3,6	1,8	1,7	0,6	
2007 1° trim.	116,2	2,3	2,9	2,4	3,5	1,5	2,8	2,1	
Produttività del lavoro²⁾									
2003	101,0	0,3	-3,5	1,7	-0,4	-0,1	0,7	-0,7	
2004	101,9	0,9	11,2	2,9	-0,8	1,0	-0,8	0,1	
2005	102,6	0,7	-4,8	2,3	-1,2	1,0	0,3	0,0	
2006	104,0	1,4	-0,4	4,2	2,0	1,5	-0,5	-0,3	
2006 2° trim.	103,8	1,3	-1,3	3,9	2,7	1,1	-0,3	-0,4	
3° trim.	104,1	1,2	-0,8	4,2	1,9	1,3	-0,8	-0,2	
4° trim.	104,7	1,7	2,8	4,6	1,4	2,2	-0,4	-0,3	
2007 1° trim.	104,8	1,4	3,4	3,7	1,7	1,7	-0,4	0,0	
2° trim.	104,6	0,8	.	.	.	.	.	.

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	107,4	2,2	2,1	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,7
2004	109,5	2,0	2,2	2,1	2,3	2,4	1,1	1,6
2005	111,6	1,9	2,3	2,1	2,6	2,3	2,7	3,8
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	2,1	2,6	2,7	4,0
2006 2° trim.	113,5	2,0	2,7	2,4	3,0	2,6	3,1	5,0
3° trim.	114,0	2,0	2,4	2,1	2,1	2,7	2,7	3,6
4° trim.	114,6	1,8	1,8	1,9	0,5	2,8	2,0	2,0
2007 1° trim.	115,3	2,2	1,9	1,7	1,5	3,0	1,6	0,6
2° trim.	116,0	2,2	2,0	1,8	0,7	2,9	1,4	0,9

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 ¹⁾		
	1	Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
	<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2003	7.488,9	7.332,9	4.294,4	1.531,2	1.506,1	1,2	156,0	2.638,5	2.482,5
2004	7.772,3	7.613,8	4.448,0	1.586,8	1.572,7	6,3	158,6	2.841,1	2.682,6
2005	8.047,6	7.931,3	4.610,2	1.649,8	1.654,3	17,0	116,3	3.049,7	2.933,4
2006	8.437,3	8.337,7	4.799,2	1.716,4	1.787,6	34,5	99,6	3.388,6	3.289,0
2006 2° trim.	2.099,3	2.076,1	1.195,0	429,4	444,4	7,4	23,2	837,5	814,3
3° trim.	2.121,2	2.102,8	1.206,3	430,5	451,3	14,8	18,3	851,4	833,0
4° trim.	2.150,5	2.111,6	1.215,1	432,6	462,3	1,5	38,9	879,9	841,0
2007 1° trim.	2.179,7	2.143,7	1.220,3	438,9	475,1	9,4	36,0	889,1	853,1
2° trim.	2.199,3	2.160,7	1.234,2	440,9	476,9	8,7	38,5	902,1	863,5
	<i>in percentuale del PIL</i>								
2006	100,0	98,8	56,9	20,3	21,2	0,4	1,2	-	-
	<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ³⁾)</i>								
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2006 2° trim.	1,0	0,9	0,4	0,2	2,7	-	-	1,6	1,3
3° trim.	0,6	0,9	0,5	0,5	0,7	-	-	1,1	1,9
4° trim.	0,9	0,3	0,5	0,4	1,7	-	-	3,1	1,6
2007 1° trim.	0,7	0,8	0,0	0,8	2,0	-	-	0,8	0,9
2° trim.	0,3	0,2	0,5	0,1	-0,2	-	-	1,1	0,6
	<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,2	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,9	1,6	1,3	2,3	-	-	6,9	6,7
2005	1,5	1,7	1,5	1,3	2,6	-	-	4,3	5,1
2006	2,8	2,6	1,8	1,9	5,0	-	-	8,0	7,8
2006 2° trim.	2,9	2,6	1,8	1,6	5,7	-	-	8,1	7,5
3° trim.	2,8	3,0	1,7	1,8	5,0	-	-	6,9	7,6
4° trim.	3,3	2,5	2,1	2,2	5,9	-	-	9,2	7,2
2007 1° trim.	3,2	2,8	1,4	2,0	7,4	-	-	6,7	5,9
2° trim.	2,5	2,1	1,5	1,9	4,3	-	-	6,2	5,1
	<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2006 2° trim.	1,0	0,9	0,2	0,0	0,6	0,0	0,1	-	-
3° trim.	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	0,3	-0,3	-	-
4° trim.	0,9	0,3	0,3	0,1	0,4	-0,5	0,6	-	-
2007 1° trim.	0,7	0,8	0,0	0,2	0,4	0,2	-0,1	-	-
2° trim.	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,2	-	-
	<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,3	0,1	-0,6	-	-
2004	2,0	1,8	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,8	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,0	0,1	0,2	-	-
2006 2° trim.	2,9	2,6	1,0	0,3	1,2	0,0	0,3	-	-
3° trim.	2,8	2,9	1,0	0,4	1,0	0,5	-0,1	-	-
4° trim.	3,3	2,5	1,2	0,4	1,2	-0,4	0,9	-	-
2007 1° trim.	3,2	2,8	0,8	0,4	1,5	0,0	0,4	-	-
2° trim.	2,5	2,0	0,8	0,4	0,9	-0,1	0,5	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nelle tavole 7.1.2 e 7.3.1.
- 2) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2003	6.728,1	150,8	1.394,7	390,8	1.427,4	1.831,1	1.533,3	760,9
2004	6.977,5	153,8	1.430,4	412,5	1.478,7	1.908,0	1.594,1	794,8
2005	7.209,5	142,5	1.458,3	438,2	1.516,8	1.997,5	1.656,1	838,1
2006	7.535,7	138,2	1.522,9	481,1	1.569,1	2.105,6	1.718,7	901,6
2006 2° trim.	1.875,0	34,1	377,7	119,1	389,7	524,1	430,2	224,4
3° trim.	1.897,2	34,9	383,3	122,1	395,3	530,1	431,7	223,9
4° trim.	1.917,8	35,1	388,3	124,8	399,6	536,2	433,8	232,7
2007 1° trim.	1.941,8	35,3	396,1	128,3	401,9	541,9	438,3	237,9
2° trim.	1.961,1	35,8	400,7	128,1	405,1	549,1	442,3	238,2
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2006	100,0	1,8	20,2	6,4	20,8	27,9	22,8	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ¹⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2006 2° trim.	1,0	0,1	0,9	2,9	1,2	1,2	0,3	0,5
3° trim.	0,6	-0,3	0,9	1,0	0,7	0,6	0,2	0,5
4° trim.	0,7	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	0,3	2,0
2007 1° trim.	0,8	1,7	1,2	1,9	0,5	0,8	0,4	-0,3
2° trim.	0,5	-0,5	0,6	-1,6	0,6	0,9	0,4	-0,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2003	0,7	-6,1	0,2	0,1	0,7	1,6	0,9	1,6
2004	2,1	10,4	2,4	0,8	2,5	1,6	1,5	1,6
2005	1,5	-5,9	0,7	1,3	1,6	2,6	1,4	1,6
2006	2,7	-1,6	3,7	4,4	2,8	3,0	1,2	3,4
2006 2° trim.	2,8	-1,4	3,7	4,6	2,9	3,3	1,3	3,6
3° trim.	2,9	-2,4	4,1	4,8	3,0	3,1	1,2	2,5
4° trim.	3,3	0,4	4,6	5,3	3,7	3,4	1,3	3,8
2007 1° trim.	3,2	2,3	4,0	7,3	3,2	3,5	1,3	2,7
2° trim.	2,6	1,7	3,6	2,6	2,6	3,1	1,3	1,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2006 2° trim.	1,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	-
3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	-
4° trim.	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2007 1° trim.	0,8	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2° trim.	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,2	0,5	0,0	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,5	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	-
2006	2,7	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
2006 2° trim.	2,8	0,0	0,8	0,3	0,6	0,9	0,3	-
3° trim.	2,9	0,0	0,8	0,3	0,6	0,9	0,3	-
4° trim.	3,3	0,0	0,9	0,3	0,8	1,0	0,3	-
2007 1° trim.	3,2	0,0	0,8	0,5	0,7	1,0	0,3	-
2° trim.	2,6	0,0	0,7	0,2	0,5	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 ¹⁾	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici							Beni energetici	
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
2004	2,1	102,5	2,2	2,2	2,1	2,4	3,4	0,6	0,1	0,7	2,2	-0,5
2005	1,2	103,9	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,4	-1,0	0,7	1,3	-0,2
2006	3,8	108,1	4,0	4,4	4,4	5,0	5,8	2,5	4,2	2,2	0,8	4,1
2006 3° trim.	4,1	108,7	4,2	4,5	4,4	5,8	5,7	1,7	5,1	1,2	1,5	3,9
4° trim.	4,2	109,4	4,0	4,9	4,9	5,4	6,6	3,3	5,5	2,9	-3,3	6,9
2007 1° trim.	4,6	110,3	3,8	5,8	6,0	6,4	7,1	3,9	4,3	3,9	-7,4	10,9
2° trim.	2,9	110,7	2,6	3,1	3,1	2,8	4,6	2,1	1,3	2,2	-0,6	2,8
2007 feb.	5,0	110,3	4,1	6,0	6,1	7,1	7,5	3,2	4,8	2,9	-7,1	12,0
mar.	5,3	111,0	4,2	5,8	6,0	6,6	6,9	4,5	4,5	4,5	-6,6	11,1
apr.	3,0	110,0	2,9	3,9	4,0	3,7	5,2	2,8	1,5	3,0	-2,9	3,6
mag.	2,3	111,2	2,7	2,9	2,8	2,4	4,0	2,0	0,4	2,3	2,0	2,1
giu.	3,4	111,1	2,3	2,6	2,5	2,3	4,6	1,5	2,0	1,4	-0,7	2,7
lug.	3,6	111,7	3,6	4,3	4,4	3,5	6,5	2,9	2,0	3,0	-0,8	1,6
variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2007 feb.	0,9	-	0,6	0,6	0,5	0,7	0,9	0,1	0,7	-0,1	0,7	0,8
mar.	0,9	-	0,6	0,4	0,8	0,5	0,2	0,8	0,2	1,0	0,9	0,5
apr.	-1,9	-	-0,9	-1,1	-1,6	-1,6	-1,1	-1,0	-2,0	-0,9	0,6	-1,2
mag.	0,9	-	1,0	0,9	1,0	0,8	1,1	0,7	1,8	0,5	2,8	0,1
giu.	0,8	-	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	-0,4	0,0	-0,4	0,4	0,5
lug.	0,2	-	0,6	0,7	0,6	0,4	1,1	0,4	0,0	0,4	0,3	0,0

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 ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) ³⁾	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	-	-
2004	104,0	7,3	106,3	5,1	2,3	105,3	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,7	1,3	0,7	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	119,2	9,2	118,9	7,3	3,4	108,9	2,1	0,7	2,7	2,9	4,9	969	2,9
2006 3° trim.	120,8	9,1	119,9	6,5	3,9	109,3	2,3	1,3	2,8	3,5	5,1	950	-0,9
4° trim.	122,9	7,4	121,9	7,6	3,4	109,7	2,3	-0,2	3,5	3,1	7,0	985	5,1
2007 1° trim.	125,3	8,1	124,5	7,6	2,6	109,6	1,6	0,3	2,4	4,2	4,2	950	-1,7
2° trim.	129,7	10,7	126,1	6,4	2,1	109,8	0,9	-0,2	1,7	3,0	2,4	950	-1,9
2007 mar.	127,2	7,6	126,0	5,8	3,8	110,2	2,7	2,0	3,1	5,9	5,1	970	0,8
apr.	126,6	10,5	124,0	9,4	2,8	110,1	1,6	0,5	2,5	6,8	2,9	916	-5,8
mag.	128,4	7,7	126,4	5,1	1,0	109,3	0,0	-0,5	0,1	-1,8	0,9	965	-0,8
giu.	134,2	14,0	127,8	5,2	2,4	110,0	1,1	-0,7	2,7	4,1	3,5	968	0,7
lug.	128,7	10,9	127,0	9,8	2,3	110,4	1,2	-1,5	3,0	5,3	3,4	947	0,8
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	956	0,7
variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2007 mar.	-	2,1	-	1,6	0,8	-	0,6	0,7	0,4	0,1	1,0	-	3,5
apr.	-	-0,5	-	-1,6	0,0	-	-0,1	-0,1	0,1	1,4	-1,0	-	-5,6
mag.	-	1,5	-	2,0	-0,6	-	-0,7	-0,8	-0,8	-3,4	-0,4	-	5,4
giu.	-	4,5	-	1,1	0,7	-	0,6	-0,1	1,1	2,8	1,4	-	0,3
lug.	-	-4,0	-	-0,6	0,5	-	0,4	0,3	0,3	0,9	0,0	-	-2,1
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,9

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 ¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia			Totale ⁵⁾		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 ⁵⁾	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 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
2° trim.	111,6	6	8	4	15	84,5	-2	-1	0	2	-7
2007 apr.	111,0	7	9	4	15	84,8	-4	-2	-3	3	-9
mag.	112,1	6	8	5	14	-	-1	-1	2	1	-6
giu.	111,7	6	7	4	15	-	-2	-1	2	2	-7
lug.	111,0	5	6	5	14	84,2	-2	-1	1	0	-7
ago.	109,9	5	7	5	13	-	-4	-2	-2	3	-7
set.	107,1	3	3	6	11	-	-5	-3	-6	5	-7

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	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 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
2° trim.	0	-6	6	1	4	13	14	22	19	22	25
2007 apr.	1	-6	7	0	3	17	15	23	19	24	25
mag.	0	-7	7	2	5	11	13	23	20	23	25
giu.	1	-5	6	2	4	12	13	21	18	20	25
lug.	0	-6	6	3	9	14	13	21	17	21	26
ago.	-1	-9	6	3	10	14	13	21	17	21	24
set.	0	-8	8	-3	2	16	4	18	13	18	22

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 ¹⁾

(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 ²⁾	100,0	100,0	84,6	15,4	4,2	17,6	7,5	25,1	15,5	30,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,141	0,4	0,4	0,8	-2,6	-1,4	0,5	0,8	0,9	1,6
2004	137,358	0,9	0,7	1,8	-0,8	-1,1	1,5	1,3	2,2	1,3
2005	138,536	0,9	1,0	0,0	-1,1	-1,3	2,5	0,7	2,4	1,4
2006	140,608	1,5	1,7	0,6	-1,2	-0,2	2,6	1,5	3,6	1,6
2006 2° trim.	140,519	1,7	1,8	1,0	-0,1	-0,2	1,8	1,9	3,6	1,7
3° trim.	140,856	1,5	1,7	0,5	-1,5	0,0	2,8	1,6	3,9	1,3
4° trim.	141,356	1,5	1,7	0,7	-2,4	-0,3	3,9	1,4	3,8	1,5
2007 1° trim.	142,142	1,7	2,1	-0,1	-1,0	0,3	5,6	1,3	3,8	1,3
2° trim.	142,918	1,7	2,1	-0,3	.	.	.	.	.	.
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2006 2° trim.	0,817	0,6	0,6	0,5	0,8	0,1	0,7	0,8	1,0	0,5
3° trim.	0,337	0,2	0,4	-0,6	-1,2	0,0	0,7	0,2	1,0	0,1
4° trim.	0,500	0,4	0,4	0,0	-0,8	0,0	1,7	0,1	0,9	0,3
2007 1° trim.	0,786	0,6	0,6	0,4	0,2	0,1	2,2	0,4	0,9	0,3
2° trim.	0,776	0,5	0,6	0,5	.	.	.	.	.	.

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	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 ²⁾	100,0		75,3		24,7		48,0		52,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,539	8,7	9,344	7,4	3,195	17,6	5,983	7,3	6,556	10,4
2004	12,882	8,8	9,661	7,5	3,221	17,9	6,193	7,5	6,690	10,5
2005	12,660	8,6	9,569	7,4	3,090	17,4	6,140	7,4	6,520	10,1
2006	11,747	7,9	8,851	6,7	2,897	16,5	5,636	6,7	6,112	9,3
2006 2° trim.	11,792	7,9	8,922	6,8	2,869	16,4	5,704	6,8	6,088	9,3
3° trim.	11,593	7,8	8,718	6,6	2,875	16,4	5,547	6,6	6,045	9,2
4° trim.	11,354	7,6	8,508	6,4	2,846	16,3	5,383	6,4	5,972	9,1
2007 1° trim.	10,864	7,2	8,118	6,1	2,746	15,8	5,126	6,1	5,738	8,7
2° trim.	10,453	7,0	7,847	5,9	2,606	15,1	4,906	5,8	5,547	8,4
2007 mar.	10,699	7,1	7,999	6,0	2,700	15,6	5,026	6,0	5,673	8,6
apr.	10,533	7,0	7,906	6,0	2,626	15,2	4,947	5,9	5,585	8,5
mag.	10,440	7,0	7,841	5,9	2,598	15,0	4,896	5,8	5,544	8,4
giu.	10,386	6,9	7,795	5,9	2,592	15,0	4,874	5,8	5,513	8,3
lug.	10,344	6,9	7,760	5,8	2,584	14,9	4,862	5,8	5,482	8,3
ago.	10,311	6,9	7,731	5,8	2,580	14,9	4,854	5,8	5,457	8,2

Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Nel 2005 per l'occupazione, nel 2006 per la disoccupazione.
- 3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.
- 4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

FINANZA PUBBLICA



6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette		Imposte indirette		Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	46,5	46,3	12,2	9,1	2,8	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,7	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	40,9
2005	45,1	44,7	11,6	8,6	2,7	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,4	0,3	41,2
2006	45,7	45,4	12,2	8,8	3,1	13,9	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,9

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti								Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie ³⁾	
		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	7	8	9	10	11	12	13	14
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	47,6	43,7	10,4	5,0	3,1	25,2	22,5	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,7	43,7	10,4	5,1	3,0	25,2	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,7
2006	47,3	43,2	10,3	5,0	2,9	25,0	22,3	1,7	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,4

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,7	10,6	4,7	4,8	1,9	2,3	8,2	11,6
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,8	1,9	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	-0,4	-0,3	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,3	1,3	20,4	10,3	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,4

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

	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.

- 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.
- Comprende le imposte e i contributi sociali.
- Spese totali meno spese per interessi.
- Corrisponde alle spese per consumi finali (P3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori ³⁾
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾				
						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	13,6	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	25,3	11,9	11,2	23,3
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	49,8	39,3	19,3	10,2	9,8	29,9
2004	69,6	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	17,3	10,4	7,8	34,9
2006	68,8	2,5	11,3	4,1	50,9	32,7	17,6	7,6	7,5	36,1

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ³⁾	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	64,5	6,6	13,6	27,9	30,4	69,7	2,1
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	56,9	6,6	5,1	0,6	7,8	61,4	4,9	14,3	26,1	28,8	68,0	1,1
2004	69,6	57,4	6,7	5,1	0,4	7,8	61,8	4,6	14,3	26,5	28,8	68,5	1,1
2005	70,5	57,9	6,8	5,3	0,5	7,9	62,5	4,9	14,4	26,1	30,0	69,2	1,2
2006	68,8	56,2	6,6	5,4	0,6	7,5	61,3	4,6	13,7	25,1	30,0	67,9	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 ¹⁾ (in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Effetto di aggregazione ⁵⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁶⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri creditori ⁷⁾
	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 (+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁹⁾												
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro ¹⁰⁾	
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ¹¹⁾	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	-2,6	0,5	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.

- Dati relativi agli Euro 13 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [$\text{debito}(t) - \text{debito}(t-1)] \div \text{PIL}(t)$.
- Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 2001.
- Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 1° trim.	42,3	41,8	10,5	12,7	15,2	1,8	0,8	0,4	0,2	38,6
2° trim.	46,9	46,5	13,4	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
3° trim.	43,5	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,8
4° trim.	49,1	48,6	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 1° trim.	41,9	41,5	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,5
2° trim.	45,6	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
3° trim.	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,7
4° trim.	49,2	48,6	13,4	14,1	16,3	3,0	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 1° trim.	41,9	41,5	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.	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,3
4° trim.	49,3	48,3	13,2	14,2	16,3	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	0,6	0,5	0,3	38,1
2° trim.	45,1	44,3	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
3° trim.	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,0
4° trim.	49,4	48,4	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 1° trim.	42,1	41,6	9,9	12,9	15,4	1,7	0,6	0,5	0,2	38,5
2° trim.	44,9	44,3	11,9	13,3	15,3	2,0	1,0	0,6	0,3	40,8
3° trim.	43,4	42,8	11,0	12,9	15,3	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
4° trim.	49,6	48,8	13,5	14,4	16,2	3,0	0,9	0,8	0,3	44,4
2006 1° trim.	42,7	42,2	10,3	13,3	15,3	1,7	0,8	0,5	0,3	39,2
2° trim.	46,1	45,6	12,6	13,7	15,4	2,0	1,2	0,5	0,3	41,9
3° trim.	43,8	43,3	11,5	13,0	15,4	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
4° trim.	50,0	49,3	14,3	14,4	16,0	2,9	0,9	0,7	0,3	45,0
2007 1° trim.	42,4	42,0	10,3	13,5	14,9	1,6	0,9	0,5	0,3	39,0

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

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2001 1° trim.	45,6	42,3	10,0	4,2	4,0	24,1	20,8	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	42,5	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,6	1,2
4° trim.	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-2,0	1,5
2002 1° trim.	46,2	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,6
2° trim.	46,6	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.	46,9	43,2	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
4° trim.	50,9	46,5	11,1	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 1° trim.	46,9	43,4	10,3	4,5	3,5	25,1	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,5
2° trim.	47,4	43,8	10,4	4,8	3,4	25,2	21,8	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,0
3° trim.	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,7	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
4° trim.	51,3	46,4	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 1° trim.	46,5	43,1	10,3	4,6	3,2	25,0	21,4	1,2	3,3	1,9	1,4	-5,0	-1,8
2° trim.	46,6	43,3	10,4	4,8	3,1	24,9	21,6	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
3° trim.	46,2	42,8	10,0	4,7	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
4° trim.	50,8	45,9	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,4	1,6
2005 1° trim.	47,1	43,3	10,3	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,8	1,9	1,9	-5,0	-1,9
2° trim.	46,5	43,1	10,3	5,0	3,2	24,6	21,5	1,1	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,6
3° trim.	45,9	42,5	9,9	4,8	2,9	24,8	21,4	1,2	3,4	2,5	0,9	-2,5	0,5
4° trim.	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,3	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,6
2006 1° trim.	45,7	42,5	10,1	4,5	3,0	25,0	21,3	1,2	3,1	1,9	1,2	-3,0	0,0
2° trim.	46,1	42,7	10,3	4,9	3,1	24,4	21,3	1,1	3,4	2,4	1,0	0,0	3,1
3° trim.	46,3	42,1	9,9	4,7	2,9	24,6	21,2	1,2	4,3	2,5	1,7	-2,6	0,3
4° trim.	50,8	45,3	10,7	5,8	2,7	26,1	22,4	1,4	5,5	3,3	2,2	-0,8	1,9
2007 1° trim.	44,8	41,5	9,9	4,5	2,9	24,2	20,6	1,2	3,3	2,0	1,2	-2,4	0,6

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

- 1) Quelli relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario¹⁾

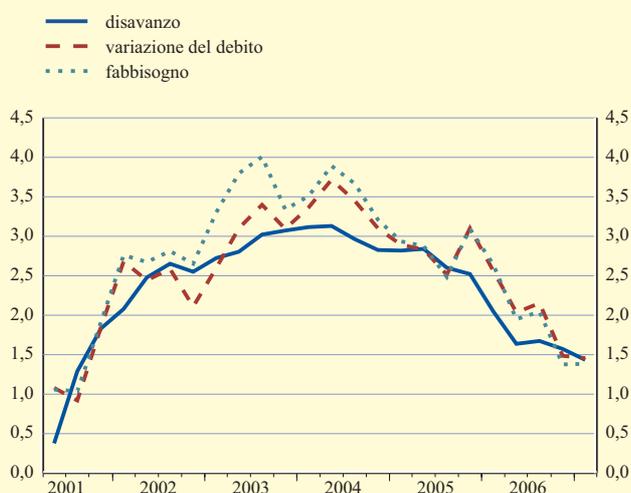
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2004 2° trim.	71,2	2,2	12,1	5,5	51,5
3° trim.	71,1	2,3	12,0	5,5	51,3
4° trim.	69,6	2,2	11,9	5,0	50,6
2005 1° trim.	71,0	2,2	11,9	5,2	51,7
2° trim.	71,7	2,3	11,6	5,2	52,5
3° 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	51,7
2° trim.	71,0	2,5	11,6	4,9	52,0
3° trim.	70,5	2,5	11,6	4,7	51,6
4° trim.	68,8	2,5	11,3	4,1	50,9
2007 1° trim.	69,1	2,4	11,3	4,8	50,5

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 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	-3,4	-1,6	-1,2	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,2	2,1
4° trim.	-3,1	-1,4	-4,5	-3,3	-2,5	0,1	-0,2	-0,6	0,0	-1,2	-3,0
2005 1° trim.	7,3	-5,0	2,3	2,2	1,3	0,1	0,3	0,5	0,1	0,0	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	-1,9	-2,5	-2,4	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,5
4° trim.	-0,6	-1,2	-1,8	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,2	-0,5
2006 1° trim.	4,9	-3,0	2,0	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,9	5,2
2° trim.	3,3	0,0	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,2	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	-0,8	1,0
4° trim.	-3,0	-0,8	-3,8	-2,3	-1,4	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,5	-2,9
2007 1° trim.	4,7	-2,4	2,3	1,7	1,0	0,1	0,6	0,0	-0,4	0,9	5,0

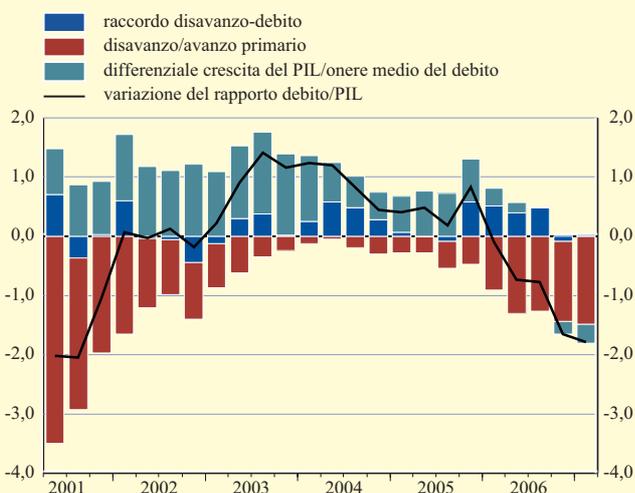
F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

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

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	-9,7	28,6	35,8	1,4	-75,5	10,1	0,4	117,1	-158,8	263,5	-1,9	15,5	-1,3	-117,5
2006 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.	17,7	17,8	8,5	6,7	-15,4	4,8	22,5	-45,8	-59,4	120,4	-0,1	-104,2	-2,4	23,3
2007 1° trim.	-2,4	7,6	5,6	5,4	-21,0	5,2	2,8	-12,0	-24,2	122,2	-17,2	-91,4	-1,4	9,2
2° trim.	-5,7	19,5	13,9	-22,3	-16,9	2,8	-2,9	-21,8	-82,9	90,6	-13,0	-12,1	-4,4	24,8
2006 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.	-0,8	5,6	2,6	-0,9	-8,1	0,5	-0,3	5,1	-10,0	30,8	6,3	-22,1	0,1	-4,8
nov.	4,8	7,2	2,1	2,7	-7,3	0,9	5,7	-11,0	-12,9	58,9	-2,0	-54,4	-0,6	5,3
dic.	13,7	5,0	3,8	4,9	0,0	3,4	17,1	-39,9	-36,5	30,7	-4,4	-27,7	-1,9	22,8
2007 gen.	-6,1	-4,4	0,2	-0,3	-1,7	2,3	-3,7	43,1	-7,4	33,5	-4,6	24,5	-3,0	-39,3
feb.	-5,7	2,3	2,3	1,5	-11,9	1,2	-4,5	-11,0	-11,0	23,0	-8,4	-14,2	-0,5	15,5
mar.	9,4	9,6	3,1	4,2	-7,4	1,6	11,1	-44,0	-5,9	65,6	-4,2	-101,7	2,2	33,0
apr.	-4,3	4,3	3,0	-4,3	-7,3	0,6	-3,7	17,7	-24,5	15,6	-4,1	32,5	-1,8	-14,0
mag.	-14,0	4,2	3,9	-17,3	-4,9	1,9	-12,1	1,1	-13,4	5,0	-1,9	12,3	-0,7	11,0
giu.	12,6	11,0	7,0	-0,6	-4,7	0,2	12,9	-40,7	-45,0	70,1	-7,0	-56,8	-1,9	27,8
lug.	3,3	7,9	4,1	-1,2	-7,5	0,9	4,1	50,6	2,7	33,9	-10,7	27,9	-3,2	-54,7
flussi cumulati sui 12 mesi														
2007 lug.	8,4	56,2	37,7	-9,3	-76,2	14,9	23,2	13,8	-197,1	384,9	-36,4	-124,3	-13,3	-37,0

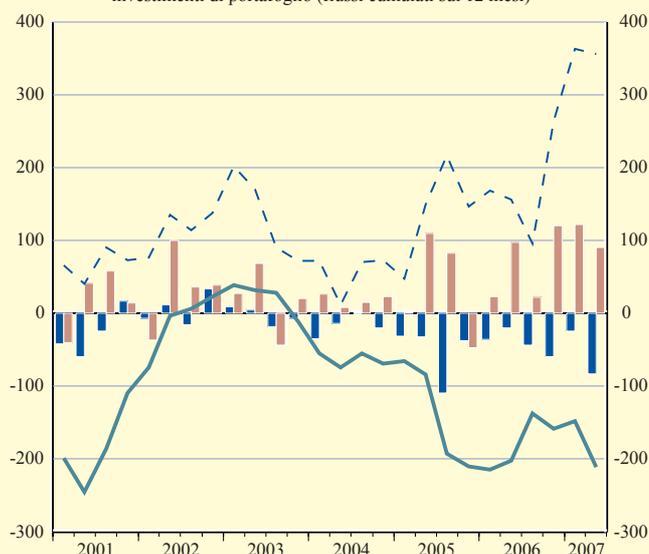
F30 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)

■ 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

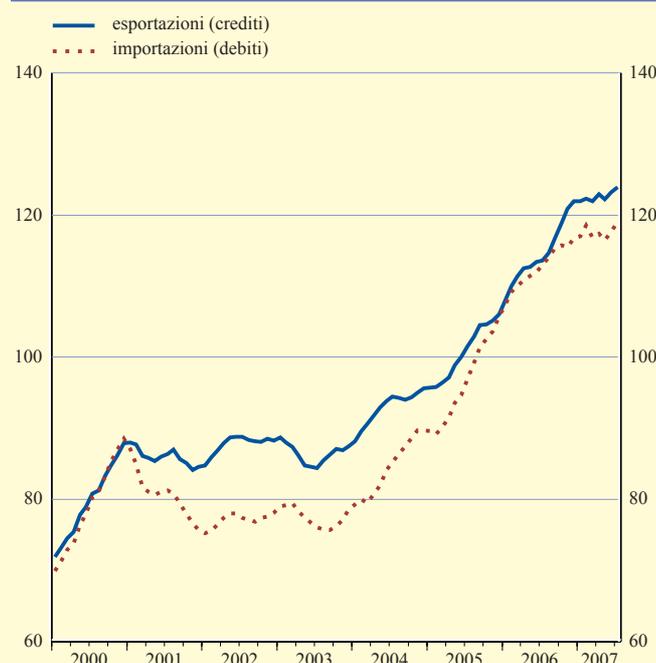
(miliardi di euro; transazioni)

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	2.343,0	2.352,8	-9,7	1.389,0	1.360,4	429,3	393,6	438,1	436,7	86,6	162,1	23,7	13,6
2006 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.	637,2	619,5	17,7	373,2	355,4	110,2	101,7	126,1	119,3	27,7	43,1	8,8	4,0
2007 1° trim.	609,3	611,7	-2,4	359,5	351,9	103,6	98,0	119,4	114,0	26,8	47,8	7,7	2,5
2° trim.	636,2	641,9	-5,7	371,6	352,1	114,1	100,2	133,0	155,3	17,5	34,4	4,9	2,2
2007 mag.	209,0	223,1	-14,0	123,2	118,9	37,7	33,7	41,3	58,6	6,9	11,8	2,6	0,7
giu.	226,2	213,6	12,6	129,3	118,3	41,0	34,0	50,3	51,0	5,6	10,3	0,9	0,7
lug.	220,6	217,4	3,3	129,7	121,9	42,9	38,8	42,6	43,8	5,4	12,8	1,8	0,9
	Dati destagionalizzati												
2006 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.	618,5	611,8	6,7	365,7	350,2	109,0	100,9	119,8	117,4	24,0	43,3	.	.
2007 1° trim.	629,1	624,7	4,4	365,8	350,4	113,4	102,7	128,1	130,8	21,8	40,8	.	.
2° trim.	627,6	629,8	-2,2	369,5	352,8	114,1	103,6	123,0	134,3	21,0	39,1	.	.
2006 nov.	202,5	203,1	-0,6	122,1	115,0	36,6	33,9	37,9	39,9	5,9	14,2	.	.
dic.	215,1	208,6	6,5	124,2	119,9	36,8	33,0	44,2	41,9	9,9	13,9	.	.
2007 gen.	203,8	201,6	2,1	119,7	116,1	37,1	34,5	42,2	41,5	4,8	9,6	.	.
feb.	213,3	217,1	-3,8	123,0	119,6	37,9	34,4	40,3	44,0	12,1	19,1	.	.
mar.	212,0	206,0	6,0	123,1	114,8	38,4	33,9	45,5	45,3	5,0	12,1	.	.
apr.	204,9	206,5	-1,6	122,6	117,9	37,7	34,5	38,7	39,4	5,9	14,6	.	.
mag.	206,3	214,2	-7,8	120,9	116,9	37,5	34,7	39,1	49,5	8,8	13,1	.	.
giu.	216,4	209,2	7,3	126,0	118,1	38,9	34,3	45,2	45,4	6,3	11,3	.	.
lug.	215,0	213,3	1,7	124,9	122,2	37,9	34,9	44,0	42,7	8,2	13,4	.	.

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											
	Crediti 1	Debiti 2	Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti 3	Debiti 4	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti 13	Debiti 14
					Crediti 5	Debiti 6	Crediti 7	Debiti 8	Crediti 9	Debiti 10	Crediti 11	Debiti 12		
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	421,9	426,7	129,2	72,4	18,4	16,3	38,1	99,5	100,4	89,4	135,8	149,0
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	121,9	116,8	41,3	25,6	5,2	4,9	8,1	19,1	27,9	23,4	39,4	43,9
2007 1° trim.	4,0	1,9	115,5	112,1	31,9	18,8	5,0	5,0	9,5	18,7	27,8	25,0	41,3	44,6

4. Investimenti diretti (transazioni nette)

	All'estero da residenti							Nell'area dell'euro da non residenti						
	Totale 1	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale 8	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale 2	IFM escluso l'euro-sistema 3	Non IFM 4	Totale 5	IFM escluso l'euro-sistema 6	Non IFM 7		Totale 9	IFM escluso l'euro-sistema 10	Non IFM 11	Totale 12	IFM escluso l'euro-sistema 13	Non IFM 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	-322,6	-265,8	-34,7	-231,1	-56,8	-1,0	-55,8	163,8	136,7	4,2	132,5	27,0	0,3	26,7
2006 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.	-80,2	-59,1	-16,1	-43,0	-21,1	-0,7	-20,3	20,8	13,7	0,9	12,8	7,1	0,0	7,1
2007 1° trim.	-76,9	-53,3	-5,0	-48,3	-23,6	2,1	-25,7	52,7	21,3	0,8	20,5	31,4	-0,8	32,3
2° trim.	-113,5	-82,8	-5,1	-77,7	-30,7	-1,5	-29,2	30,6	33,7	0,6	33,0	-3,1	1,1	-4,2
2006 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.	-20,4	-11,8	-5,8	-6,0	-8,6	0,1	-8,7	10,4	5,1	1,1	4,0	5,3	1,5	3,8
nov.	-12,8	-17,0	-1,9	-15,1	4,1	-0,2	4,3	-0,1	0,1	-0,2	0,3	-0,2	-1,7	1,5
dic.	-47,0	-30,3	-8,5	-21,9	-16,6	-0,7	-15,9	10,4	8,5	0,0	8,5	2,0	0,1	1,9
2007 gen.	-22,7	-22,2	-2,7	-19,5	-0,4	2,3	-2,8	15,3	8,1	0,3	7,8	7,2	-1,0	8,1
feb.	-30,8	-10,9	5,7	-16,6	-19,9	-0,3	-19,6	19,9	11,6	4,2	7,4	8,3	0,2	8,0
mar.	-23,4	-20,2	-8,0	-12,2	-3,2	0,1	-3,4	17,6	1,6	-3,7	5,2	16,0	-0,1	16,1
apr.	-30,1	-19,1	-1,3	-17,8	-11,1	-0,4	-10,7	5,6	4,9	-0,1	5,0	0,7	0,6	0,1
mag.	-32,9	-28,0	-3,0	-25,1	-4,9	0,1	-5,1	19,5	24,5	0,6	24,0	-5,0	0,5	-5,5
giu.	-50,5	-35,8	-0,8	-34,9	-14,7	-1,2	-13,5	5,5	4,2	0,2	4,0	1,2	0,0	1,2
lug.	-13,1	-9,9	-0,7	-9,2	-3,2	0,6	-3,8	15,8	5,3	0,3	5,1	10,4	0,8	9,6

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	Amministrazioni pubbliche
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	-25,2	-110,1	-6,1	289,7	-2,4	-168,7	-123,1	-1,1	464,4	-2,0	-48,6	-14,4	0,1	4,1	
2006 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	-12,0	-16,0	-1,8	83,0	-2,9	-39,6	-45,7	-0,8	185,2	-1,4	-18,5	-4,3	4,0	-7,4	
2007 1° trim.	0,0	-20,8	0,5	-0,8	107,3	-0,7	-50,5	-37,7	-1,2	137,4	0,7	-23,3	-13,3	-5,5	22,7	
2° trim.	0,0	-5,5	-3,4	-	89,6	-0,4	-55,1	-46,9	-	108,8	-0,1	-15,1	-9,3	-	28,0	
2006 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	-4,9	-5,3	-	23,7	-1,8	-15,4	-21,2	-	53,5	-0,3	-5,8	-6,2	-	14,4	
nov.	0,0	0,1	-10,2	-	26,9	-0,5	-25,5	-11,5	-	71,1	-0,4	-9,6	4,2	-	14,2	
dic.	0,0	-7,3	-0,5	-	32,4	-0,6	1,3	-13,0	-	60,6	-0,8	-3,1	-2,4	-	-36,1	
2007 gen.	0,0	-5,6	-1,3	-	44,2	-0,1	-32,0	-10,1	-	34,3	0,5	-7,7	-7,9	-	19,3	
feb.	0,0	-19,0	-9,2	-	38,3	-0,1	-16,3	-9,7	-	37,7	0,1	-5,2	-2,2	-	8,6	
mar.	0,0	3,8	11,0	-	24,8	-0,6	-2,3	-17,9	-	65,4	0,2	-10,4	-3,2	-	-5,2	
apr.	0,0	1,0	-12,9	-	1,1	0,0	-22,8	-3,4	-	39,5	0,0	-3,2	0,2	-	16,2	
mag.	0,0	-9,2	6,8	-	13,2	-0,2	-27,1	-20,7	-	36,4	0,0	-7,4	-2,6	-	15,6	
giu.	0,0	2,7	2,7	-	75,3	-0,2	-5,2	-22,8	-	32,9	-0,1	-4,5	-6,9	-	-3,8	
lug.	0,0	-1,7	0,0	-	52,2	-0,5	-23,3	-11,4	-	14,6	0,0	-1,9	4,2	-	1,7	

6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Banconote, monete e depositi	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
															8	9	10	11	12	13
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	-758,3	773,9	-2,9	18,6	3,3	-3,0	1,2	-523,6	492,2	-134,2	84,1	-389,5	408,1	-235,1	25,0	261,8
2006 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.	-281,0	176,8	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-210,6	98,6	-73,6	28,2	-136,9	70,3	-63,8	18,1	76,8
2007 1° trim.	-414,2	322,8	-5,3	6,1	3,8	5,2	1,4	-290,4	266,7	-76,6	29,7	-213,9	237,0	-122,2	-39,2	48,5
2° trim.	-223,3	211,2	-3,3	9,9	-15,6	-15,6	-0,1	-122,0	173,6	-83,0	53,0	-39,0	120,7	-82,4	-10,7	27,8
2006 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.	-106,9	84,8	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,5	64,3	-42,1	5,5	-36,5	58,8	-25,4	3,2	23,7
nov.	-151,4	97,0	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-106,4	71,3	-10,8	27,9	-95,6	43,4	-41,7	-8,5	21,0
dic.	-22,7	-5,0	-1,1	2,5	0,7	5,2	-2,7	-25,6	-37,0	-20,8	-5,1	-4,8	-31,9	3,3	23,4	32,1
2007 gen.	-154,3	178,8	-1,4	3,8	1,0	1,3	-4,8	-100,6	154,6	-31,9	10,4	-68,7	144,2	-53,2	-33,3	25,1
feb.	-130,7	116,5	-3,6	-0,4	0,1	1,5	4,4	-90,0	81,5	-7,9	8,6	-82,1	72,9	-37,3	-7,7	31,1
mar.	-129,2	27,4	-0,3	2,7	2,6	2,4	1,7	-99,8	30,6	-36,7	10,8	-63,1	19,8	-31,8	1,8	-7,6
apr.	-154,2	186,7	0,8	2,1	1,1	-2,3	0,5	-125,6	163,8	-17,0	9,1	-108,6	154,7	-30,4	-6,9	20,2
mag.	-63,4	75,6	-2,5	-0,8	-4,8	-5,0	-0,3	-27,2	76,5	-25,1	38,2	-2,1	38,3	-28,9	-1,3	0,2
giu.	-5,7	-51,1	-1,6	8,6	-11,9	-8,2	-0,3	30,8	-66,7	-41,0	5,6	71,7	-72,3	-23,0	-2,6	7,4
lug.	-6,8	34,7	0,5	-6,7	18,0	14,1	-1,9	-38,6	47,3	-13,2	12,1	-25,3	35,2	13,2	5,5	-4,0

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		Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi		Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
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
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	-0,5	0,0	-3,3	0,0
2007 1° trim.	-5,3	0,0	6,1	0,1	0,0	3,9	-1,3	5,2	-0,2	0,0	1,5	-0,1

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/banconote, monete e depositi	Altre passività		Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi		Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
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	-519,6	-4,1	489,2	3,0	-6,9	-217,7	-242,7	25,0	-10,6	15,1	239,9	6,8
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.	-210,9	0,4	98,2	0,4	-1,7	-61,8	-79,8	18,1	-0,3	3,4	70,5	2,9
2007 1° trim.	-282,2	-8,3	264,7	2,0	-2,4	-111,6	-72,4	-39,2	-8,2	-2,0	45,2	5,3

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	Obbligazioni 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	-1,3	4,2	-0,5	5,2	-10,4	6,1	-2,8	0,0	-19,4	5,7	0,0	0,2
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.	-2,4	1,1	-0,2	1,6	-4,9	-2,0	2,5	0,0	-4,0	-1,3	0,0	0,0
2007 1° trim.	-1,4	0,4	0,0	0,8	-2,6	1,4	-5,0	0,4	-5,5	6,1	0,0	0,0

Fonte: BCE.

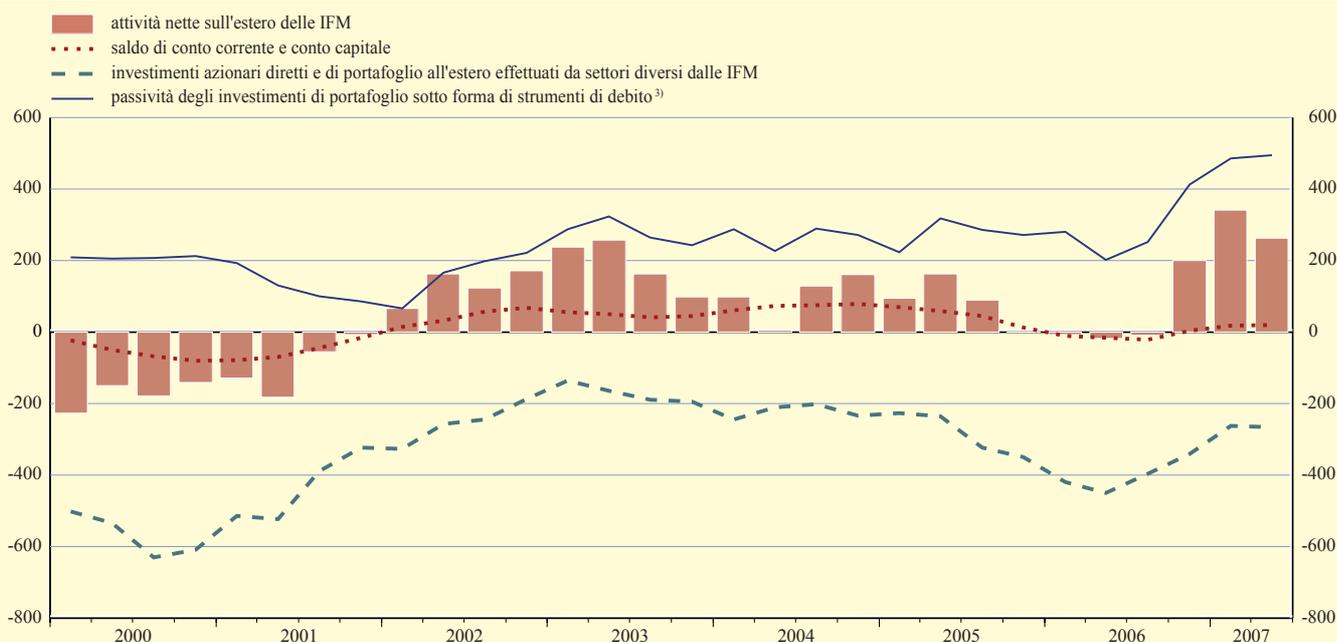
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

(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 ²⁾	Strumenti di debito ³⁾						
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	161,2
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	2,8	-286,9	163,4	-247,1	228,8	413,0	-231,5	262,8	-1,9	-118,6	184,8	200,4
2006 2° trim.	-5,5	-105,4	91,5	-19,0	26,3	101,5	-56,9	67,7	-2,1	-34,2	63,8	60,2
3° trim.	-2,9	-63,3	29,8	-38,7	20,2	78,1	-25,1	45,6	7,9	-47,4	4,3	2,1
4° trim.	23,1	-63,3	20,9	-65,7	66,9	158,7	-69,4	73,4	-0,1	23,0	167,4	176,1
2007 1° trim.	2,8	-74,1	53,6	-50,5	88,6	147,2	-118,5	49,9	-17,2	9,2	90,9	102,0
2° trim.	-2,9	-107,0	29,5	-59,6	78,8	109,9	-98,0	27,7	-13,0	24,8	-9,9	-17,8
2006 lug.	-0,2	-19,7	10,4	-14,8	24,6	7,6	-11,9	5,2	3,4	-8,0	-3,2	3,9
ago.	-4,6	-0,7	-1,1	-15,1	-8,4	11,1	5,4	3,8	-2,5	1,2	-11,0	-19,0
set.	2,0	-42,9	20,4	-8,9	4,0	59,4	-18,5	36,6	7,1	-40,6	18,6	17,2
ott.	-0,2	-14,7	8,9	-32,6	13,2	51,6	-27,8	21,5	6,4	-5,5	20,9	25,8
nov.	5,8	-10,7	1,6	-17,4	31,4	80,3	-45,5	22,5	-2,0	5,1	71,3	69,2
dic.	17,4	-37,9	10,3	-15,7	22,3	26,8	3,9	29,4	-4,4	23,3	75,3	81,1
2007 gen.	-3,7	-22,3	16,2	-19,3	34,2	47,2	-52,2	20,3	-4,6	-39,3	-23,6	-22,9
feb.	-4,5	-36,2	19,6	-21,1	42,9	41,7	-37,2	35,5	-8,4	15,5	48,0	40,6
mar.	11,1	-15,6	17,7	-10,1	11,5	58,3	-29,1	-5,9	-4,2	33,0	66,5	84,3
apr.	-3,7	-28,4	5,1	-16,2	-1,2	34,6	-29,3	20,7	-4,1	-14,0	-36,4	-39,9
mag.	-12,1	-30,1	19,0	-16,5	11,5	38,2	-33,7	-0,1	-1,9	11,0	-14,7	-14,3
giu.	12,9	-48,4	5,4	-27,0	68,4	37,0	-34,9	7,1	-7,0	27,8	41,2	36,4
lug.	4,1	-13,0	14,9	-7,2	37,5	13,5	31,2	-5,9	-10,7	-54,7	9,8	21,6
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2007 lug.	24,3	-300,9	138,3	-207,1	267,4	499,7	-267,7	185,5	-36,4	-37,2	265,8	280,1

F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
dal 2° trim. 2006 al 1° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	2.407,1	910,8	49,3	76,1	469,3	255,4	60,8	31,6	55,3	156,8	389,7	862,9
Beni	1.418,2	515,1	32,4	51,5	227,8	203,3	0,1	17,8	34,1	80,2	199,0	572,0
Servizi	435,4	156,4	9,0	11,9	104,7	25,5	5,4	6,5	11,1	42,5	79,2	139,8
Redditi	465,9	174,9	7,4	12,1	125,2	23,9	6,4	6,8	9,9	28,2	104,2	141,9
di cui: redditi da capitale	449,8	169,5	7,3	12,0	123,4	23,7	3,0	6,7	9,9	21,8	102,7	139,2
Trasferimenti correnti	87,5	64,5	0,5	0,7	11,7	2,6	49,0	0,6	0,2	5,8	7,3	9,1
Conto capitale	25,5	20,8	0,0	0,0	0,8	0,1	19,8	0,0	0,4	0,4	0,9	2,9
Debiti												
Conto corrente	2.404,7	794,1	40,2	73,5	384,2	199,0	97,3	24,2	88,5	148,4	338,4	1.011,1
Beni	1.378,6	404,8	27,4	47,2	171,7	158,4	0,0	11,2	53,9	69,5	133,5	705,7
Servizi	399,1	129,4	7,3	9,6	84,3	28,1	0,1	5,8	7,6	30,9	86,0	139,4
Redditi	463,4	156,2	5,0	15,9	118,6	9,1	7,7	5,5	26,5	42,7	112,0	120,6
di cui: redditi da capitale	453,7	150,6	4,9	15,8	117,4	4,8	7,7	5,4	26,3	42,2	111,1	118,2
Trasferimenti correnti	163,6	103,7	0,5	0,9	9,6	3,3	89,5	1,8	0,5	5,3	7,0	45,4
Conto capitale	12,1	1,8	0,0	0,2	1,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,5	1,6	8,0
Saldo												
Conto corrente	2,4	116,8	9,1	2,7	85,1	56,4	-36,5	7,3	-33,1	8,4	51,3	-148,2
Beni	39,7	110,3	4,9	4,3	56,0	44,9	0,1	6,6	-19,8	10,7	65,5	-133,6
Servizi	36,4	27,0	1,7	2,3	20,4	-2,6	5,2	0,7	3,4	11,6	-6,7	0,4
Redditi	2,5	18,7	2,5	-3,8	6,6	14,9	-1,4	1,3	-16,5	-14,4	-7,8	21,2
di cui: redditi da capitale	-3,9	18,9	2,4	-3,9	6,1	18,9	-4,7	1,3	-16,5	-20,4	-8,3	21,1
Trasferimenti correnti	-76,1	-39,2	0,0	-0,2	2,1	-0,8	-40,5	-1,2	-0,3	0,5	0,3	-36,2
Conto capitale	13,4	19,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	19,6	-0,1	0,4	-0,1	-0,7	-5,1

2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 2° trim. 2006 al 1° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-147,6	-60,9	6,8	5,7	-49,5	-24,0	0,1	-10,8	9,5	-12,2	-35,7	26,3	-63,9
All'estero	-343,2	-151,2	-0,1	3,0	-125,6	-28,4	0,0	-16,5	3,7	-16,8	-67,9	-32,8	-61,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-269,6	-129,7	-0,6	4,6	-106,7	-26,9	0,0	-6,8	6,0	-8,6	-48,4	-28,5	-53,6
Debito	-73,6	-21,6	0,5	-1,6	-18,9	-1,5	0,0	-9,6	-2,4	-8,2	-19,5	-4,3	-8,0
Nell'area dell'euro	195,5	90,4	6,9	2,7	76,1	4,5	0,1	5,6	5,8	4,7	32,2	59,2	-2,3
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	140,2	61,4	7,9	-1,3	53,7	1,0	0,1	0,0	3,0	7,9	13,9	50,4	3,6
Debito	55,3	28,9	-1,0	4,0	22,4	3,5	0,0	5,7	2,9	-3,2	18,2	8,8	-5,9

Fonte: BCE.

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

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

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 2° trim. 2006 al 1° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti di portafoglio: attività	-445,7	-101,0	-7,2	-14,2	-80,7	-0,7	1,7	-8,1	0,4	-3,7	-191,7	-96,6	-45,0
Azioni e altre partecipazioni	-58,5	2,7	-2,3	-0,9	4,4	1,5	-0,1	0,1	1,4	0,6	-33,9	-34,0	4,7
Strumenti di debito	-387,2	-103,7	-4,9	-13,3	-85,1	-2,2	1,8	-8,2	-1,0	-4,3	-157,8	-62,6	-49,6
Obbligazioni e notes	-293,1	-79,9	-5,0	-10,0	-65,8	-1,1	2,0	-6,5	-4,6	-1,7	-118,7	-36,7	-45,0
Strumenti di mercato monetario	-94,2	-23,8	0,2	-3,3	-19,3	-1,1	-0,2	-1,7	3,7	-2,6	-39,1	-25,9	-4,6

4. Bilancia dei pagamenti: altri investimenti distinti per settore

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
dal 2° trim. 2006 al 1° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Altri investimenti	-162,6	-214,3	-16,1	8,4	-192,6	-22,8	8,8	0,4	32,8	-9,9	64,5	-40,2	15,8	-11,7
Attività	-953,3	-701,8	-35,9	-4,3	-623,2	-35,4	-3,0	-0,6	15,4	-46,4	-67,4	-79,6	-3,3	-69,7
Amministrazioni pubbliche	-0,5	-8,8	-0,7	0,2	-7,8	0,0	-0,6	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,1	-1,1	9,8
IFM	-683,3	-476,2	-34,9	-1,3	-408,7	-31,2	-0,1	0,5	11,8	-42,2	-65,3	-54,4	-2,3	-55,2
Altri settori	-269,5	-216,8	-0,4	-3,2	-206,7	-4,2	-2,3	-1,0	4,0	-4,2	-2,1	-25,2	0,1	-24,3
Passività	790,7	487,4	19,8	12,7	430,6	12,6	11,7	1,0	17,4	36,5	131,9	39,4	19,1	58,0
Amministrazioni pubbliche	4,8	5,5	0,0	0,0	0,2	0,0	5,2	0,0	-0,3	-0,6	-0,2	0,1	2,5	-2,1
IFM	553,8	303,9	19,1	10,4	264,7	9,6	0,0	-0,4	15,3	38,7	98,6	33,4	16,5	47,8
Altri settori	232,1	178,1	0,7	2,2	165,7	3,0	6,5	1,4	2,4	-1,6	33,5	5,9	0,1	12,3

5. Posizione patrimoniale sull'estero

(consistenze di fine periodo)

	Totale	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Investimenti diretti	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
Investimenti di portafoglio: attività	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
Altri investimenti	-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	-10,1	324,1	-1.142,6	-14,4	-304,2	320,1
2006 4° trim.	-1.059,4	-12,6	385,9	-1.510,3	-14,9	-245,9	325,8
2007 1° trim.	-1.073,2	-12,6	368,9	-1.594,1	6,9	-186,4	331,5
Attività							
2002	7.419,6	102,1	2.005,9	2.291,9	133,1	2.622,6	366,1
2003	7.964,9	106,4	2.169,3	2.658,1	160,8	2.670,0	306,7
2004	8.768,7	112,6	2.337,1	3.035,8	174,1	2.940,8	281,0
2005	10.806,1	134,2	2.710,3	3.874,9	236,1	3.664,7	320,1
2006 4° trim.	12.288,2	145,7	2.959,6	4.376,2	288,6	4.337,8	325,8
2007 1° trim.	12.995,2	152,1	3.019,3	4.562,3	339,2	4.742,9	331,5
Passività							
2002	8.134,5	111,9	1.826,4	3.232,7	145,7	2.929,7	-
2003	8.749,8	116,9	2.081,9	3.574,2	168,3	2.925,4	-
2004	9.598,6	123,3	2.230,4	4.032,3	189,0	3.147,0	-
2005	11.623,2	144,3	2.386,2	5.017,6	250,5	3.969,0	-
2006 4° trim.	13.347,5	158,3	2.573,8	5.886,5	303,5	4.583,7	-
2007 1° trim.	14.068,4	164,7	2.650,4	6.156,4	332,3	4.929,3	-

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti					
	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 4° trim.	2.385,7	192,6	2.193,1	574,0	2,8	571,1	1.937,8	47,7	1.890,2	635,9	10,1	625,8
2007 1° trim.	2.427,1	206,9	2.220,1	592,2	3,4	588,8	1.960,9	45,6	1.915,3	689,5	12,7	676,8

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			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Passività
			Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori				Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori	Ammini- strazioni pubbliche			Altri settori			
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 4° trim.	2,8	131,4	34,7	1.816,0	2.980,6	10,4	809,1	11,4	1.197,1	2.603,1	0,9	300,8	0,2	61,3	302,7	
2007 1° trim.	2,8	148,5	35,6	1.856,0	3.123,5	10,5	848,4	12,6	1.248,3	2.720,9	0,1	325,3	5,8	68,1	312,0	

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 4° trim.	8,4	0,4	100,0	0,2	0,0	56,0	40,7	15,3	45,1	0,0	44,0	3,7
2007 1° trim.	13,6	0,3	105,9	0,3	0,0	52,0	41,8	10,2	45,0	0,0	46,1	3,9

	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 4° trim.	2.879,0	58,7	3.413,8	55,8	173,9	977,8	598,1	379,7	138,5	124,9	749,3	92,1
2007 1° trim.	3.141,4	70,0	3.657,9	64,4	185,1	1.088,2	650,5	437,8	147,2	131,4	812,0	107,4

5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali													Per memoria:		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite netted predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di onces			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli							Strumenti finanziari derivati
							presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistema															
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 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 1° trim.	331,5	180,4	363,108	4,6	4,3	142,2	4,9	27,6	109,4	0,1	84,6	24,7	0,3	0,0	25,1	-22,6
2007 giu.	325,3	172,8	358,767	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	-	-	-	0,0	0,0	26,6	-24,6
lug.	328,8	173,6	357,491	4,7	4,1	146,4	5,1	30,8	110,3	-	-	-	0,2	0,0	25,1	-26,9
ago.	330,4	175,2	357,219	4,8	4,0	146,5	6,2	28,5	111,5	-	-	-	0,2	0,0	28,5	-27,6
	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 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
4° trim.	39,9	9,9	20,572	0,4	0,0	29,6	1,6	1,5	26,5	0,0	19,1	7,4	0,0	0,0	2,8	-0,3
2007 1° trim.	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,9	1,4	3,3	25,2	0,0	19,5	5,8	0,0	0,0	3,0	-0,6
2007 giu.	40,5	9,4	19,442	0,4	0,0	30,7	1,2	3,0	26,5	-	-	-	0,0	0,0	3,2	-1,6
lug.	41,4	9,4	19,442	0,4	0,0	31,6	0,7	4,3	26,5	-	-	-	0,0	0,0	3,0	-2,2
ago.	40,4	9,5	19,442	0,5	0,0	30,4	1,2	2,4	26,8	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-1,0

Fonte: BCE.

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	-2,3	0,5	1.056,8	499,2	221,3	299,8	915,6	987,8	552,9	164,0	240,0	709,0	109,1
2004	8,9	9,4	1.142,8	545,8	246,7	314,6	994,9	1.073,2	604,4	183,3	255,4	767,5	129,2
2005	7,8	13,5	1.237,2	590,1	269,6	334,7	1.068,2	1.223,1	705,0	206,5	275,9	842,5	186,3
2006	11,2	13,4	1.380,6	665,0	289,6	369,6	1.182,9	1.392,6	827,7	208,9	304,4	938,6	225,2
2006 1° trim.	16,1	22,7	332,4	159,2	71,4	90,3	282,8	338,8	199,1	53,3	74,2	224,2	55,5
2° trim.	9,4	14,5	340,4	163,0	71,6	91,0	290,4	345,8	205,5	52,7	75,6	231,8	57,4
3° trim.	8,0	10,4	346,7	168,0	71,5	92,1	296,8	352,6	212,4	51,4	75,9	236,3	60,0
4° trim.	11,7	7,7	361,1	174,8	75,1	96,2	312,9	355,3	210,8	51,5	78,6	246,3	52,4
2007 1° trim.	9,7	5,4	367,2	176,2	77,6	97,1	312,9	359,5	212,5	52,9	79,1	251,0	46,9
2° trim.	9,0	4,1	371,6	176,6	78,2	98,6	317,3	360,7	215,8	51,1	79,1	249,1	52,5
2007 feb.	10,2	7,7	122,1	58,6	26,0	32,1	103,6	121,5	72,0	18,2	26,5	84,3	15,4
mar.	7,1	0,7	123,2	59,0	25,9	32,5	106,2	117,9	69,3	16,4	26,7	83,1	15,3
apr.	11,2	6,3	122,6	58,2	26,2	32,1	104,9	119,4	71,4	16,6	26,2	82,1	17,2
mag.	6,7	1,7	123,3	58,7	25,9	32,7	105,7	120,0	72,3	16,9	26,1	83,4	18,0
giu.	9,4	4,5	125,6	59,7	26,1	33,8	106,7	121,3	72,1	17,6	26,8	83,6	17,3
lug.	14,7	11,7	125,0					125,7					
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	1,0	3,6	108,5	105,9	106,8	113,1	108,2	101,9	100,2	97,1	109,7	100,2	103,2
2004	9,0	6,5	117,5	115,6	119,9	118,4	117,9	107,9	104,2	109,2	117,4	108,2	105,3
2005	4,9	5,1	123,7	120,2	129,5	123,5	124,0	113,8	107,5	123,7	123,6	116,3	109,8
2006	7,5	5,8	133,3	130,0	136,5	132,3	133,7	120,9	114,1	125,0	131,8	125,3	110,0
2006 1° trim.	10,7	8,9	128,8	125,4	134,2	129,7	128,2	117,5	110,2	124,8	127,9	119,9	106,0
2° trim.	5,2	4,0	132,0	128,4	135,5	129,9	132,0	119,6	112,5	126,0	132,1	124,6	107,4
3° trim.	5,0	4,5	133,9	130,9	135,6	131,9	134,3	121,7	116,1	124,4	131,0	125,7	116,7
4° trim.	9,0	6,0	138,6	135,2	140,8	137,6	140,3	124,7	117,7	124,9	136,1	130,9	109,8
2007 1° trim.	8,0	6,4	140,1	134,5	145,3	137,7	139,3	125,7	117,8	129,1	136,6	132,5	100,7
2° trim.	6,0	3,7	140,1	133,4	145,3	139,0	140,1	124,2	117,1	126,2	135,9	131,3	105,6
2007 feb.	7,9	8,6	139,4	134,0	146,3	135,9	138,2	127,3	119,7	131,4	137,1	133,0	101,2
mar.	5,4	1,6	140,8	135,0	144,3	138,5	141,5	123,4	114,9	121,1	138,3	131,9	97,6
apr.	8,4	6,7	139,2	132,5	146,0	136,1	139,3	124,1	117,2	122,9	134,8	129,9	105,3
mag.	3,6	2,4	139,4	132,9	144,5	138,0	140,0	124,6	118,5	125,5	134,7	132,2	109,6
giu.	6,3	2,2	141,8	134,7	145,4	142,9	141,0	124,0	115,7	130,3	138,1	131,9	101,9
lug.													
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	-3,2	-3,0	97,6	96,2	96,3	101,1	97,4	94,8	93,6	92,3	99,5	96,0	86,4
2004	-0,1	2,6	97,5	96,4	95,7	101,3	97,1	97,3	98,4	91,8	98,9	96,3	99,6
2005	2,8	7,9	100,2	100,2	96,8	103,4	99,1	105,0	111,2	91,2	101,5	98,3	137,6
2006	3,5	7,3	103,7	104,5	98,6	106,6	101,8	112,7	123,1	91,3	105,1	101,7	166,7
2006 1° trim.	4,9	12,8	103,4	103,7	99,0	106,2	101,6	112,9	122,6	93,3	105,6	101,5	170,3
2° trim.	4,0	10,1	103,4	103,7	98,3	106,9	101,3	113,2	124,0	91,5	104,2	101,1	173,8
3° trim.	2,8	5,6	103,8	104,8	98,1	106,5	101,7	113,4	124,1	90,4	105,4	102,1	167,1
4° trim.	2,5	1,5	104,4	105,6	99,2	106,7	102,6	111,5	121,5	90,1	105,1	102,2	155,5
2007 1° trim.	1,6	-0,9	105,1	107,0	99,4	107,6	103,4	111,9	122,5	89,6	105,4	102,9	151,4
2° trim.	2,8	0,4	106,3	108,2	100,2	108,2	104,3	113,6	125,1	88,5	105,9	103,0	161,9
2007 feb.	2,1	-0,8	105,3	107,2	99,1	108,1	103,5	112,1	122,5	90,6	105,4	103,3	148,7
mar.	1,6	-0,9	105,2	107,1	100,0	107,5	103,6	112,2	122,7	89,0	105,5	102,6	153,2
apr.	2,6	-0,4	105,9	107,7	100,1	107,9	104,0	113,0	124,0	88,5	106,2	102,9	159,2
mag.	3,0	-0,7	106,4	108,2	100,1	108,6	104,3	113,1	124,3	88,2	105,7	102,8	160,5
giu.	2,9	2,2	106,6	108,6	100,3	108,2	104,5	114,8	126,9	88,8	105,8	103,3	166,0
lug.													

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (indici di volume e destagionalizzazione degli indici di valore unitario).

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

2. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea 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
Esportazioni (f.o.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	135,3	59,2	37,9	90,9
2004	1.142,8	25,7	42,2	205,4	138,3	35,9	66,2	32,1	172,6	40,3	33,2	150,4	64,2	40,4	96,1
2005	1.237,2	29,0	45,1	203,2	157,9	43,6	70,7	34,8	185,0	43,3	34,0	165,9	72,9	46,9	104,9
2006	1.380,6	31,2	49,6	214,7	193,7	55,2	77,2	38,5	199,6	53,6	34,5	183,5	77,1	54,4	118,0
2006 1° trim.	332,4	7,6	11,7	53,3	44,5	12,5	18,2	9,6	49,6	12,6	8,8	43,5	19,3	13,1	28,1
2° trim.	340,4	7,8	12,2	53,3	47,6	13,0	18,6	9,8	49,6	12,8	8,5	45,1	18,9	13,3	30,1
3° trim.	346,7	7,8	12,7	54,3	49,5	14,2	19,6	9,6	49,6	13,6	8,6	45,9	19,0	13,7	28,7
4° trim.	361,1	8,0	13,1	53,8	52,1	15,5	20,9	9,5	50,8	14,6	8,6	48,9	19,8	14,2	31,2
2007 1° trim.	367,2	8,3	13,5	56,1	53,8	15,8	20,5	10,1	49,2	14,2	8,7	49,3	21,3	14,9	31,4
2° trim.	371,6	8,4	13,9	56,2	55,2	16,6	20,1	9,8	49,0	15,1	8,9	49,3	21,0	15,2	32,9
2007 feb.	122,1	2,8	4,4	18,7	17,8	5,2	6,8	3,2	16,4	4,8	2,9	16,3	7,1	5,0	10,6
mar.	123,2	2,8	4,5	18,6	18,2	5,4	6,7	3,4	16,1	4,7	2,9	16,4	7,1	5,0	11,4
apr.	122,6	2,8	4,4	18,5	18,2	5,4	6,7	3,3	16,8	4,9	2,9	16,1	7,0	5,1	10,4
mag.	123,3	2,8	4,7	18,8	18,5	5,6	6,8	3,3	15,9	5,2	2,9	16,3	7,0	5,1	10,4
giu.	125,6	2,7	4,8	18,9	18,5	5,6	6,6	3,2	16,3	5,0	3,0	16,9	7,0	5,0	12,1
lug.	125,0	.	.	.	.	5,7	6,4	3,3	16,2	5,0	3,0	16,8	7,1	5,0	.
percentuale delle esportazioni totali															
2006	100,0	2,3	3,6	15,6	14,0	4,0	5,6	2,8	14,5	3,9	2,5	13,3	5,6	3,9	8,5
Importazioni (c.i.f.)															
2003	987,8	23,7	36,9	138,6	108,9	47,3	50,4	19,2	110,5	74,4	52,0	141,8	68,8	39,7	75,6
2004	1.073,2	25,4	39,8	145,0	116,6	56,4	53,5	23,2	113,1	92,1	54,4	160,9	72,8	45,2	74,9
2005	1.223,1	26,3	42,2	152,6	129,2	76,7	58,0	25,2	119,9	117,9	53,1	189,8	95,9	53,5	82,8
2006	1.392,6	27,8	47,4	165,8	153,7	94,6	62,1	29,1	128,5	143,7	56,4	213,0	109,5	66,0	94,9
2006 1° trim.	338,8	6,9	11,4	41,4	35,3	23,4	15,0	7,0	31,6	33,2	14,2	52,3	26,9	15,6	24,6
2° trim.	345,8	6,8	11,4	42,7	37,3	24,5	15,4	7,5	31,8	35,0	14,0	53,7	27,0	15,9	22,8
3° trim.	352,6	7,1	12,0	41,3	39,4	23,8	15,9	7,3	32,3	35,9	14,2	54,3	27,7	16,7	24,7
4° trim.	355,3	6,9	12,6	40,4	41,8	23,0	15,8	7,3	32,8	39,6	14,0	52,7	27,9	17,8	22,8
2007 1° trim.	359,5	7,0	12,8	40,3	42,0	22,9	16,7	7,9	33,3	41,8	14,7	52,3	26,0	18,1	23,8
2° trim.	360,7	7,1	13,0	41,4	43,6	23,7	16,6	7,9	32,1	39,9	14,1	53,0	27,4	17,5	23,7
2007 feb.	121,5	2,3	4,2	13,6	13,9	7,7	5,6	2,7	11,4	13,9	5,0	18,0	8,9	6,1	8,3
mar.	117,9	2,3	4,2	13,2	14,1	7,6	5,6	2,6	10,7	14,2	4,7	16,7	8,3	5,8	8,0
apr.	119,4	2,4	4,3	13,9	14,2	8,0	5,6	2,6	10,7	13,0	4,5	17,6	8,6	5,7	8,2
mag.	120,0	2,3	4,4	13,6	14,6	7,8	5,5	2,6	11,0	13,3	4,9	17,8	9,3	5,9	7,1
giu.	121,3	2,4	4,3	13,9	14,8	7,9	5,5	2,7	10,4	13,5	4,6	17,5	9,4	5,9	8,4
lug.	125,7	.	.	.	.	8,2	5,6	2,7	10,8	14,6	5,0	18,2	9,4	5,9	.
percentuale delle importazioni totali															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	11,0	6,8	4,5	2,1	9,2	10,3	4,1	15,3	7,9	4,7	6,8
Saldo															
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	15,3
2004	69,6	0,4	2,4	60,4	21,7	-20,5	12,7	8,9	59,4	-51,8	-21,1	-10,6	-8,5	-4,9	21,2
2005	14,1	2,7	2,9	50,6	28,7	-33,1	12,7	9,6	65,1	-74,6	-19,1	-23,9	-23,0	-6,7	22,0
2006	-11,9	3,4	2,2	48,9	40,0	-39,4	15,1	9,5	71,1	-90,1	-21,9	-29,6	-32,4	-11,7	23,1
2006 1° trim.	-6,5	0,7	0,3	11,9	9,2	-10,8	3,1	2,6	18,0	-20,6	-5,3	-8,8	-7,7	-2,5	3,4
2° trim.	-5,4	0,9	0,8	10,6	10,3	-11,5	3,2	2,3	17,8	-22,2	-5,6	-8,6	-8,0	-2,6	7,3
3° trim.	-5,8	0,7	0,7	13,0	10,1	-9,6	3,6	2,4	17,3	-22,3	-5,6	-8,3	-8,7	-3,0	4,0
4° trim.	5,7	1,1	0,5	13,4	10,4	-7,4	5,1	2,2	18,0	-25,0	-5,4	-3,8	-8,0	-3,6	8,3
2007 1° trim.	7,7	1,4	0,7	15,8	11,8	-7,1	3,8	2,2	15,9	-27,6	-6,0	-2,9	-4,7	-3,2	7,6
2° trim.	10,9	1,4	0,9	14,8	11,7	-7,1	3,5	1,9	16,9	-24,8	-5,2	-3,7	-6,4	-2,3	9,2
2007 feb.	0,6	0,5	0,2	5,1	4,0	-2,5	1,2	0,5	5,0	-9,1	-2,1	-1,7	-1,8	-1,1	2,3
mar.	5,3	0,5	0,3	5,3	4,1	-2,2	1,1	0,7	5,5	-9,4	-1,8	-0,2	-1,1	-0,8	3,4
apr.	3,2	0,4	0,1	4,6	4,1	-2,6	1,2	0,6	6,1	-8,2	-1,6	-1,6	-1,6	-0,6	2,2
mag.	3,3	0,6	0,3	5,1	4,0	-2,3	1,3	0,7	4,9	-8,1	-2,0	-1,4	-2,3	-0,8	3,3
giu.	4,4	0,4	0,5	5,1	3,7	-2,2	1,0	0,5	5,9	-8,5	-1,6	-0,7	-2,4	-0,9	3,7
lug.	-0,7	.	.	.	.	-2,4	0,9	0,6	5,4	-9,6	-2,0	-1,4	-2,3	-0,8	.

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 ¹⁾

(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	103,5	101,0	103,7	111,2	105,6
2005	103,3	104,2	102,5	102,3	99,4	102,1	109,7	103,7
2006	103,6	104,5	102,9	102,3	99,8	101,7	110,0	103,4
2006 3° trim.	104,5	105,4	103,7	103,0	101,2	102,7	111,2	104,5
4° trim.	104,6	105,4	104,1	103,2	99,7	101,0	111,3	104,3
2007 1° trim.	105,5	106,1	104,5	104,0	99,8	102,2	112,0	104,8
2° trim.	107,1	107,7	104,6	105,4	101,1	103,2	113,5	106,0
3° trim.	107,6	108,2	104,9	.	.	.	114,1	106,5
2006 set.	104,4	105,2	103,4	-	-	-	111,1	104,2
ott.	103,9	104,7	103,4	-	-	-	110,4	103,6
nov.	104,5	105,3	103,9	-	-	-	111,1	104,2
dic.	105,5	106,1	104,9	-	-	-	112,3	105,0
2007 gen.	104,9	105,6	104,4	-	-	-	111,5	104,3
feb.	105,4	106,1	104,6	-	-	-	111,9	104,6
mar.	106,1	106,7	104,6	-	-	-	112,7	105,4
apr.	107,1	107,8	105,0	-	-	-	113,7	106,3
mag.	107,3	107,9	104,5	-	-	-	113,6	106,1
giu.	106,9	107,4	104,2	-	-	-	113,1	105,6
lug.	107,6	108,1	104,6	-	-	-	113,9	106,3
ago.	107,1	107,7	104,6	-	-	-	113,7	106,1
set.	108,2	108,9	105,6	-	-	-	114,7	107,1
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2007 set.	1,0	1,1	1,0	-	-	-	1,0	0,9
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2007 set.	3,6	3,5	2,1	-	-	-	3,3	2,8

F35 Tassi di cambio effettivi

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

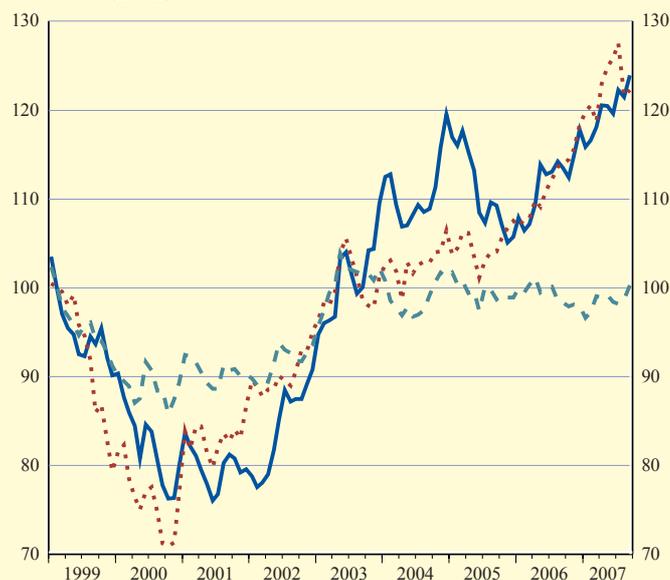
— TCE-24 nominale
 - - - TCE-24 reale IPC



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
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
2° trim.	7,4500	9,2573	0,67880	1,3481	162,89	1,6478	1,252,05	10,5372	2,0562	1,4791	8,1060	1,6214
3° trim.	7,4446	9,2639	0,68001	1,3738	161,90	1,6473	1,274,31	10,7250	2,0841	1,4374	7,9175	1,6229
2007 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
mag.	7,4519	9,2061	0,68136	1,3511	163,22	1,6506	1,253,27	10,5642	2,0581	1,4796	8,1394	1,6378
giu.	7,4452	9,3290	0,67562	1,3419	164,55	1,6543	1,245,39	10,4854	2,0619	1,4293	8,0590	1,5930
lug.	7,4410	9,1842	0,67440	1,3716	166,76	1,6567	1,259,70	10,7247	2,0789	1,4417	7,9380	1,5809
ago.	7,4429	9,3231	0,67766	1,3622	159,05	1,6383	1,273,37	10,6469	2,0744	1,4420	7,9735	1,6442
set.	7,4506	9,2835	0,68887	1,3896	159,82	1,6475	1,291,46	10,8151	2,1009	1,4273	7,8306	1,6445
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2007 set.	0,1	-0,4	1,7	2,0	0,5	0,6	1,4	1,6	1,3	-1,0	-1,8	0,0
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2007 set.	-0,1	0,2	2,0	9,2	7,3	4,0	6,5	9,2	4,5	0,5	-5,2	-2,3
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno ¹⁾	
	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	
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	
2° trim.	28,272	15,6466	0,58272	0,6986	3,4528	248,31	0,4293	3,8005	33,751	1,9558	3,2789	
3° trim.	27,941	15,6466	0,58417	0,6988	3,4528	251,82	0,4293	3,7900	33,579	1,9558	3,2321	
2007 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	
mag.	28,231	15,6466	0,58303	0,6965	3,4528	248,42	0,4293	3,7819	33,736	1,9558	3,2836	
giu.	28,546	15,6466	0,58352	0,6963	3,4528	250,29	0,4293	3,8074	34,002	1,9558	3,2243	
lug.	28,359	15,6466	0,58412	0,6969	3,4528	246,90	0,4293	3,7682	33,326	1,9558	3,1345	
ago.	27,860	15,6466	0,58420	0,6978	3,4528	255,20	0,4293	3,8116	33,603	1,9558	3,2246	
set.	27,573	15,6466	0,58420	0,7021	3,4528	253,33	0,4293	3,7891	33,829	1,9558	3,3481	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2007 set.	-1,0	0,0	0,0	0,6	0,0	-0,7	0,0	-0,6	0,7	0,0	3,8	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2007 set.	-2,9	0,0	1,3	0,9	0,0	-7,7	0,0	-4,4	-9,8	0,0	-5,1	
	Yuan renminbi cinese ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandese	Rupia indonesiana ²⁾	Ringgit malese ²⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino ²⁾	Rublo russo ²⁾	Rand sud africano	Bath thailandese ²⁾	Nuova lira turca ³⁾	
	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	
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	
2° trim.	10,3476	7,3494	85,82	12.082,62	4,6204	1,8188	63,134	34,8589	9,5688	44,011	1,8029	
3° trim.	10,3834	7,3080	86,71	12.705,62	4,7608	1,8508	63,035	35,0350	9,7645	43,220	1,7685	
2007 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	
mag.	10,3689	7,3258	85,12	11.927,80	4,5962	1,8441	63,136	34,8999	9,4855	44,507	1,8029	
giu.	10,2415	7,3313	84,26	12.056,30	4,6237	1,7738	61,968	34,7739	9,6198	43,492	1,7728	
lug.	10,3899	7,2947	83,16	12.441,28	4,7184	1,7446	62,418	35,0292	9,5712	41,870	1,7574	
ago.	10,3162	7,3161	88,46	12.765,65	4,7457	1,8786	62,862	34,9211	9,8391	43,337	1,7921	
set.	10,4533	7,3134	88,59	12.927,37	4,8249	1,9358	63,911	35,1723	9,8912	44,570	1,7536	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2007 set.	1,3	0,0	0,1	1,3	1,7	3,0	1,7	0,7	0,5	2,8	-2,1	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2007 set.	3,5	-1,1	-0,8	11,0	3,3	-0,5	-0,2	3,3	4,6	-6,4	-7,1	

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 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
2° trim.	4,7	2,6	1,5	5,8	1,8	8,5	5,0	8,5	-0,9	2,3	3,9	1,7	1,4	2,6
2007 apr.	4,4	2,7	1,7	5,6	1,6	8,8	4,9	8,7	-1,1	2,2	3,8	2,0	1,6	2,8
mag.	4,5	2,4	1,7	5,9	1,9	7,8	5,0	8,4	-1,0	2,3	3,9	1,5	1,2	2,5
giu.	5,3	2,6	1,3	6,0	1,7	8,9	5,0	8,5	-0,6	2,6	3,9	1,5	1,3	2,4
lug.	6,8	2,5	1,1	6,5	2,3	9,5	5,1	8,3	-0,2	2,5	4,1	1,2	1,4	1,9
ago.	9,3	2,6	0,9	6,1	2,2	10,2	5,6	7,1	0,6	2,1	5,0	1,2	1,2	1,8
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
Disavanzo (-) o avanzo (+) 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														
2007 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
apr.	4,28	3,92	4,18	-	4,44	5,52	4,18	6,65	4,44	5,28	7,39	4,26	4,04	5,10
mag.	4,26	4,23	4,34	-	4,44	6,03	4,36	6,53	4,61	5,29	7,39	4,40	4,15	5,20
giu.	4,57	4,53	4,65	-	4,44	5,62	4,57	6,71	5,12	5,52	7,05	4,66	4,44	5,49
lug.	4,79	4,59	4,58	-	4,44	5,28	4,89	6,58	5,18	5,60	6,86	4,70	4,45	5,46
ago.	4,79	4,48	4,39	-	4,44	5,32	4,80	6,80	4,94	5,68	6,93	4,65	4,25	5,19
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo														
2007 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
apr.	4,30	2,60	4,16	4,42	3,99	9,32	4,41	8,20	4,19	4,31	7,33	4,05	3,51	5,65
mag.	4,40	2,77	4,28	4,69	3,99	9,99	4,89	-	4,23	4,44	7,62	4,16	3,57	5,77
giu.	4,53	2,93	4,37	4,74	3,99	8,09	4,91	8,02	4,36	4,52	7,26	4,27	3,67	5,88
lug.	4,69	3,07	4,42	4,73	4,05	6,66	4,97	7,87	4,48	4,78	6,92	4,34	3,78	6,02
ago.	4,80	3,28	4,66	4,94	4,43	7,99	5,25	7,83	4,36	4,91	6,69	4,33	3,96	6,42
PIL a prezzi costanti														
2005	6,2	6,5	3,1	10,2	3,9	10,6	7,6	4,1	3,1	3,6	4,2	6,0	2,9	1,8
2006	6,1	6,4	3,5	11,2	3,8	11,9	7,5	3,9	3,2	6,1	7,7	8,3	4,2	2,8
2006 4° trim.	5,7	6,1	3,7	11,0	3,7	11,7	7,0	3,1	3,4	6,9	7,7	9,6	4,3	3,2
2007 1° trim.	6,2	6,2	2,7	10,1	4,0	11,2	8,0	2,6	3,5	6,8	6,0	9,0	3,4	3,1
2° trim.	6,6	6,0	0,6	7,6	3,8	11,0	7,7	1,6	3,7	6,9	5,6	9,4	3,2	3,1
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL														
2005	-11,0	-1,5	3,9	-9,3	-5,4	-11,2	-5,9	-6,0	-5,5	-1,3	-7,9	-8,6	7,1	-2,3
2006	-15,1	-2,8	2,5	-13,2	-5,8	-21,1	-9,6	-5,9	-3,7	-2,6	-10,4	-8,4	6,7	-3,2
2006 4° trim.	-24,5	-4,8	1,3	-14,1	-25,4	-26,0	-10,5	-4,1	-4,0	-3,3	-10,7	-7,3	7,4	-3,8
2007 1° trim.	-27,2	2,1	-1,4	-21,1	-13,2	-24,4	-12,2	-5,0	-10,1	-2,4	-16,8	0,1	9,4	-3,6
2° trim.	-18,2	-4,8	2,7	-12,9	-6,2	-22,7	-14,6	-6,6	-4,7	-4,2	-16,3	-7,9	.	-2,4
Costo del lavoro per unità di prodotto														
2005	2,4	-0,7	1,0	2,6	1,3	15,2	3,4	3,1	0,3	0,3	.	0,5	0,6	3,9
2006	4,5	1,0	2,1	8,0	0,1	14,0	7,0	.	0,5	.	.	1,2	-0,4	2,5
2006 4° trim.	7,1	1,8	3,4	11,2	-	-	10,0	-	0,5	-	-	0,6	0,1	1,8
2007 1° trim.	14,6	3,1	4,5	16,0	-	-	9,2	-	-0,3	-	-	0,3	4,5	0,5
2° trim.	13,2	2,6	5,5	20,1	-	-	8,1	-	-0,2	-	-	-0,6	3,9	2,5
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,2	7,2	7,3	17,7	7,2	16,3	7,4	4,8
2006	8,9	7,1	3,9	5,9	4,6	6,9	5,6	7,4	7,3	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2006 4° trim.	8,2	6,5	3,7	5,5	4,2	6,3	4,8	7,5	6,9	12,2	7,2	12,3	6,4	5,3
2007 1° trim.	7,7	5,8	3,9	4,9	4,0	6,3	4,7	7,3	6,6	10,9	6,5	11,3	6,4	5,4
2° trim.	7,0	5,6	3,7	5,2	4,0	5,8	4,3	7,2	6,5	9,9	6,7	11,3	5,9	5,3
2007 apr.	7,2	5,7	3,7	5,1	4,0	5,9	4,4	7,2	6,4	10,2	6,7	11,3	6,1	5,3
mag.	7,0	5,6	3,7	5,2	4,0	5,8	4,4	7,2	6,5	10,0	6,7	11,3	6,0	5,3
giu.	6,8	5,5	3,7	5,2	3,8	5,7	4,2	7,2	6,4	9,6	6,8	11,2	5,6	5,2
lug.	6,7	5,4	3,3	5,5	4,0	5,6	4,3	7,3	6,3	9,4	7,1	11,1	5,4	.
ago.	6,5	5,3	3,3	5,5	3,9	5,5	4,1	7,3	6,4	9,1	7,2	11,1	5,5	.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone

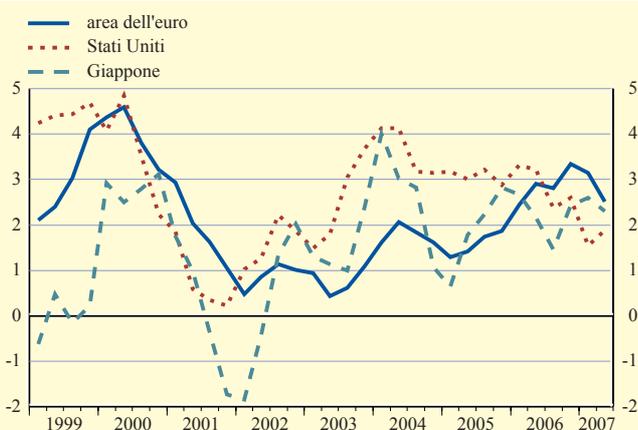
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (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 ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2003	2,3	0,8	2,5	1,3	6,0	7,0	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	-0,1	3,6	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	-0,5	3,1	4,0	5,1	4,3	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2536	-2,3	48,5
2006 3° trim.	3,3	-3,9	2,4	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
4° trim.	1,9	0,4	2,6	3,6	4,5	4,9	5,37	4,63	1,2887	-1,9	48,5
2007 1° trim.	2,4	0,9	1,5	2,3	4,5	5,3	5,36	4,68	1,3106	-2,6	49,4
2° trim.	2,7	3,7	1,9	2,0	4,5	6,2	5,36	4,84	1,3481	.	.
3° trim.	.	.	.	.	.	.	5,45	4,74	1,3738	.	.
2007 mag.	2,7	.	.	2,1	4,5	6,3	5,36	4,75	1,3511	.	.
giu.	2,7	.	.	1,9	4,5	6,1	5,36	5,11	1,3419	.	.
lug.	2,4	.	.	2,3	4,6	6,1	5,36	5,01	1,3716	.	.
ago.	2,0	.	.	1,6	4,6	6,7	5,48	4,68	1,3622	.	.
set.	.	.	.	.	.	.	5,49	4,51	1,3896	.	.
Giappone											
2003	-0,2	-3,9	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,9	151,4
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-6,2	157,6
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-6,4	164,2
2006	0,2	-2,6	2,2	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2006 3° trim.	0,6	-2,8	1,4	5,6	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
4° trim.	0,3	-3,6	2,5	5,9	4,1	0,6	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 1° trim.	-0,1	-2,2	2,6	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
2° trim.	-0,1	.	1,7	2,4	3,8	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
3° trim.	.	.	.	.	.	.	0,89	1,72	161,90	.	.
2007 mag.	0,0	.	.	3,8	3,8	1,5	0,67	1,67	163,22	.	.
giu.	-0,2	.	.	1,1	3,7	1,9	0,73	1,89	164,55	.	.
lug.	0,0	.	.	3,2	3,6	2,1	0,77	1,89	166,76	.	.
ago.	-0,2	.	.	4,3	3,8	1,8	0,92	1,65	159,05	.	.
set.	.	.	.	.	.	.	0,99	1,61	159,82	.	.

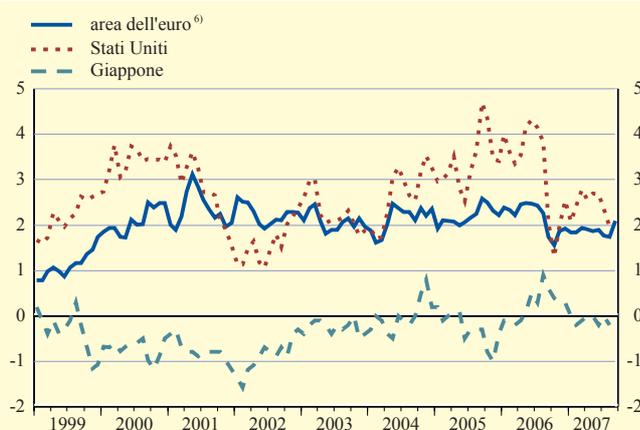
F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.

2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.

5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

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

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F14	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	S45
F26	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F30	Saldi di conto corrente	S60
F31	Investimenti diretti e di portafoglio	S60
F32	Conto dei beni	S61
F33	Conto dei servizi	S61
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S65
F35	Tassi di cambio effettivi	S72
F36	Tassi di cambio bilaterali	S72
F37	PIL a prezzi costanti	S75
F38	Indici dei prezzi al consumo	S75



NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

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

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t - ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t - può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

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

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

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

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA ²⁾. 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 ³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.
- 2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo lordo e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo lordo e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito solo per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accredito netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno i investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra

tali saldi calcolati a partire rispettivamente dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Tale saldo attualmente esclude le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accredito/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nella passività.

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industria-

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.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

li non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

**RELATIVE ALLA TAVOLA 2
DELLA SEZIONE 7.1**

**DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO
CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI**

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli

effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. I dati sui crediti del conto dei beni sono preliminarmente sottoposti anche alla correzione per tener conto degli effetti della Pasqua. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 2 ottobre 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.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

Le serie statistiche che fanno riferimento alla composizione evolutiva dell'area dell'euro si basano sulla quella che era la composizione dell'area nel periodo al quale le stesse si riferiscono. Pertanto, i dati antecedenti il 2001 si riferiscono

agli Euro 11, ovvero, ai seguenti 11 stati membri dell'UE: Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. I dati dal 2001 al 2006, si riferiscono agli Euro 12, ovvero gli Euro 11 più la Grecia. 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 monetarie¹⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10²⁾.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi

nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività). La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere pre i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, gli Euro 12 più la Slovenia) per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle

quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine.

Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema. I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti

nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a "zero coupon" e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passività, colonna 21).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente vende o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Le transazioni includono la quotazione in borsa per la prima volta di un soggetto emittente così come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati

in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria. Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile 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 stagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998

riguardante le statistiche a breve termine³⁾. 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 2001⁴⁾. 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 lavoro⁵⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003⁶⁾. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2

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.

nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-cartta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio ad esclusione delle vendite di veicoli a motore e motocicli ed al netto delle riparazioni. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si 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 2000⁷⁾, 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

7) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

2002⁸⁾ 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^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)⁹⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹⁰⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incre-

mento 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

8) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

9) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

10) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

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.europa.eu). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta una scomposizione geografica della b.d.p. (tavole da 1 a 4) e della posizione patrimoniale verso l'estero (Tavola 5) dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione fra Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro e aree o paesi esterni all'Unione Europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le tavole da 1 a 4 contengono le transazioni cumulative di b.d.p. negli ultimi quattro trimestri; la tavola 5 presenta una scomposizione geografica della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine dell'anno scorso. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.4 sono redatte sulla base delle posizioni nei confronti dei non residenti nell'area, considerando l'area dell'euro come

una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio. La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella sezione 7.5, insieme ai corrispondenti dati per la BCE. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione geografica (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina continentale non comprende Hong Kong.

Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce “beni” delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.3). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo

1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-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 ¹⁾



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.

21 DICEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare, da 40 a 50 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2007. Tale incremento tiene conto dei seguenti aspetti: le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro sono cresciute marcatamente negli ultimi anni e ci si attende che aumentino ulteriormente nel 2007. L'Eurosistema, pertanto, ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2008.

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE E 4 OTTOBRE 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 4,0, al 5,0 e al 3,0 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 luglio 2007 e settembre 2007. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica info@ecb.europa.eu.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 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.
L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004, luglio 2007.
Caratteristiche strutturali salienti, andamenti economici e reimpiego dei proventi petroliferi nei paesi esportatori di petrolio, luglio 2007.
La correzione degli squilibri mondiali in un contesto di crescente integrazione finanziaria internazionale, agosto 2007.
Il finanziamento delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro, agosto 2007.
I leveraged buyout e la stabilità finanziaria, agosto 2007.
Andamenti a lungo termine dei prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro: principali profili e determinanti, ottobre 2007.
Il sistema delle garanzie del Federal Reserve System, della Banca del Giappone e dell'Eurosistema, ottobre 2007.
La circolazione e l'offerta di banconote in euro. I lavori preparatori per la seconda serie di banconote, ottobre 2007.

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.
- 4 *Privileges and immunities of the European Central Bank*, di G. Gruber e M. Benisch, giugno 2007.
- 5 *Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States*, di K. Drçviņa, K. Laurinavičius e A. Tupits, luglio 2007.

OCCASIONAL PAPER SERIES

- 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. Przybyła, L. Rawdanowicz, R. Serafini e T. Zumer, aprile 2007.
- 62 *Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective*, di J. A. Garcia e A. van Rixtel, giugno 2007.
- 63 *Corporate finance in the euro area – including background material*, a cura della Task Force del Monetary Policy Committee del SEBC, giugno 2007.
- 64 *The use of portfolio credit risk models in central banks*, prodotto dalla Task force del Comitato per le operazioni di mercato del SEBC, luglio 2007.
- 65 *The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations*, di F. Coppens, F. González e G. Winkler, luglio 2007.
- 66 *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature*, di N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert e G. Vitale, luglio 2007.
- 67 *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*, di J. M. Israël e C. Sánchez Muñoz, luglio 2007.
- 68 *The securities custody industry*, di D. Chan, F. Fontan, S. Rosati e D. Russo, agosto 2007.
- 69 *Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy*, di M. Sturm e F. Gurtner, agosto 2007.

- 70 *The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF*, di M. Skala, C. Thimann e R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 *The economic impact of the Single Euro Payments Area*, di H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, di P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou, M. Lo Duca e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 73 *Reserve accumulation: objective or by-product?*, di J. O. de Beaufort Wijnholds e L. Søndergaard, settembre 2007.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 4, aprile 2006 (disponibile solo online).

Research Bulletin n. 5, dicembre 2006.

Research Bulletin n. 6, giugno 2007.

WORKING PAPER SERIES

- 773 *Exchange rate volatility and growth in small open economies at the EMU periphery*, di G. Schnabl, luglio 2007.
- 774 *Shocks, structures or monetary policies? The euro area and the United States after 2001*, di L. Christiano, R. Motto e M. Rostagno, luglio 2007.
- 775 *The dynamic behaviour of budget components and output*, di A. Afonso e P. Claeys, luglio 2007.
- 776 *Insights gained from conversations with labor market decision-makers*, di T. F. Bewley, luglio 2007.
- 777 *Downward nominal wage rigidity in the OECD*, di S. Holden e F. Wulfsberg, luglio 2007.
- 778 *Employment protection legislation and wages*, di M. Leonardi e G. Pica, luglio 2007.
- 779 *On-the-job search and the cyclical dynamics of the labour market*, di M. U. Krause e T. A. Lubik, luglio 2007.
- 780 *Dynamics and monetary policy in a fair wage model of the business cycle*, di D. de la Croix, G. de Walque e R. Wouters, luglio 2007.
- 781 *Wage inequality in Spain: recent developments*, di M. Izquierdo e A. Lacuesta, luglio 2007.
- 782 *Panel data estimates of the production function and product and labour market imperfections*, di S. Dobbelaere e J. Mairesse, luglio 2007.
- 783 *The cyclical dynamics of effective wages within employer-employee matches: evidence from German panel data*, di S. Anger, luglio 2007.
- 784 *Understanding the dynamics of labour shares and inflation*, di M. Lawless e K. Whelan, luglio 2007.
- 785 *Aggregating Phillips curves*, di J. Imbs, E. Jondeau e F. Pelgrin, luglio 2007.
- 786 *The economic impact of merger control: what is special about banking?*, di E. Carletti, P. Hartmann e S. Ongena, luglio 2007.
- 787 *Finance and growth: a macroeconomic assessment of the evidence from a European angle*, di E. Papaioannou, luglio 2007.
- 788 *Evaluating the real effect of bank branching deregulation: comparing contiguous counties across US state borders*, di R. R. Huang, luglio 2007.
- 789 *Modelling the impact of external factors on the euro area's HICP and real economy: a focus on pass-through and the trade balance*, di L. Landolfo, luglio 2007.
- 790 *Asset prices, exchange rates and the current account*, di M. Fratzscher, L. Juvenal e L. Sarno, agosto 2007.

- 791 *Inquiries on dynamics of transition economy convergence in a two-country model*, di J. Brůha e J. Podpiera, agosto 2007.
- 792 *Euro area market reactions to the monetary developments press release*, di J. Coffinet e S. Gouteron, agosto 2007.
- 793 *Structural econometric approach to bidding in the main refinancing operations of the Eurosystem*, di N. Cassola, C. Ewerhart e C. Morana, agosto 2007.
- 794 *(Un)naturally low? Sequential Monte Carlo tracking of the US natural interest rate*, di M. J. Lombardi e S. Sgherri, agosto 2007.
- 795 *Assessing the impact of a change in the composition of public spending: a DSGE approach*, di R. Straub e I. Tchakarov, agosto 2007.
- 796 *The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area*, di E. Hahn, agosto 2007.
- 797 *Joint estimation of the natural rate of interest, the natural rate of unemployment, expected inflation, and potential output*, di L. Benati e G. Vitale, agosto 2007.
- 798 *The transmission of US cyclical developments to the rest of the world*, di S. Déés e I. Vansteenkiste, agosto 2007.
- 799 *Monetary policy shocks in a two-sector open economy: an empirical study*, di R. Llaudes, agosto 2007.
- 800 *Is the corporate bond market forward-looking?*, di J. Hilscher, agosto 2007.
- 801 *Uncovered interest parity at distant horizons: evidence on emerging economies and non-linearities*, di A. Mehl e L. Cappiello, agosto 2007.
- 802 *Investigating time variation in the marginal predictive power of the yield spread*, di L. Benati e C. Goodhart, agosto 2007.
- 803 *Optimal monetary policy in an estimated DSGE for the euro area*, di S. Adjemian, M. Darracq Pariès e S. Moyen, agosto 2007.
- 804 *Growth accounting for the euro area: a structural approach*, di T. Proietti e A. Musso, agosto 2007.
- 805 *The pricing of risk in European credit and corporate bond markets*, di A. Berndt e I. Obreja, agosto 2007.
- 806 *State dependency and firm-level optimisation: a contribution to Calvo price staggering*, di P. McAdam e A. Willman, agosto 2007.
- 807 *Cross-border lending contagion in multinational banks*, di A. Derviz e J. Podpiera, settembre 2007.
- 808 *Model misspecification, the equilibrium natural interest rate and the equity premium*, di O. Tristani, settembre 2007.
- 809 *Is the new Keynesian Phillips curve flat?*, di K. Kuester, G. J. Müller e S. Stoelting, settembre 2007.
- 810 *Inflation persistence: euro area and new EU Member States*, di M. Franta, B. Saxa e K. Šmídková, settembre 2007.
- 811 *Instability and non-linearity in the euro area Phillips curve*, di A. Musso, L. Stracca e D. van Dijk, settembre 2007.
- 812 *The uncovered return parity condition*, di L. Cappiello e R. A. De Santis, settembre 2007.
- 813 *The role of the exchange rate for adjustment in boom and bust episodes*, di R. Martin, L. Schuknecht e I. Vansteenkiste, settembre 2007.
- 814 *Choice of currency in bond issuance and the international role of currencies*, di N. Siegfried, E. Simeonova e C. Vespro, settembre 2007.
- 815 *Do international portfolio investors follow firms' foreign investment decisions?*, di R. A. De Santis e P. Ehling, settembre 2007.
- 816 *The role of credit aggregates and asset prices in the transmission mechanism: a comparison between the euro area and the United States*, di S. Kaufmann e M. T. Valderrama, settembre 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.

TARGET Annual Report 2006, maggio 2007 (disponibile solo online).

European Union balance of payments: international investment position statistical methods, maggio 2007.

Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: statistical tables, maggio 2007 (disponibile solo online).

The euro bonds and derivatives markets, giugno 2007 (disponibile solo online).

Review of the international role of the euro, giugno 2007.

Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications, giugno 2007.

Financial Stability Review, giugno 2007.

Monetary policy: A journey from theory to practice, giugno 2007.

The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro denominated payment transactions, luglio 2007 (disponibile solo online).

5th SEPA progress report, luglio 2007 (disponibile solo online).

Potential impact of solvency II on financial stability”, luglio 2007.

The role of central counterparties, issues related to central counterparty clearing, ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, luglio 2007.

European legislation on financial markets, Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions, luglio 2007.

Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book). Vol. 1: euro area countries, Vol. 2: non-euro area countries, agosto 2007.

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.
A single currency: an integrated market infrastructure, settembre 2007.



GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

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 dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [key ECB interest rates]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso minimo di offerta [minimum bid rate]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [inflation-indexed government bonds]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [debt security]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [reference value for M3 growth]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.