



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE  
DICEMBRE**

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 DICEMBRE 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 5 dicembre 2007.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>	<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>		<b>ALLEGATI</b>	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	16	Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale)	V
Prezzi e costi	58	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2006	IX
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	72	Glossario	XVII
La finanza pubblica	78		
Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema	88		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	92		
<b>Riquadri:</b>			
1 Nuove stime delle disponibilità settoriali di M3 nell'area dell'euro	20		
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dall'8 agosto al 13 novembre 2007	31		
3 Evidenza dell'impatto delle recenti tensioni nei mercati finanziari tratta dalle indagini sul credito bancario nelle maggiori economie industrializzate	44		
4 Recenti andamenti dei prezzi degli alimentari nell'area dell'euro e prospettive per l'evoluzione futura	60		
5 La politica agricola comune dell'Unione europea nel contesto di prezzi degli alimentari in crescita a livello mondiale	63		
6 Misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine tratte dalla <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE: un'analisi dei recenti andamenti	68		
7 Gli impegni politici e il patto di stabilità e crescita	82		
8 Il trattato di Lisbona	84		
9 Ipotesi tecniche	88		
10 Previsioni formulate da altre organizzazioni	91		

## 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 6 dicembre 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 l'8 novembre, hanno confermato forti pressioni al rialzo sull'inflazione nel breve termine; in novembre il tasso di crescita dello IAPC ha raggiunto il 3 per cento. Tali informazioni hanno pienamente avvalorato anche la valutazione dell'esistenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. In questo contesto, considerando che l'espansione della moneta e del credito si mantiene assai vigorosa nell'area dell'euro, il Consiglio direttivo è pronto a contrastare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, in linea con il suo mandato. Le variabili economiche fondamentali dell'area restano solide. Tuttavia, la rivalutazione del rischio nei mercati finanziari è tuttora in corso ed è accompagnata da persistente incertezza riguardo al potenziale impatto sull'economia reale. Il Consiglio direttivo seguirà quindi tutti gli sviluppi con molta attenzione. Intervenedo con tempestività e fermezza sulla base delle proprie valutazioni, farà in modo da evitare che si concretizzino effetti di secondo impatto e rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio e lungo termine in linea con la stabilità dei prezzi è quanto mai importante in una fase di volatilità dei mercati finanziari e acuita incertezza. Per quanto riguarda i mercati finanziari, il Consiglio direttivo continuerà a prestare grande attenzione agli andamenti delle prossime settimane.

Guardando innanzitutto all'analisi economica, la prima stima dell'Eurostat indica per il terzo trimestre del 2007 una crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro pari allo 0,7 per cento sul periodo precedente, in linea con la stima rapida. La domanda interna è rimasta il principale motore della crescita economica nel terzo trimestre, confermando che l'espansione nell'area è sostenuta. Le ultime informazioni sull'attività economica provenienti da varie indagini sul clima di fiducia e stime basate su indicatori confortano la valutazione secondo cui la crescita è

proseguita nel quarto trimestre dell'anno, seppure a ritmi probabilmente più moderati rispetto al terzo. Nel complesso, le variabili economiche fondamentali dell'area restano solide. La redditività delle imprese è stata consistente, l'occupazione è cresciuta a ritmi sostenuti e il tasso di disoccupazione è sceso a livelli che non si registravano da un quarto di secolo.

Tali fattori si riflettono anche nelle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2007 elaborate dagli esperti dell'Eurosistema. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di incremento medio annuo compreso tra il 2,4 e il 2,8 per cento nel 2007, tra l'1,5 e il 2,5 nel 2008 e tra l'1,6 e il 2,6 l'anno seguente. Rispetto alle proiezioni di settembre, formulate dagli esperti della BCE, i valori per la crescita del PIL nel 2008 sono stati leggermente riveduti verso il basso, mentre per il 2007 il nuovo intervallo si colloca nella parte superiore di quello precedentemente indicato. Le previsioni pubblicate da organizzazioni internazionali confermano essenzialmente queste prospettive.

Lo scenario di crescita sostenuta del PIL sostanzialmente in linea con quella del prodotto potenziale presuppone che l'attività mondiale evidenzii capacità di tenuta e che il rallentamento dell'espansione economica statunitense sia compensato in parte dal persistente vigore dei mercati emergenti. La domanda esterna dovrebbe quindi continuare a essere di impulso alle esportazioni e agli investimenti dell'area dell'euro. Anche l'aumento dei consumi dovrebbe contribuire all'espansione economica, in linea con l'andamento del reddito disponibile reale, in un contesto in cui il perdurare della crescita occupazionale offre condizioni favorevoli. Su questo sfondo, in vista del potenziale impatto della volatilità presente nei mercati finanziari e della rivalutazione dei premi al rischio sull'economia reale, il livello di incertezza resta elevato.

Il Consiglio direttivo ritiene che questo scenario di crescita sia soggetto a rischi al ribasso, connessi soprattutto a un impatto potenzialmente più ampio della rivalutazione del rischio in atto nei mercati finanziari sulle condizioni di finan-

ziamento e sul clima di fiducia e quindi sulla crescita mondiale e dell'area dell'euro, a eventuali ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime, nonché ai timori circa spinte protezionistiche e un possibile andamento disordinato legato agli squilibri mondiali.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per novembre un nuovo brusco incremento del tasso di inflazione misurato sullo IAPC, che si è portato al 3,0 per cento sui dodici mesi dal 2,6 di ottobre. I corsi petroliferi sono fortemente aumentati negli ultimi mesi e i beni alimentari hanno registrato un considerevole rincaro, riflettendo la crescita della domanda a livello mondiale. Inoltre, come già rilevato dal Consiglio direttivo in precedenti occasioni, ci troviamo in una fase in cui gli effetti sfavorevoli dei prezzi dell'energia esercitano una forte pressione al rialzo sull'inflazione al consumo, riconducibile alla marcata diminuzione dei corsi del petrolio osservata un anno fa.

In prospettiva, ci si attende che il tasso di inflazione misurato sullo IAPC si mantenga su livelli significativamente superiori al 2% nei prossimi mesi, per poi probabilmente registrare una graduale moderazione nel corso del 2008. Di conseguenza, la temporanea fase di elevata inflazione risulterebbe in certa misura più prolungata rispetto all'orizzonte prospettato in precedenza. Secondo le proiezioni di dicembre elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, il tasso di inflazione annuo misurato sullo IAPC sarebbe compreso in un intervallo del 2,0-2,2 per cento nel 2007, ma poi aumenterebbe al 2,0-3,0 nel 2008, per collocarsi infine all'1,2-2,4 l'anno seguente. Rispetto alle proiezioni di settembre degli esperti della BCE, gli intervalli di valori per l'inflazione al consumo nel 2007 e nel 2008 evidenziano uno spostamento verso l'alto. Le previsioni formulate da organizzazioni internazionali tenendo conto dei recenti andamenti dell'inflazione tracciano un quadro sostanzialmente simile.

Queste proiezioni riflettono in ampia misura il profilo ipotizzato dei prezzi petroliferi e alimentari, per i quali i contratti *future* disponibili sug-

geriscono un rallentamento nel corso del prossimo anno. Dal lato interno, il costo del lavoro per unità di prodotto mostrerebbe un'accelerazione nell'orizzonte temporale di riferimento. A tale riguardo va sottolineato che le proiezioni si basano sull'ipotesi fondamentale secondo cui le recenti dinamiche dei prezzi petroliferi e alimentari e la loro incidenza sull'inflazione al consumo non eserciteranno effetti di secondo impatto generalizzati sul processo di determinazione dei salari. Un'ulteriore ipotesi di fondo riguarda una riduzione della crescita dei margini di profitto nel periodo di riferimento. Nel loro insieme queste ipotesi implicano, nel contesto delle proiezioni, il perdurare di pressioni nel complesso contenute dal lato dei costi interni, che contribuisce alla moderazione dell'inflazione prevista per il 2009.

Il Consiglio direttivo ritiene che trovi piena conferma l'esistenza di rischi al rialzo per queste prospettive di medio periodo sull'andamento dei prezzi. Tali rischi includono la possibilità di ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli in prosecuzione del forte slancio osservato negli ultimi mesi, nonché di incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette in aggiunta a quelli previsti finora. Inoltre, tenendo conto dell'esistenza di vincoli di capacità, dell'impulso favorevole della crescita del PIL in termini reali registrato negli ultimi trimestri e dei positivi andamenti nei mercati del lavoro, la crescita salariale potrebbe risultare più vigorosa rispetto alle attese correnti. Si potrebbe altresì manifestare un maggior potere delle imprese nel determinare i prezzi in segmenti di mercato a bassa concorrenza. È pertanto cruciale che tutte le parti coinvolte mostrino senso di responsabilità e che siano evitati effetti di secondo impatto sul processo di formazione dei salari e dei prezzi connessi ai recenti rincari delle materie prime. A tal fine, occorre eliminare qualsiasi forma di indicizzazione, esplicita o di fatto, delle retribuzioni nominali ai prezzi.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Negli ultimi mesi è infatti proseguita la forte crescita della moneta e del

credito. È probabile che in ottobre il tasso di incremento di M3 sui dodici mesi, pari al 12,3 per cento, abbia risentito di una serie di fattori di carattere temporaneo, quali l'appiattimento della curva dei rendimenti, la turbolenza dei mercati finanziari e operazioni specifiche connesse alla ristrutturazione di alcuni gruppi bancari. Tuttavia, pur tenendo conto dei fattori straordinari, il ritmo di espansione di fondo della moneta resta vigoroso. Inoltre, la crescita sostenuta del credito al settore privato, che in ottobre è stata pari all'11,2 per cento sui dodici mesi, indica il perdurare di una vivace dinamica monetaria di fondo. Gli andamenti della moneta continuano dunque a richiedere un'osservazione molto attenta, nell'ottica sia di individuare le tendenze di fondo connesse con le pressioni inflazionistiche su orizzonti temporali più lunghi, sia di comprendere meglio le dinamiche di breve periodo.

Ciò consentirà anche di tracciare un quadro più completo della risposta del settore privato all'aumento della volatilità nei mercati finanziari. Una valutazione di ampio respiro delle tendenze di fondo della moneta e del credito riveste particolare importanza nella fase attuale, data la recente evoluzione di tali mercati. L'accresciuta volatilità potrebbe infatti influenzare il comportamento dei detentori di moneta nel breve periodo e quindi rendere più complessa l'estrazione degli andamenti monetari sottostanti. Al tempo stesso, i dati monetari e creditizi possono anche fornire importanti indicazioni sulla risposta delle istituzioni finanziarie, delle famiglie e delle imprese alla turbolenza dei mercati finanziari.

Per il momento, tuttavia, vi sono scarse indicazioni del fatto che la turbolenza, in atto dagli inizi di agosto, abbia fortemente influenzato le dinamiche dell'aggregato monetario ampio e di quello creditizio, sebbene determinate voci di bilancio, quali le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, possano averne risentito. Di fatto, la crescita dei prestiti bancari alle famiglie e alle società non finanziarie è proseguita a ritmi sostenuti negli ultimi mesi; ciò potrebbe suggerire che non vi sia stata una contrazione dell'offerta di credito. Saranno necessari ulte-

riori dati e analisi per acquisire una visione più completa dell'impatto esercitato dagli andamenti dei mercati finanziari sui bilanci bancari, sulle condizioni di finanziamento e sulla crescita monetaria e creditizia.

In sintesi, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma appieno la valutazione secondo cui prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine, in un contesto caratterizzato dalla vigorosa crescita della moneta e del credito e dalla solidità delle variabili economiche fondamentali nell'area dell'euro. Al tempo stesso, la rivalutazione del rischio nei mercati finanziari è tuttora in corso e persiste l'incertezza riguardo al potenziale impatto sull'economia reale. Il Consiglio direttivo seguirà dunque tutti gli sviluppi con molta attenzione. La politica monetaria della BCE è pronta a contrastare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, in linea con il suo mandato. In particolare, affinché la recente accelerazione dei prezzi resti un fenomeno limitato nel tempo, è essenziale che non emergano effetti di secondo impatto ossia che gli attuali tassi di inflazione non incidano sul processo di formazione dei salari e dei prezzi. Intervenedo con tempestività e fermezza sulla base delle proprie valutazioni, il Consiglio direttivo farà in modo da evitare che si concretizzino effetti di secondo impatto e rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo e assicurerà un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine in linea con la stabilità dei prezzi. Ciò risulta quanto mai importante nel contesto attuale. Per quanto concerne i mercati finanziari, nelle prossime settimane il Consiglio direttivo continuerà a seguirne con grande attenzione gli andamenti.

Per quanto riguarda la finanza pubblica, le previsioni economiche diffuse dalla Commissione europea nell'autunno 2007 confermano in generale il quadro di miglioramento delle posizioni di bilancio nell'area dell'euro per l'anno in corso. Tuttavia, i progressi nel risanamento strutturale dei conti pubblici compiuti dai paesi con residui squilibri di bilancio sono generalmente deludenti. La scarsa ambizione dimostrata in

questo ambito ritarda inutilmente la correzione dei disavanzi residui e potrebbe riservare spiacevoli sorprese se il contesto macroeconomico divenisse meno favorevole. Su questo sfondo, occorre che gli Stati membri onorino l'impegno assunto con l'accordo di Berlino concluso dall'Eurogruppo nell'aprile 2007, in base al quale la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro raggiungerebbe gli obiettivi di medio periodo nel 2008 o 2009 e tutti dovrebbero mirare al loro conseguimento al più tardi entro il 2010.

Sul piano delle riforme strutturali è importante che le autorità nazionali continuino ad adoperarsi per compiere progressi. I miglioramenti della situazione occupazionale osservati negli ultimi anni sono il frutto delle passate riforme. È essenziale preservare lo slancio impresso all'azione di riforma per promuovere la concorrenza, la crescita della produttività e la flessibilità dei mercati del lavoro ed è indispensabile che il processo di riforma non subisca inversioni di tendenza nei paesi dell'area dell'euro.

## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

La crescita dell'economia mondiale continua nell'insieme a mostrare una certa tenuta, benché in lieve moderazione rispetto agli elevati ritmi precedenti. Le ripercussioni internazionali del rallentamento statunitense sono rimaste per il momento limitate e i mercati emergenti stanno in parte subentrando nel ruolo di motore della crescita mondiale. L'inflazione al consumo complessiva è aumentata nei paesi dell'OCSE, riflettendo il rincaro delle materie prime. L'aumento dell'inflazione è stato sensibile in molte economie emergenti, soprattutto a causa del maggiore impatto della variazione dei prezzi dei beni alimentari. Per le prospettive di crescita prevalgono nel complesso rischi di indebolimento che riflettono principalmente la possibilità di più estese ricadute della rivalutazione dei rischi in corso nei mercati finanziari sulle condizioni di finanziamento, sul clima di fiducia e sulla crescita mondiale e dell'area dell'euro, ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime, incluse quelle agricole, nonché i timori di spinte protezionistiche e di un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri nei conti con l'estero.

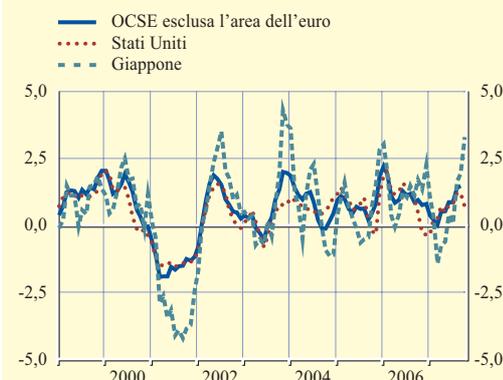
#### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

La crescita dell'economia mondiale continua nell'insieme a mostrare una certa tenuta, benché in lieve moderazione rispetto agli elevati ritmi degli ultimi anni. La produzione industriale ha accelerato nei paesi dell'OCSE (esclusa l'area dell'euro) a partire da marzo, registrando in settembre una robusta crescita dell'1,4 per cento in termini di media mobile a tre mesi (cfr. figura 1). I risultati delle indagini congiunturali sulle condizioni economiche mondiali segnalano tuttavia una lieve moderazione del ritmo di espansione della produzione industriale. Negli ultimi mesi l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti si è gradualmente indebolito e in novembre è risultato pari a 54,0, un livello inferiore alla media di lungo periodo ma superiore al valore soglia tra espansione e contrazione dell'economia fissato a 50. Poiché l'attuale rallentamento statunitense è dovuto principalmente alla protratta debolezza nel settore delle abitazioni, le ripercussioni per l'economia internazionale sono rimaste per ora piuttosto limitate. Nelle economie emergenti, soprattutto dell'Asia, l'espansione procede a ritmi vigorosi, a dimostrazione del fatto che tali paesi si stanno in parte sostituendo agli Stati Uniti nel ruolo di motore principale della crescita su scala internazionale. Resta tuttavia da valutare in che misura la maggiore volatilità osservata sui mercati finanziari negli ultimi mesi e il connesso aumento dell'incertezza influiranno negativamente sull'economia mondiale.

In ottobre l'inflazione al consumo complessiva dei paesi dell'OCSE è aumentata al 2,8 per cento, dal 2,2 del mese precedente, riflettendo il rincaro delle materie prime, soprattutto dei beni energetici e dei prodotti alimentari, e uno sfavorevole effetto base. Il tasso calcolato al netto della componente energetica e alimentare è stato pari all'1,9 per cento, invariato da settembre. Su base mensile, in ottobre i prezzi al consumo sono aumentati allo stesso ritmo del mese precedente (0,3 per cento). In molti mercati emergenti l'inflazione ha registrato aumenti maggiori a causa del più elevato peso

Figura 1 Produzione industriale nei paesi dell'OCSE

(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2007, ad eccezione degli Stati Uniti e dell'OCSE esclusa l'area dell'euro (settembre 2007). I dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate a tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti.

della componente alimentare nei rispettivi indici dei prezzi. I risultati delle indagini congiunturali sui prezzi mondiali degli input indicano un forte incremento dei costi medi in novembre, sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi.

### **STATI UNITI**

Negli Stati Uniti l'attività economica è rimasta vivace nonostante la correzione in corso sul mercato delle abitazioni e la turbolenza finanziaria. Le stime preliminari segnalano che nel terzo trimestre il PIL in termini reali è cresciuto del 4,9 per cento in ragione d'anno, contro il 3,8 per cento del secondo trimestre. La crescita è stata sorretta in larga misura dall'andamento sorprendentemente vivace delle esportazioni nette e dalla dinamica relativamente robusta dei consumi privati, che hanno controbilanciato l'effetto frenante dell'edilizia residenziale. Mentre la stima della crescita del PIL per il terzo trimestre è stata rivista al rialzo, quella dei consumi privati è risultata lievemente inferiore alla precedente.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è tornata di recente ad accelerare dopo la lieve moderazione dei mesi estivi. Tale andamento è riconducibile soprattutto ai costi dei beni energetici, che nel periodo recente si sono impennati principalmente a causa di un forte effetto base, e ai prezzi dei beni alimentari, il cui tasso di variazione sui dodici mesi cresce dal gennaio 2007. In ottobre l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è stata pari al 3,5 per cento, superiore di 0,8 punti percentuali alla media dei sei mesi tra maggio e ottobre, mentre quella di fondo (calcolata al netto della componente energetica e di quella alimentare) si è collocata al 2,2 per cento, corrispondente alla media degli ultimi sei mesi.

In prospettiva, a partire dal quarto trimestre del 2007 la crescita del PIL dovrebbe rallentare per effetto del maggiore impatto frenante che si ritiene possa essere esercitato dall'intensificarsi della correzione sul mercato delle abitazioni e dalla turbolenza sui mercati finanziari. È inoltre probabile che il lieve indebolimento delle condizioni sul mercato del lavoro e l'elevato costo dei beni energetici rallentino la crescita dei consumi reali. Di contro, la robusta domanda estera e l'indebolimento del tasso di cambio dovrebbero continuare a sostenere le esportazioni e quindi la crescita del PIL. Il ruolo del commercio estero nell'economia statunitense è tuttavia relativamente ridotto e i riscontri degli indicatori recenti segnalano un rallentamento della crescita. Le attese di inflazione negli Stati Uniti sono rimaste relativamente ben ancorate, nonostante la recente impennata dei prezzi dell'energia e l'indebolimento del dollaro statunitense.

Il 31 ottobre il Federal Open Market Committee ha deciso di abbassare di 25 punti base, al 4,50 per cento, il tasso obiettivo sui *federal funds* e di ridurre della stessa misura, al 5,0 per cento, il tasso di sconto.

### **GIAPPONE**

In Giappone è proseguita la ripresa dell'attività economica, mentre l'inflazione è rimasta contenuta. Il prodotto è stato sorretto dalla tenuta della domanda interna e dal vigore delle esportazioni. La prima stima preliminare del Cabinet Office segnala che nel terzo trimestre l'economia ha recuperato dopo la contrazione del secondo, trainata principalmente dalla robusta domanda estera proveniente soprattutto dagli altri paesi asiatici. Il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,6 per cento sul periodo precedente, un tasso superiore alle attese, dopo essere calato dello 0,4 per cento nel trimestre precedente.

L'inflazione al consumo è rimasta contenuta (cfr. figura 2) per effetto delle persistenti pressioni al ribasso, soprattutto sui salari, e in ottobre è risultata positiva per la prima volta dal dicembre 2006.

Il tasso di variazione dell'IPC sui dodici mesi è salito allo 0,3 per cento, dal -0,2 per cento di settembre, mentre al netto degli alimentari freschi è stato pari allo 0,1 per cento, contro il -0,1 per cento del mese precedente.

Nella riunione del 13 novembre 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.

### REGNO UNITO

Nel Regno Unito il PIL ha registrato una crescita vigorosa negli ultimi trimestri, con tassi pari o superiori alla media di lungo periodo dello 0,7 per cento (cfr. figura 2). Nel terzo trimestre l'espansione dello 0,7 per cento sul periodo precedente è riconducibile ai consumi privati e agli investimenti fissi lordi. Il contributo delle esportazioni nette è stato invece negativo, poiché le importazioni hanno accelerato in linea con la dinamica della domanda interna e delle esportazioni. Nei prossimi trimestri il ritmo di incremento del PIL dovrebbe indebolirsi.

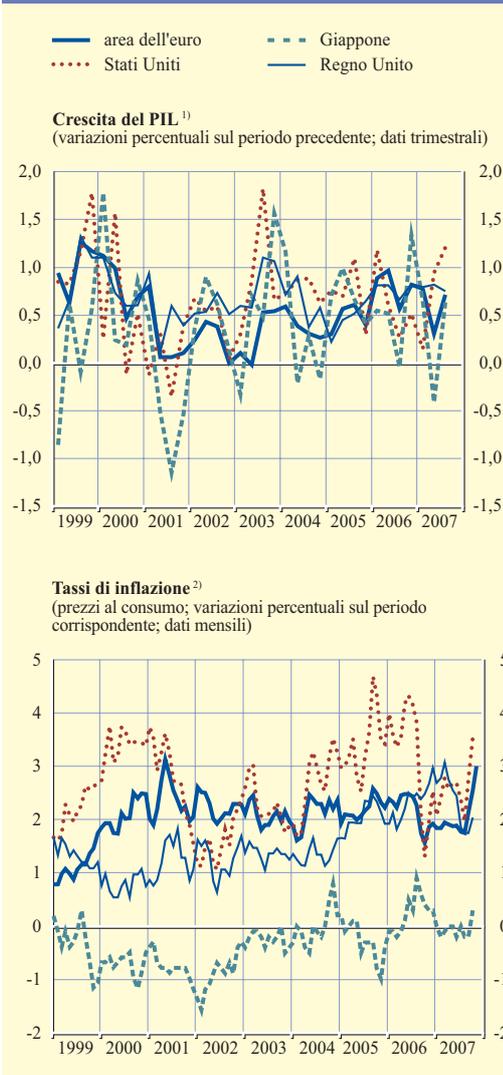
Dopo essere diminuita per sei mesi consecutivi, in ottobre l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è salita al 2,1 per cento, dall'1,8 di settembre. Tale andamento è ascrivibile soprattutto al rincaro dei carburanti, dei lubrificanti e di alcuni beni alimentari. Nel breve periodo l'inflazione dovrebbe mantenersi superiore al 2,0 per cento, per effetto dell'aumento dei prezzi dei beni energetici, degli alimentari e dei prezzi all'importazione.

Il 6 dicembre il *Monetary Policy Committee* della Bank of England ha deciso di abbassare il tasso di riferimento ufficiale di 0,25 punti base, al 5,5 per cento, in presenza di segnali di moderazione della crescita e di un peggioramento delle condizioni dei mercati finanziari e dell'offerta di credito.

### 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, riflettendo la crescita sostenuta della domanda interna. In molti paesi gli andamenti dell'inflazione hanno risentito in misura pronunciata del rincaro dei beni alimentari, che ha rispecchiato tra l'altro i vincoli dal lato dell'offerta connessi a fattori meteorologici.

Figura 2 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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

L'economia reale ha seguito andamenti diversi in Svezia e Danimarca negli ultimi trimestri. Nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è scesa a -0,4 per cento in Danimarca, mentre è salita allo 0,9 per cento in Svezia. Tali andamenti sono riconducibili soprattutto 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 aumentata in entrambe le economie negli ultimi mesi rispetto ai bassi livelli precedenti e in ottobre è salita all'1,8 per cento in Danimarca e all'1,9 per cento in Svezia.

Per quanto concerne le quattro economie principali dell'Europa centrale e orientale, negli ultimi trimestri 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. Gli indicatori del clima di fiducia segnalano un ulteriore indebolimento graduale della crescita economica in Ungheria e Romania nei prossimi mesi. Gli andamenti dell'inflazione sono rimasti significativamente diversi nei quattro paesi. In ottobre l'inflazione misurata sullo IAPC è salita al 4,0 per cento nella Repubblica Ceca (riflettendo effetti base), al 3,1 per cento in Polonia (principalmente a causa del rincaro dei beni energetici) e al 6,9 per cento in Ungheria e Romania (per l'aumento dei prezzi dei beni alimentari ed energetici). In Ungheria l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta elevata nell'anno trascorso, per l'aumento delle imposte indirette e dei prezzi amministrati connesso al pacchetto di risanamento dei conti pubblici. Per i mesi a venire si profilano rischi di aumento riconducibili ai prezzi dei prodotti alimentari ed energetici in tutti e quattro i paesi.

In gran parte delle economie più piccole dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata vigorosa negli ultimi trimestri. Il contributo principale a tale andamento va ricercato nella robusta domanda interna, sorretta dalla rapida espansione del credito, dell'occupazione e dei salari. Gli indicatori del clima di fiducia segnalano una lieve decelerazione dell'economia nei prossimi mesi. L'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata rapidamente negli ultimi mesi e resta elevata nella maggior parte delle economie in più rapida crescita, quali la Bulgaria e i paesi baltici. Le prospettive a breve termine per l'inflazione sono contraddistinte da un elevato grado di incertezza riconducibile alla volatilità dei prezzi dei beni alimentari ed energetici, mentre le pressioni sui salari restano elevate in molti paesi e in particolare in quelli a più rapida crescita.

In Russia la crescita del PIL è rimasta vigorosa nel secondo trimestre, al 7,8 per cento sul periodo corrispondente. Dagli indicatori anticipatori dell'attività si evince che la ripresa, trainata principalmente dalla domanda interna, è proseguita nel terzo trimestre. L'inflazione sui dodici mesi ha continuato ad aumentare e in ottobre è salita al 10,8 per cento, dal 9,4 di settembre.

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

Nei paesi emergenti dell'Asia, e in particolare nelle maggiori economie della regione, la crescita è rimasta vivace. Le pressioni inflazionistiche si sono ulteriormente intensificate in Cina, mentre sono rimaste su livelli moderati nelle altre economie principali.

In Cina l'attività economica si è mantenuta robusta e nel terzo trimestre il tasso di incremento del PIL in termini reali è stato pari all'11,5 per cento sul periodo corrispondente, lievemente inferiore rispetto all'11,9 del secondo trimestre ma in linea con la media della prima metà dell'anno. La crescita è stata trainata dal vigore degli investimenti interni e delle esportazioni nette. Nonostante il lieve rallentamento delle esportazioni tra luglio e ottobre, l'avanzo commerciale ha continuato

ad ampliarsi e nei primi dieci mesi del 2007 è salito a un livello cumulato di 213 miliardi di dollari, superiore del 20 per cento all'avanzo dell'intero anno precedente. Anche le riserve valutarie hanno continuato ad aumentare, raggiungendo 1.433 miliardi di dollari a fine settembre. Dopo essere lievemente calata in settembre, a ottobre l'inflazione si è riportata sui livelli di agosto (6,5 per cento) soprattutto a causa del rincaro dei beni alimentari. Il 26 novembre la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha innalzato l'obbligo di riserva delle banche di 50 punti base al 13,5 per cento, il nono intervento nell'anno in corso.

Nella Corea del Sud la crescita del PIL in termini reali nel terzo trimestre è stata pari al 5,2 per cento sul periodo corrispondente, contro il 5,0 del secondo. A novembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 3,5 per cento, dal 3,0 del mese precedente, principalmente a causa del forte rincaro dei beni alimentari e delle materie prime. In India l'attività economica è rimasta vigorosa e nel terzo trimestre il prodotto è cresciuto in media dell'8,9 per cento, un tasso lievemente inferiore al 9,3 per cento del trimestre precedente. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso, utilizzata come misura principale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India, è stata pari al 3,1 per cento in novembre.

Le prospettive economiche dei paesi asiatici emergenti restano nell'insieme favorevoli, sorrette dalla crescita costante della domanda interna e dalla robusta dinamica delle esportazioni.

## AMERICA LATINA

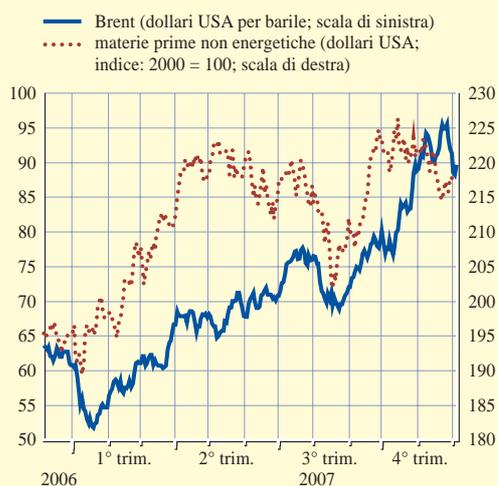
In America latina l'attività economica è rimasta vigorosa, trainata dalla domanda interna. In Messico la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente si è intensificata nel terzo trimestre, salendo al 3,7 per cento dal 2,8 del trimestre precedente. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è stata mediamente pari al 4 per cento nel terzo trimestre, sostanzialmente invariata rispetto ai due trimestri precedenti. Il 26 ottobre la banca centrale ha innalzato il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base, al 7,5 per cento. In Brasile la produzione industriale si è ulteriormente rafforzata e nel terzo trimestre è cresciuta del 6,3 per cento sul periodo corrispondente, contro una media del 4,8 per cento nella prima metà dell'anno. In ottobre l'inflazione al consumo sui dodici mesi è lievemente aumentata, al 4,1 per cento. In Argentina il prodotto ha continuato a espandersi rapidamente e nel terzo trimestre la produzione industriale è aumentata del 6,9 per cento sul periodo corrispondente. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha continuato a rallentare, pur mantenendosi su livelli elevati, e nel terzo trimestre è scesa a una media dell'8,6 per cento, dal 9,2 per cento in media nei sei mesi precedenti.

Nonostante le incertezze circa gli effetti di propagazione della recente turbolenza finanziaria, le prospettive per l'America latina rimangono nell'insieme favorevoli e la domanda interna dovrebbe restare il motore principale della crescita.

## 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi hanno registrato forti aumenti per gran parte del mese di novembre, con il greggio delle qualità Brent e West Texas Intermediate statunitense che ha raggiunto nuovi massimi storici, ben al di sopra dei 90 dollari al barile, per poi subire un calo sensibile tra l'ultima parte del mese e l'inizio di dicembre. Il 5 dicembre il Brent era quotato a 89,7 dollari al barile, un livello superiore di circa il 48 per cento rispetto agli inizi dell'anno. L'impennata delle quotazioni va ricondotta principalmente alle condizioni ancora più tese dei fondamentali di mercato e al persistere delle tensioni geopolitiche. In particolare, una riduzione anomala delle scorte nel terzo

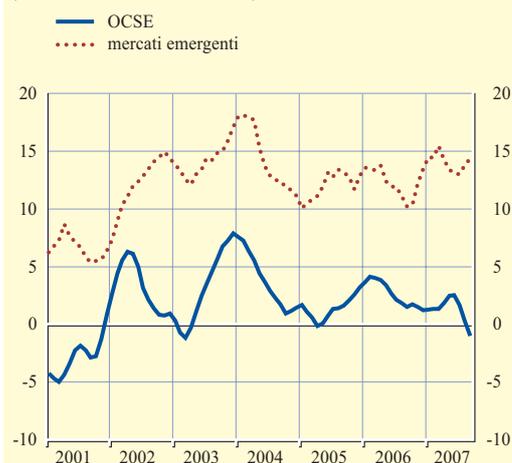
**Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime**



Fonti: Bloomberg e HWWI.

**Figura 4 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE**

(tasso di variazione sui sei mesi)



Fonte: OCSE.

Nota: l'indicatore relativo ai mercati emergenti è la media ponderata dell'indicatore anticipatore composito relativo al Brasile, alla Cina e alla Russia.

trimestre rispetto al normale andamento stagionale ha destato timori di una possibile scarsità di offerta all'approssimarsi dell'inverno nell'emisfero settentrionale. La valutazione di novembre dell'Agenzia internazionale per l'energia segnala che in ottobre e agli inizi di novembre le scorte dei paesi OCSE hanno continuato a diminuire in presenza di una domanda sostenuta e di rigidità dal lato dell'offerta. I rincari sono stati tuttavia limitati dalla possibilità di una decelerazione della domanda, di riflesso al livello elevato dei corsi petroliferi e al potenziale rallentamento statunitense. L'Agenzia ritiene che il rincaro dei beni energetici stia già producendo effetti sulla domanda di petrolio, in particolare nei paesi dell'OCSE. Di conseguenza, le previsioni di crescita della domanda mondiale di tale materia prima nel 2008 è stata rivista al ribasso al 2,3 per cento (che resta tuttavia superiore all'1,2 per cento previsto per il 2007). Nel contempo, nella riunione del 5 dicembre i ministri dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) hanno deciso di non aumentare i livelli di produzione nonostante i crescenti appelli in questo senso.

In prospettiva, è probabile che il margine ancora limitato di capacità inutilizzata (in presenza di una domanda robusta nonché del persistere di rischi geopolitici e dal lato dell'offerta) mantenga elevati i corsi del petrolio in assenza di variazioni delle politiche dell'OPEC. In base ai contratti *future*, gli operatori si attendono che i corsi restino alti e che scendano lievemente verso la quota di 88 dollari entro la fine del 2008.

Dopo il forte aumento di settembre, in ottobre e novembre i prezzi delle materie prime non energetiche sono rimasti piuttosto volatili. A novembre l'indice aggregato dei prezzi in dollari delle materie prime non energetiche era mediamente superiore di circa il 14 per cento al livello di un anno prima, poiché il rincaro delle derrate agricole ha più che compensato il ribasso dei metalli. In particolare, i prezzi dei beni alimentari hanno continuato ad aumentare seppur a ritmi lievemente inferiori rispetto a quelli molto elevati di fine settembre. Le quotazioni dei semi oleosi e degli oli sono salite ulteriormente in novembre, poiché la forte domanda di biocarburanti e la minore produzione di soia e altri semi oleosi ha determinato condizioni particolarmente tese su questi mercati.

### I.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

La tenuta della crescita mondiale, nonostante una lieve moderazione, prefigura una sostenuta domanda estera di beni e servizi per l'area dell'euro nel medio periodo. In settembre l'indicatore anticipatore composito per le principali economie non appartenenti all'OCSE segnalava una stabile prosecuzione della crescita di Cina, India e Brasile e un lieve miglioramento delle prospettive per la Russia. Per i paesi dell'OCSE l'indicatore continuava invece a suggerire un peggioramento delle prospettive in gran parte delle economie principali (cfr. figura 4).

Per le prospettive di crescita prevalgono nel complesso rischi di indebolimento che riflettono la possibilità di più estese ricadute della rivalutazione dei rischi in corso nei mercati finanziari sulle condizioni di finanziamento, sul clima di fiducia e sulla crescita mondiale e dell'area dell'euro, ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime, incluse quelle agricole, nonché i timori di spinte protezionistiche e di un eventuale andamento disordinato connesso agli squilibri nei conti con l'estero.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

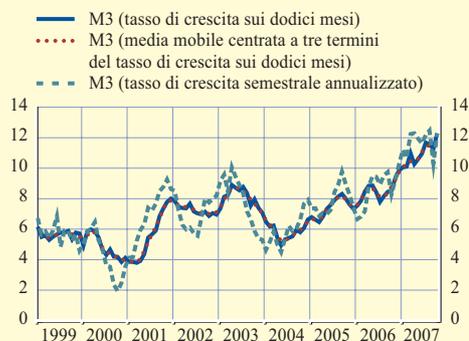
Fra agosto e ottobre l'espansione monetaria di fondo nell'area dell'euro è rimasta vigorosa, come mostra il protrarsi della crescita sostenuta di M3 e del credito. Le turbolenze che hanno colpito i mercati finanziari sembrano finora aver avuto un impatto contenuto sugli andamenti degli aggregati monetari ampi e degli aggregati creditizi, per quanto alcune voci specifiche dei bilanci delle IFM ne possano aver risentito. In particolare, gli ultimi dati indicano che non vi sono state ripercussioni sostanziali sull'offerta di prestiti bancari e non forniscono alcuna evidenza, quantomeno per ora, che i dati aggregati abbiano tratto sostegno da una significativa re-intermediazione di prestiti o prodotti creditizi precedentemente cartolarizzati. Di conseguenza, il protratto vigore dell'espansione creditizia, che continua a fornire un importante contributo alla robustezza delle dinamiche monetarie, rifletterebbe la normale attività di indebitamento piuttosto che situazioni di tensione. Sebbene l'effetto di stimolo impartito dal profilo relativamente piatto della curva dei rendimenti faccia ritenere che la crescita sul periodo corrispondente di M3 possa attualmente sovrastimare il ritmo effettivo delle dinamiche monetarie sottostanti, l'espansione monetaria e creditizia complessiva resta vigorosa. In un contesto di liquidità monetaria già abbondante, ciò segnala la presenza di rischi verso l'alto per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Dopo essersi collocato al 10,2 e al 10,6 per cento, rispettivamente nel primo e secondo trimestre dell'anno, nel terzo trimestre il tasso di incremento di M3 sul periodo corrispondente è salito ulteriormente, all'11,5 per cento, il livello più alto dall'avvio della Terza Fase dell'Unione economica e monetaria<sup>1)</sup>. Il tasso di variazione sui dodici mesi era leggermente calato in agosto e settembre, prima di tornare ad aumentare e raggiungere il 12,3 per cento in ottobre (cfr. figura 5). Il tasso corretto per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio ha seguito un andamento simile a quello della serie ufficiale di M3 (cfr. figura 6).

Figura 5 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

Figura 6 M3 e M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio

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



Fonte: BCE.

1) Le stime dell'impatto delle riallocazioni di portafoglio su M3 sono costruite sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

1) In base a stime sintetiche di M3 per gli anni anteriori al 1999, si è trattato altresì del valore più elevato dai primi anni ottanta.

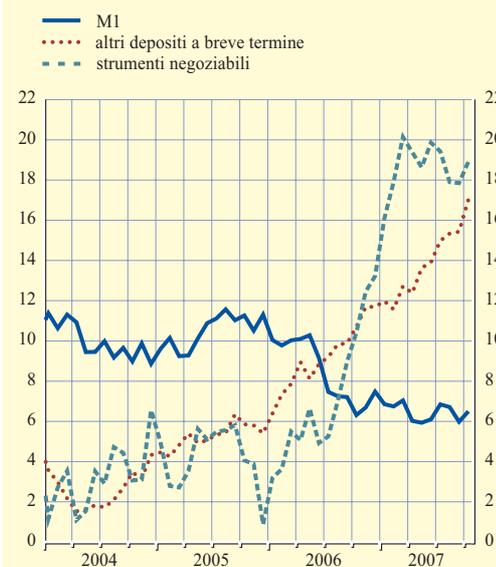
Un'analisi monetaria di ampio respiro indica che la forte crescita di M3 osservata di recente sovrastima in certa misura il ritmo dell'espansione monetaria di fondo. Ad esempio, la recente progressione di M3 si è in parte associata a un appiattimento e, talvolta, persino a un'inversione della curva dei rendimenti. In simili condizioni, i depositi a breve termine presso le IFM offrono una remunerazione interessante relativamente ai depositi o ai titoli con scadenza più lunga. Ciò ha indotto riallocazioni di portafoglio a favore dei depositi a più breve termine e dei titoli negoziabili compresi in M3, che offrono maggiore liquidità e minor rischio a un costo contenuto in termini di rendimento. Di conseguenza, l'attuale vigore della crescita di M3 è in qualche misura determinato dalla domanda speculativa di attività monetarie. Tale interpretazione trova riscontro nella tendenza al ribasso seguita dal tasso di crescita sui dodici mesi di M1 a partire dall'ultima parte del 2005, che è sintomatica di una lieve moderazione dell'espansione monetaria di fondo, in linea con la rimozione dell'orientamento accomodante di politica monetaria tramite l'aumento dei tassi di riferimento da parte della BCE (cfr. figura 7). Tuttavia, pur tenendo conto di tali effetti, le dinamiche complessive di M3 nel terzo trimestre restano vigorose.

Anche nel terzo trimestre la forte espansione monetaria è stata alimentata dalla rapida crescita del credito al settore privato. Per il settimo trimestre consecutivo i prestiti erogati dalle IFM al settore privato hanno evidenziato un tasso di crescita a due cifre sul periodo corrispondente. I consistenti flussi di prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie e alle famiglie negli ultimi quattro mesi contrastano con l'opinione secondo cui i recenti disordini sui mercati finanziari avrebbero causato gravi perturbazioni all'offerta di credito delle IFM. Più in generale, dall'esame di vari indicatori ampi della moneta e del credito, sono emersi finora scarsi indizi di ripercussioni significative delle turbolenze finanziarie sull'espansione monetaria complessiva<sup>2)</sup>. Coerentemente con la natura e le origini della turbolenza, all'interno dei bilanci delle IFM si sono evidenziati alcuni effetti per quanto riguarda particolari poste collegate al mercato monetario e a quello dei titoli garantiti da attività, ossia, più specificamente, per le consistenze di quote/partecipazioni in fondi del mercato monetario e per gli andamenti dei titoli di debito a breve termine delle IFM e, in qualche misura, dei prestiti e depositi di altri intermediari finanziari non monetari (AIF).

La recente turbolenza finanziaria ha messo in luce il ruolo chiave che le IFM rivestono in qualità di fornitori di liquidità per l'economia e il sistema finanziario, anche in un modello dell'attività bancaria di "creazione e distribuzione", in cui le IFM erogano prestiti e li cedono successivamente agli investitori. Il settore delle IFM ha pertanto un ruolo centrale da svolgere riguardo alla trasmissione

**Figura 7 Principali componenti di M3**

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



Fonte: BCE.

2) Cfr. anche il riquadro 2 intitolato *L'impatto delle turbolenze nei mercati finanziari sull'andamento della moneta e del credito* nel numero di novembre 2007 di questo Bollettino.

delle tensioni finanziarie all'insieme del settore finanziario e, in definitiva, all'economia reale. L'analisi dei dati monetari ricavati dai bilanci delle IFM ha fornito informazioni importanti riguardo all'impatto delle turbolenze sulle dinamiche monetarie e, più in generale, sulla reazione del settore privato di fronte all'accresciuta incertezza derivante dalla volatilità dei mercati finanziari.

Nell'insieme, tenuto conto dell'impatto (limitato) della turbolenza sulle dinamiche monetarie e nonostante l'effetto di stimolo impartito alla crescita di M3 da una curva dei rendimenti piatta, un'analisi ad ampio spettro dei dati di bilancio delle IFM indica che l'espansione monetaria di fondo è rimasta vigorosa.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Nel terzo trimestre il tasso di variazione di M1 sul periodo corrispondente è leggermente aumentato al 6,5 per cento (dal 6,2 del trimestre precedente), sebbene sia rimasto ben al di sotto dei valori osservati nel 2003 e 2004 (cfr. tavola 1)<sup>3)</sup>. In ottobre la crescita di M1 è rimasta invariata rispetto al terzo trimestre. Attualmente l'andamento di M1 è influenzato da due forze opposte: da un lato, l'effetto frenante generato dall'aumento del costo opportunità di detenere M1, collegato agli incrementi dei tassi di interesse di riferimento della BCE a partire dal 2005; dall'altro, l'effetto di stimolo derivante dall'incremento della domanda di M1 sia a fini di transazione, in un contesto di protratto vigore dell'attività economica, sia a fini precauzionali, in ragione delle recenti turbolenze nei mercati finanziari.

Tali dinamiche trovano altresì riscontro nel tasso di espansione sul periodo corrispondente dei depositi *overnight*, la principale componente di M1, salito al 6,2 per cento, dal 6,1 e 5,5 per cento registrati rispettivamente nel terzo e secondo trimestre. Al contempo, il tasso di variazione di banconote e monete in circolazione è ulteriormente calato, collocandosi all'8,1 per cento, a fronte

**Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 set.	2007 ott.
<b>M1</b>	<b>45,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>
Banconote e monete in circolazione	7,2	11,1	10,5	10,0	8,8	8,2	8,1
Depositi <i>overnight</i>	37,8	6,0	6,3	5,5	6,1	5,6	6,2
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	40,1	11,1	11,9	13,1	15,0	15,4	17,0
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	22,1	25,2	29,5	33,2	37,6	38,2	41,8
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	18,0	1,1	-0,8	-2,1	-3,2	-3,6	-4,2
<b>M2</b>	<b>85,1</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>10,2</b>	<b>11,2</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,9	11,3	16,9	19,3	18,7	17,9	18,9
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>9,0</b>	<b>10,2</b>	<b>10,6</b>	<b>11,5</b>	<b>11,3</b>	<b>12,3</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>8,8</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,2</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		-3,1	-4,5	-4,3	-3,9	-4,3	-4,1
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,4	-1,3	-1,2	-0,9	-1,5	-2,2
Credito al settore privato		11,9	11,1	11,0	11,7	11,6	12,2
Prestiti al settore privato		11,2	10,6	10,5	11,0	11,0	11,2
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>9,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>9,7</b>	<b>9,0</b>

Fonte: BCE.

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

3) I tassi di crescita medi sul periodo corrispondente sono calcolati in base al livello medio del trimestre.

dell'8,8 e del 10,0 per cento del terzo e secondo trimestre, a indicare che l'impatto dell'introduzione del contante in euro sulla crescita della domanda di circolante si sta probabilmente esaurendo.

La crescita dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* ha continuato a rafforzarsi, raggiungendo il 17,0 per cento in ottobre, dopo il 15,0 del terzo trimestre e il 13,1 per cento del secondo (cfr. figura 7). L'andamento rispecchia il protrarsi dei forti incrementi dei depositi a termine a breve scadenza (ossia con durata prestabilita fino a due anni), cresciuti a un tasso del 37,6 per cento nel terzo trimestre. Per contro, i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi hanno continuato a calare, segnando una contrazione del 3,2 per cento nel terzo trimestre. Poiché la remunerazione dei depositi a termine a breve scadenza ha ricalcato a grandi linee l'aumento dei tassi a breve termine del mercato monetario, il differenziale di remunerazione rispetto ai depositi a risparmio a breve termine e ai depositi *overnight* (la cui remunerazione è cresciuta più lentamente) si è progressivamente ampliato. Ciò ha indotto un trasferimento verso i depositi a termine, a scapito di M1 e dei depositi a risparmio. Inoltre, in presenza di una curva dei rendimenti piatta, i depositi a termine a breve scadenza risultano attraenti rispetto ad attività a più lunga scadenza e più rischiose non comprese in M3, poiché offrono maggiore liquidità e rischi inferiori a un costo contenuto in termini di rendimento, favorendo in tal modo il disinvestimento anche da attività a più lunga scadenza.

Il profilo relativamente piatto della curva dei rendimenti nell'area dell'euro ha inoltre avuto effetti positivi sul tasso di crescita sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili, che si situava al 18,8 per cento nel terzo trimestre e al 18,9 per cento in ottobre. Al tempo stesso, tale tasso risultava essersi ridotto rispetto al trimestre precedente, a causa delle vendite nette di quote/partecipazioni in fondi del mercato monetario effettuate fra luglio e ottobre dal settore detentore di moneta. Sullo sfondo delle turbolenze nei mercati finanziari, in agosto e settembre i deflussi netti dai fondi del mercato monetario sono stati particolarmente ingenti (totalizzando 26 miliardi di euro). Nel periodo precedente tali turbolenze, alcuni di questi fondi avevano assunto esposizioni sul mercato della finanza strutturata al fine di accrescere i rendimenti e sopravanzare così l'andamento dei rispettivi *benchmark* del mercato monetario. La riconsiderazione dei rischi in questo mercato e i timori espressi a viva voce riguardo alla qualità degli attivi di un numero ristretto di fondi sembrerebbero aver instillato un sentimento generalizzato di apprensione su tali strumenti. Il disinvestimento da queste attività ha avuto come contropartita un forte afflusso di fondi verso i titoli di debito a breve termine delle IFM. Negli ultimi quattro mesi gli acquisti da parte del settore detentore di moneta di titoli di questo tipo hanno raggiunto il livello più elevato dall'avvio della Terza fase dell'UEM (con acquisti per un totale di 57 miliardi di euro), configurandosi così come una fonte di finanziamento per il settore delle IFM. Al tempo stesso in alcuni casi i deflussi netti dalle quote/partecipazioni di fondi del mercato monetario osservati in agosto e settembre sono stati invertiti in ottobre, forse per il venir meno delle reazioni di contagio osservate nelle primissime fasi della turbolenza.

La più vasta aggregazione di componenti di M3 per cui sono disponibili dati per settore detentore è data dai depositi a breve termine e dai contratti pronti contro termine (di seguito, "depositi di M3"). Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi di M3 delle famiglie, che rappresentano il settore che fornisce il maggiore contributo alla crescita totale di tali depositi, ha toccato il 7,3 per cento nel terzo trimestre, in rialzo dal 6,7 per cento del trimestre precedente. L'andamento ascendente osservato per questo tasso da metà 2004 è pertanto proseguito, alimentato dalla crescita del reddito e della ricchezza e dalla crescente remunerazione offerta dai depositi di M3. Ciò è confermato da stime più ampie delle disponibilità settoriali di M3 (cfr. il riquadro 1 dal titolo "Nuove stime delle disponibilità settoriali di M3 nell'area dell'euro").

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie si è leggermente mosso verso l'alto nel terzo trimestre, passando al 13,4 per cento, dal 13,1 del trimestre precedente. Quello dei depositi di M3 detenuti dalle istituzioni finanziarie non monetarie si è invece collocato al 20,0 per cento, a fronte del 15,7 del secondo trimestre. Tale incremento è parzialmente ascrivibile all'esigenza di alcuni fondi di investimento di mantenere riserve di liquidità più consistenti.

#### Riquadro 1

### NUOVE STIME DELLE DISPONIBILITÀ SETTORIALI DI M3 NELL'AREA DELL'EURO

Una sfida cruciale per l'analisi monetaria è l'estrazione da indicatori monetari osservati direttamente, come l'aggregato monetario ampio M3, di una stima del tasso di espansione monetaria di fondo, che fornisce segnali, rilevanti per la politica monetaria, sui rischi per la stabilità dei prezzi. Nella pratica, l'estrazione di queste informazioni richiede un'attenta analisi dell'andamento di M3, specie per quanto concerne componenti, contropartite e consistenze detenute per settore. Il settore detentore di moneta è costituito da vari sottosectori, ovvero: famiglie (comprese le organizzazioni senza fini di lucro); società non finanziarie; istituzioni finanziarie diverse dalle istituzioni finanziarie monetarie (comprese le società di assicurazione e i fondi pensione, nonché gli altri intermediari finanziari non monetari); infine, amministrazioni pubbliche statali e locali ed enti di previdenza e assistenza sociale.

Il presente riquadro illustra le nuove stime pubblicate di recente dalla BCE sulle consistenze di M3 detenute per comparto del settore privato<sup>1)</sup>. Queste nuove stime sono disponibili su base trimestrale dal primo trimestre del 1999 e su base mensile dal gennaio 2003. La loro costruzione si basa sia su una serie di dati nazionali più completa rispetto a quella fornita in passato sia su una metodologia di compilazione più esaustiva. Queste stime sostituiscono quelle della generazione precedente presentate nell'articolo *La domanda settoriale di moneta: determinanti e andamenti recenti* nel numero di agosto 2006 di questo Bollettino.

#### Costruzione delle stime relative alle disponibilità settoriali di M3

La costruzione delle serie di M3 per settore si basa principalmente sulle consistenze settoriali di depositi a breve termine (fra cui i contratti pronti contro termine) disponibili nelle statistiche sui bilanci delle IFM, che nel secondo trimestre del 2007 hanno rappresentato circa l'80 per cento dell'aggregato M3 complessivo. Ai sensi del Regolamento BCE/2001/13 relativo alle statistiche sui bilanci delle IFM, dal gennaio 2003 il settore emittente moneta registra per questi strumenti una dettagliata scomposizione per settore su base mensile. Per il periodo 1999-2002 le serie trimestrali sui depositi detenuti per settore sono state stimate e già messe a disposizione del pubblico<sup>2)</sup>.

Per passare dai depositi a breve termine detenuti per comparto alle disponibilità settoriali di M3 occorre ripartire fra i singoli settori detentori di moneta le banconote e monete in circolazione, le

1) Le nuove stime possono essere scaricate dal sito Internet della BCE all'indirizzo <http://sdw.ecb.europa.eu>. Esse possono altresì essere reperite all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/sectorialm>, dove sono riportate anche informazioni aggiuntive sulla metodologia di stima adottata.

2) Le stime, disponibili su base trimestrale a partire dal primo trimestre del 1991, possono essere scaricate dal sito Internet della BCE all'indirizzo <http://sdw.ecb.europa.eu>. Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 1 *Nuove serie storiche sui depositi settoriali di M3 per l'area dell'euro* nel numero di agosto 2006 di questo Bollettino.

quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito emessi da IFM con scadenza originaria fino a due anni. Per questi strumenti, le informazioni statistiche non possono essere raccolte direttamente dai soggetti deputati alla segnalazione, in quanto solitamente le IFM non sono in grado di fornire informazioni sui proprietari dei titoli negoziabili da loro emessi. Analogamente, non è facile individuare i detentori delle banconote e monete in circolazione. La ripartizione di questi strumenti di M3 fra i vari settori detentori di moneta si basa quindi su stime<sup>3)</sup>. Laddove opportuno, sono state utilizzate anche informazioni generate presso le banche centrali nazionali nel contesto della compilazione dei conti finanziari settoriali.

D'ora innanzi, saranno pubblicate stime sulle disponibilità settoriali di M3 suddivise fra famiglie, società non finanziarie e intermediari finanziari non monetari (ulteriormente scomposti in società di assicurazione e fondi pensione da un lato, e altri intermediari dall'altro) in termini sia di consistenze in essere (*stock*) sia di transazioni (flussi).

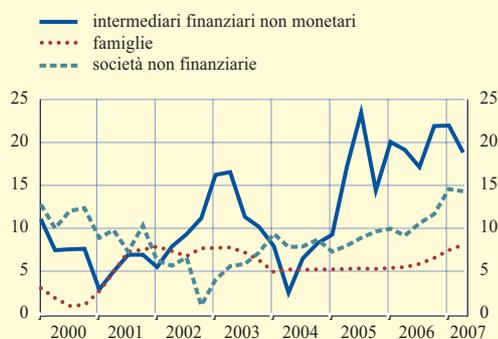
### Fatti stilizzati sugli andamenti delle disponibilità settoriali di M3

L'analisi delle serie per settore può fornire un'utile prospettiva aggiuntiva sulla valutazione degli andamenti monetari aggregati. La figura A mostra i tassi di crescita sul periodo corrispondente delle consistenze di M3 detenute, in base alle nuove stime, dalle famiglie, dalle società non finanziarie e dagli intermediari finanziari non monetari. La dinamica dei rispettivi settori presenta differenze significative nel periodo 1999-2007. Le nuove stime dimostrano che le famiglie costituiscono il più importante settore detentore di moneta, rappresentando circa i due terzi delle consistenze totali di M3 nel secondo trimestre del 2007.

La figura B mostra il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle disponibilità di M3 delle famiglie in base alle stime riviste e, mettendolo a confronto con la serie pubblicata nel numero di agosto 2006 di questo Bollettino, suggerisce che le due serie hanno un profilo molto simile nel

**Figura A Stime delle disponibilità settoriali di M3**

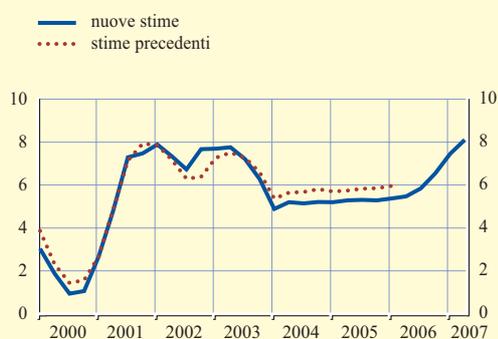
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: stime della BCE.

**Figura B Disponibilità monetarie incluse in M3 detenute dalle famiglie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: stime della BCE.  
Nota: il termine "stime precedenti" si riferisce alle stime presentate nel numero di agosto 2006 di questo Bollettino.

3) Le stime comprendono i dati statistici riportati alla BCE ai sensi dell'Indirizzo BCE/2007/9, che concerne gli obblighi di segnalazione statistica in ambito monetario e bancario (compresi i dati relativi agli altri intermediari finanziari), e dell'Indirizzo BCE/2005/13 sulle statistiche relative ai conti finanziari nell'Unione monetaria.

tempo. Il tasso di incremento dei saldi di M3 delle famiglie è aumentato vigorosamente nel 2001 ed è rimasto su livelli molto elevati fino a metà 2003, sulla scorta delle riallocazioni di portafoglio a favore di M3 riconducibili a un contesto di accresciuta incertezza finanziaria, economica e geopolitica in cui le famiglie hanno reindirizzato i propri investimenti dal capitale di rischio verso le attività monetarie<sup>4)</sup>. Il tasso di crescita dei saldi di M3 delle famiglie ha esibito dagli inizi del 2004 un graduale andamento crescente, che si è poi rafforzato in misura significativa fra la seconda metà del 2005 e la metà del 2007.

La tavola a lato confronta i tassi di crescita sul periodo corrispondente per i tre principali settori detentori di moneta in relazione al livello medio di incremento e alla variabilità delle rispettive dinamiche per il periodo compreso dal 1999 al secondo trimestre del 2007. In tale campione si possono osservare diversi fatti stilizzati. Innanzitutto, la M3 detenuta dagli intermediari finanziari non monetari è quella con il tasso medio di crescita più elevato, seguita da quella detenuta dalle società non finanziarie, mentre le disponibilità delle famiglie sono aumentate a un ritmo più moderato. Secondariamente, analizzando le diverse misure della variabilità della crescita della moneta per settore (quali l'intervallo fra il valore minimo e massimo o la deviazione standard), gli intermediari finanziari non monetari hanno registrato la variabilità di maggior rilievo in termini di dinamica monetaria, mentre le società non finanziarie e le famiglie mostrano un profilo di crescita notevolmente più stabile, in linea con la tesi secondo cui la domanda di moneta di questi due settori è meno sensibile agli andamenti di breve periodo<sup>5)</sup>. Questi fatti stilizzati sono in linea con i risultati basati sulle serie del 2006.

Nel complesso, le nuove stime confermano che sussistono differenze significative fra le consistenze di M3 detenute da famiglie, società non finanziarie e intermediari finanziari non monetari. La disamina degli andamenti settoriali può fornire una prospettiva aggiuntiva utile per quanto riguarda l'analisi e la valutazione dell'evoluzione monetaria aggregata. Nel contempo, occorre tenere presente che i dati settoriali di M3 sono stime e, pertanto, possono risultare meno accurati rispetto ai depositi a breve termine per settore effettivamente segnalati.

4) Cfr. l'articolo *Domanda di moneta e incertezza* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino.

5) Anche il coefficiente di variazione (calcolato dividendo la deviazione standard del tasso di crescita per il tasso medio di incremento) conferma che la variabilità della moneta detenuta dagli intermediari finanziari non monetari è maggiore rispetto a quella detenuta da società non finanziarie e famiglie.

#### Crescita delle disponibilità settoriali di M3 fra il 1999 e il secondo trimestre del 2007

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	Intermediari finanziari non monetari	Società non finanziarie	Famiglie
Media	11,6	9,1	5,7
Minima	2,5	1,0	0,9
Massima	23,5	14,6	8,1
Deviazione standard	6,1	3,0	2,0

Fonte: elaborazioni della BCE.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, l'elevato tasso di espansione monetaria continua ad accompagnarsi a una forte crescita del credito erogato dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro. Rispetto al periodo corrispondente, il credito delle IFM ai residenti nell'area è aumentato dell'8,7 per cento nel terzo trimestre, in rialzo dall'8,1 e dall'8,0 per cento registrati rispettivamente nel secondo e primo trimestre (cfr. tavola 1). All'interno del credito totale, nel terzo trimestre le IFM hanno continuato, su base netta, a cedere titoli di Stato, in linea con quanto generalmente osservato da marzo 2006. Di fronte alla turbolenza del mercato finanziario, è probabile che le IFM abbiano inizialmente venduto i titoli al fine di generare liquidità e coprire il proprio fabbisogno di finanziamento. In ottobre, tuttavia, le IFM hanno effettuato su base netta acquisti di titoli di Stato, cosicché il tasso di variazione delle

loro disponibilità in titoli di questo tipo è passato al -5,1 per cento, dopo il -5,6 del terzo trimestre. Tali andamenti riflettono forse un leggero allentamento delle condizioni di liquidità in ottobre, rispetto ai due mesi precedenti.

Il credito delle IFM al settore privato ha continuato a espandersi vigorosamente, segnando un tasso di crescita del 12,2 per cento in ottobre, contro l'11,7 e l'11,0 per cento, rispettivamente nel terzo e secondo trimestre. L'incremento di ottobre si deve soprattutto agli ingenti acquisti di titoli del settore privato, principalmente di società finanziarie non monetarie. Tali acquisti, tuttavia, sono scaturiti in larga misura da transazioni finanziarie connesse con l'acquisizione di un grande intermediario finanziario nell'area dell'euro. Ciò significa che l'aumento dei titoli del settore privato detenuti dalle IFM non era direttamente collegato alle turbolenze nei mercati finanziari, come ci si sarebbe potuto attendere se si fosse verificato un forte incremento dell'attività di re-intermediazione.

La crescita dei prestiti delle IFM al settore privato è aumentata all'11,2 per cento in ottobre, in rialzo dall'11,0 e dal 10,5 per cento registrati rispettivamente nel terzo e secondo trimestre. Il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie ha toccato il 6,8 per cento in ottobre, dopo essersi collocato al 7,0 per cento nel terzo trimestre e al 7,5 per cento nel secondo. Non vi sono elementi per ritenere che, finora, le turbolenze nel mercato finanziario abbiano ridotto i prestiti alle famiglie, la cui moderazione era già iniziata nel secondo trimestre 2006. Tale moderazione è da ricondurre principalmente al calo del tasso di crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, coerentemente con la minore crescita dei prezzi delle case e dell'attività nel mercato immobiliare in varie economie dell'area dell'euro e con il graduale incremento dei tassi ipotecari nell'area negli ultimi trimestri. Il tasso di crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è risultato pari al 7,9 per cento in ottobre, dopo essersi situato all'8,1 per cento nel terzo trimestre. Quello del credito al consumo è invece rimasto sostanzialmente stabile al 5,5 per cento, rispetto al 5,7 per cento del terzo trimestre. Negli ultimi trimestri l'espansione del credito al consumo è diminuita, in linea con la moderazione del clima di fiducia fra i consumatori (cfr. anche la sezione 2.7 sui flussi finanziari e la posizione finanziaria delle famiglie).

La crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie ha raggiunto il 13,9 per cento in ottobre, dopo essersi collocata al 13,8 e al 12,7 per cento, rispettivamente nel terzo e nel secondo trimestre. Degno di nota è il fatto che questa vigorosa espansione sia stata trainata da un'accelerazione dei prestiti a più lunga scadenza, mentre quelli con scadenze brevi hanno leggermente decelerato. Più specificamente, il tasso di variazione dei prestiti di durata superiore ai cinque anni è aumentato al 12,7 per cento in ottobre, dal 12,6 del terzo trimestre, mentre quello relativo ai prestiti con durata fino a un anno è calato nello stesso periodo dal 12,1 all'11,8 per cento. Diversi fattori potrebbero spiegare il vigore della crescita nei prestiti (cfr. sezione 2.6). La scomposizione per scadenze della crescita non sembra tuttavia confortare l'ipotesi di una re-intermediazione "forzata" del credito sui bilanci delle IFM o di un'estensione dei prestiti ponte erogati in connessione con l'attività di *leveraged buyout* e di fusione e acquisizione, prestiti che le IFM potrebbero voler detenere soltanto per un breve periodo. Nel complesso, vi sono scarse evidenze che il vigore dei prestiti alle società non finanziarie sia il risultato di tensioni nei mercati del credito. In prospettiva, nondimeno, è lecito attendersi un lieve calo della crescita del credito a queste società, considerati l'inasprimento delle condizioni creditizie collegato alle turbolenze nei mercati finanziari, la rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria a partire da fine 2005 e il calo del tasso di crescita dei prestiti alle famiglie, che i prestiti delle IFM alle società non finanziarie tendono a seguire con un ritardo di alcuni trimestri<sup>4)</sup>.

4) Cfr. il riquadro 6 dal titolo *Il profilo ciclico dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2007 di questo Bollettino.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti agli AIF è aumentato al 22,8 per cento in ottobre, dal 19,8 del terzo trimestre. L'aumento si deve, in ampia misura, ai prestiti collegati all'acquisizione di un intermediario finanziario, nonché, in parte, alla domanda di maggiori riserve di liquidità da parte dei fondi di investimento. Inoltre, vi sono alcune indicazioni del fatto che la domanda di prestiti da parte degli AIF rifletta in parte l'impiego di linee creditizie a favore di società veicolo e *structured investment vehicles* (SIV), in conseguenza delle difficoltà incontrate dagli AIF nel reperire fondi nel mercato monetario. Infine, tale domanda potrebbe ricollegarsi anche ai prestiti ponte a breve termine erogati dalle IFM per il finanziamento della perdurante crescita del mercato della cartolarizzazione nell'area dell'euro. Ciò risulterebbe in linea con la constatazione secondo cui, almeno fino a ottobre, non sembra essersi verificata alcuna crisi del mercato tradizionale delle cartolarizzazioni *pro soluto*. Una siffatta crisi avrebbe potuto provocare la re-intermediazione sui bilanci delle IMF di prestiti o prodotti creditizi precedentemente cartolarizzati, fenomeno che fino a ottobre non ha avuto portata significativa. Complessivamente, quindi, la crescita dei prestiti al settore privato sembra essere genuina e non presentare alcuna distorsione al rialzo dovuta ad attività di re-intermediazione collegate con le turbolenze nei mercati finanziari.

Fra le altre contropartite di M3, le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) detenute dal settore detentore di moneta hanno leggermente decelerato, registrando in ottobre un tasso di incremento sul periodo corrispondente del 9,0 per cento, contro il 10,3 per cento del terzo trimestre (cfr. figura 8). Tale moderazione riflette, in parte, l'aumento della quota relativa degli strumenti a più breve termine fra i titoli di debito delle IFM posseduti dal settore detentore di moneta. Per quanto riguarda le contropartite esterne, l'afflusso netto sui dodici mesi nelle attività nette sull'estero delle IFM è ulteriormente calato a 200 miliardi di euro in ottobre, rispetto ai 204 miliardi

**Figura 8 M3 e passività finanziarie a più lungo termine delle IFM**

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

- M3
- ..... passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve)

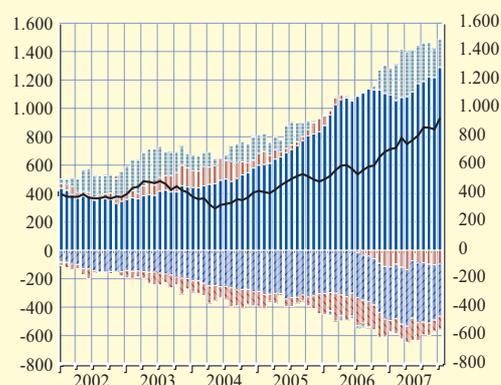


Fonte: BCE.

**Figura 9 Contropartite di M3**

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

- credito al settore privato (1)
- credito alle amministrazioni pubbliche (2)
- attività nette sull'estero (3)
- passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) (4)
- altre contropartite (inclusi capitale e riserve) (5)
- M3



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.

registrati nel mese precedente e al record di 340 miliardi di marzo. Ciò suggerisce che alcune favorevoli opportunità di investimento, scorte nell'area dell'euro a fine 2006 e inizio 2007 dagli operatori dei mercati finanziari, in un contesto di bassa volatilità e abbondante liquidità nel mercato finanziario, hanno cessato di essere profittevoli in presenza di una rivalutazione dei rischi. I consistenti afflussi finanziari registrati precedentemente nell'anno sono stati in parte invertiti, in particolare ad agosto e settembre. La presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti (per la quale sono disponibili dati fino a settembre) mostra che l'afflusso sui dodici mesi nelle attività nette sull'estero delle IFM riflette principalmente l'investimento in titoli di debito dell'area dell'euro da parte di non residenti.

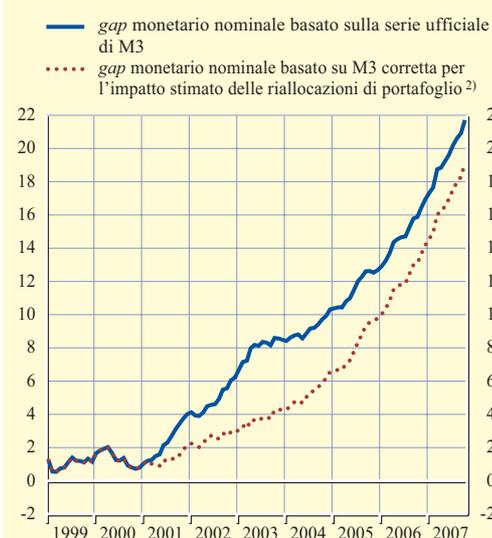
Nel complesso, i dati più recenti (fino a ottobre 2007) confermano che le dinamiche monetarie nell'area dell'euro si sono mantenute vigorose. Tenuto conto del profilo relativamente piatto della curva dei rendimenti e del probabile influsso delle turbolenze sui mercati finanziari, l'espansione di fondo della moneta e del credito è anch'essa rimasta robusta. L'analisi monetaria indica che le tensioni sui mercati finanziari non hanno prodotto finora effetti di rilievo sulla crescita dell'aggregato monetario ampio e degli aggregati creditizi nell'area dell'euro.

### VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO

Il rapido accumulo di liquidità monetaria nell'area dell'euro è proseguito nel terzo trimestre, come mostrano gli andamenti delle misure dei *gap* monetari nominale e reale (cfr. figure 10 e 11). Re-

**Figura 10** Stime del *gap* monetario nominale <sup>1)</sup>

(in percentuale rispetto allo stock di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)



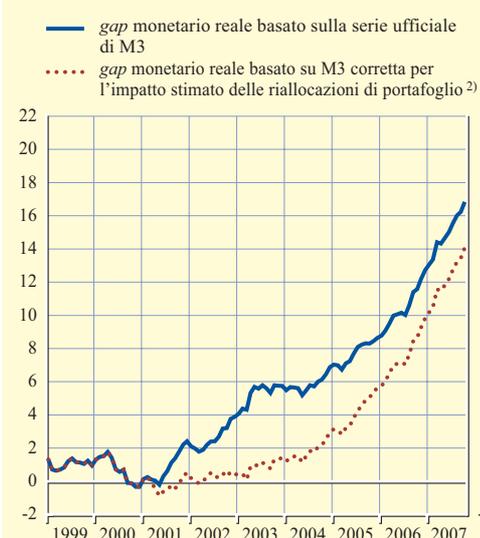
Fonte: BCE.

1) La misura del *gap* monetario nominale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre 1998 (utilizzato come periodo base).

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

**Figura 11** Stime del *gap* monetario reale <sup>1)</sup>

(in percentuale rispetto allo stock di M3 in termini reali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)



Fonte: BCE.

1) La misura del *gap* monetario reale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e il livello di M3 in termini reali che sarebbe risultato da una crescita nominale di M3 costante e pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da una inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (utilizzando dicembre 1998 come periodo base).

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

lativamente al primo, la perdurante forte crescita di M3 in termini nominali si è tradotta in nuovi aumenti della misura di *gap* monetario calcolata sia sulla serie ufficiale di M3 sia su quella corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio. Il *gap* monetario reale tiene conto dell'assorbimento di liquidità da parte dell'inflazione eccedente la definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Sebbene le misure di *gap* monetario reale siano entrambe inferiori alle corrispondenti misure di *gap* monetario nominale, negli ultimi trimestri i loro tassi di variazione sono stati analoghi.

Tali misure tecniche forniscono stime solo imperfette delle condizioni di liquidità e vanno pertanto interpretate con cautela. L'incertezza che le caratterizza è illustrata, in certa misura, dall'ampio intervallo di stime ricavate dalle quattro misure sopra presentate. Nondimeno, anche tenuto conto del profilo relativamente piatto della curva dei rendimenti e delle turbolenze nei mercati finanziari, il quadro complessivo delineato da tali misure, e in particolare quello ricavato da un'analisi monetaria di ampio respiro tesa a individuare la dinamica di fondo di M3, indica che le condizioni di liquidità monetaria nell'area dell'euro restano abbondanti. La crescita sostenuta della moneta e del credito in un contesto di liquidità già abbondante comporta rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo.

## 2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

*Nel secondo trimestre la crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali del settore non finanziario è leggermente aumentata, riflettendo soprattutto gli investimenti delle amministrazioni pubbliche, mentre il contributo di famiglie e società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato. Gli afflussi ai fondi di investimento sono lievemente cresciuti; il tasso di crescita degli investimenti finanziari da parte di società di assicurazione e fondi pensione è invece rimasto per lo più stabile.*

**Tavola 2 Investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro**

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2005		2005		2006		2006		2007	
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>
Circolante e depositi	22	5,7	5,9	5,5	6,4	6,4	6,4	7,0	6,9	7,3	7,7
Titoli di debito, esclusi i prodotti finanziari derivati	6	2,8	1,7	0,7	0,1	1,8	2,6	4,3	5,8	4,8	4,5
<i>di cui:</i> a breve termine	1	-6,3	-9,6	-4,1	-12,1	8,7	10,6	19,1	35,9	26,2	24,0
a lungo termine	5	3,8	3,0	1,3	1,1	1,2	1,9	3,1	3,6	2,8	2,7
Azioni e partecipazioni, escluse le quote di fondi comuni	34	2,1	2,0	2,9	2,6	2,1	2,2	1,7	1,7	2,0	2,3
<i>di cui:</i> azioni quotate	11	1,0	-0,5	-1,4	0,9	-0,7	0,2	1,3	0,2	1,0	1,0
azioni non quotate e partecipazioni	24	2,6	3,1	4,6	3,3	3,3	3,0	1,8	2,4	2,5	2,9
Quote di fondi comuni	7	1,6	2,2	3,7	4,5	3,1	1,8	-0,4	-1,2	-0,8	-0,3
Riserve tecniche di assicurazione	15	7,0	7,2	7,4	7,7	7,6	7,1	6,8	6,2	5,6	5,5
Altre attività finanziarie <sup>2)</sup>	16	4,3	2,9	2,3	4,1	5,4	6,4	7,9	7,2	7,5	7,7
M3 <sup>3)</sup>		6,5	7,6	8,3	7,3	8,5	8,4	8,5	9,9	11,0	11,0

Fonte: BCE.

1) Dati relativi alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

2) Le altre attività finanziarie comprendono i prestiti, i prodotti finanziari derivati e altri crediti, che a loro volta includono, fra l'altro, i crediti commerciali concessi da società non finanziarie.

3) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dalle IFM (ossia il settore non finanziario e le istituzioni finanziarie non monetarie) presso le IFM e le amministrazioni centrali dell'area dell'euro.

## SETTORI NON FINANZIARI

Nel secondo trimestre del 2007 (il periodo più recente per il quale sono disponibili dati), il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è salito al 4,9 per cento, dal 4,6 del trimestre precedente (cfr. tavola 2). La scomposizione per strumenti di investimento mostra che l'aumento è ascrivibile, in particolare, a un'accelerazione della crescita delle categorie maggiori di attività, come circolante e depositi e azioni e partecipazioni (escluse le quote di fondi comuni). D'altra parte, il tasso di crescita dei titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati si è leggermente ridotto, così come anche quello degli investimenti nelle riserve tecniche di assicurazione.

La scomposizione per settore indica che l'aumento degli investimenti finanziari complessivi è riconducibile soprattutto a un incremento del contributo delle amministrazioni pubbliche (cfr. figura 12). Questo potrebbe ricollegarsi alla protratta crescita del reddito disponibile del settore, in concomitanza con un leggero calo nella crescita dei suoi consumi e investimenti non finanziari. Il contributo congiunto delle famiglie e delle società non finanziarie al tasso di crescita complessivo degli investimenti finanziari è rimasto sostanzialmente stabile nel secondo trimestre, concorrendo per circa 4,5 punti percentuali all'incremento totale del 4,9 per cento sul periodo corrispondente (per informazioni più dettagliate sugli andamenti degli investimenti finanziari da parte del settore privato, cfr. sezioni 2.6 e 2.7).

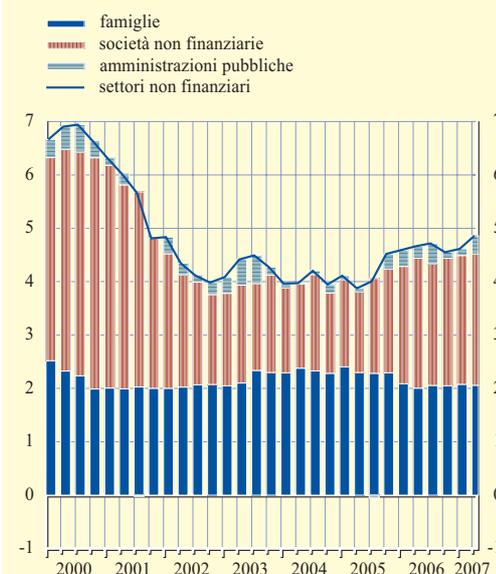
## INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente delle attività totali dei fondi di investimento nell'area dell'euro (esclusi i fondi del mercato monetario) è stato pari al 16,8 per cento nel secondo trimestre, dopo aver toccato un valore notevolmente più basso nel trimestre precedente (9,9 per cento, a fronte del 15,9 per cento del quarto trimestre 2006). L'incremento è riconducibile per i tre quarti circa all'aumento del tasso di crescita di azioni e altri titoli di capitale, che hanno beneficiato di una rivalutazione, benché un lieve aumento si sia registrato anche nel caso del tasso di crescita di tutti gli altri strumenti di investimento nell'attivo del bilancio aggregato dei fondi di investimento.

I dati forniti dall'EFAMA<sup>5)</sup> per il secondo trimestre indicano che, fra le diverse categorie di fondi di investimento, sono stati quelli misti a registrare ancora una volta gli afflussi netti più consistenti, pur se questi ultimi sono risultati minori che nei trimestri precedenti (cfr. figura 13). L'afflusso netto annuale verso i fondi azionari è ulteriormente calato nel secondo trimestre, mentre si è osservato un afflusso netto positivo verso i fondi obbligazionari dopo vari trimestri di deflussi. Infine, il

Figura 12 Investimenti finanziari dei settori non finanziari

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

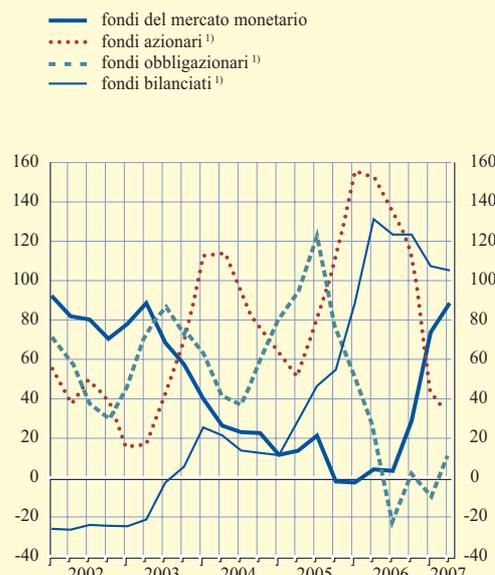


Fonte: BCE.

5) La European Fund and Asset Management Association (EFAMA) fornisce dati sulle vendite nette (o afflussi netti) di fondi azionari e obbligazionari aperti sottoposti a offerta pubblica per Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Il recente andamento dei flussi netti relativi ai fondi azionari e obbligazionari dell'area dell'euro*, nel numero di giugno 2004 di questo Bollettino.

**Figura 13 Flussi netti annuali verso i fondi d'investimento (per categoria)**

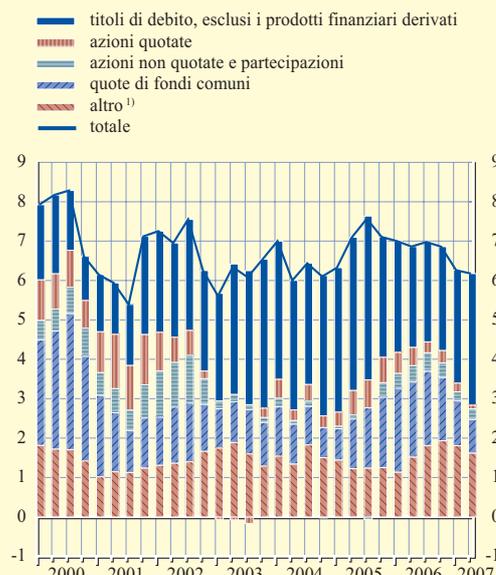
(in miliardi di euro)



Fonti: BCE ed EFAMA.  
1) Elaborazioni della BCE su dati nazionali forniti da EFAMA.

**Figura 14 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione**

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



Fonte: BCE.  
1) Comprende prestiti, depositi, riserve tecniche di assicurazione, altri crediti e prodotti finanziari derivati.

flusso netto annuale verso i fondi del mercato monetario è ancora cresciuto nel secondo trimestre, sebbene parte dell'incremento sia stato successivamente annullato dalle turbolenze che hanno colpito i mercati finanziari (cfr. sezione 2.1).

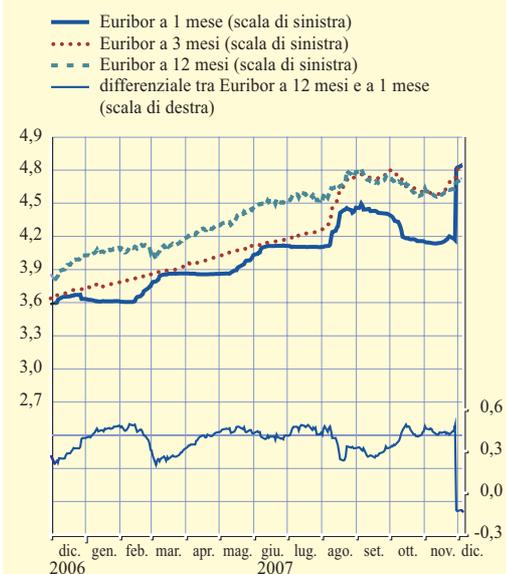
Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi delle società di assicurazione e dei fondi pensione nell'area dell'euro è lievemente calato al 6,2 per cento nel secondo trimestre, dal 6,3 del trimestre precedente (cfr. figura 14). Questo andamento ha rispecchiato la leggera decelerazione degli investimenti in prodotti assicurativi da parte del settore non finanziario. Il calo della crescita degli investimenti di società di assicurazione e fondi pensione si riflette in minori investimenti in quote di fondi comuni, circolante e depositi. Per contro, il contributo degli investimenti in titoli di debito (esclusi i prodotti finanziari derivati) è ulteriormente cresciuto nel trimestre in esame.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*Il differenziale fra i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi con e senza garanzia si è mantenuto insolitamente elevato tra gli inizi di settembre e gli inizi di dicembre, nonostante una temporanea diminuzione in ottobre. La curva dei rendimenti del mercato monetario ha lievemente accentuato la propria inclinazione fino al 28 novembre, giorno in cui il differenziale fra i tassi sui depositi non garantiti a dodici mesi e a un mese era salito a 48 punti base. Dal giorno successivo, tale differenziale è divenuto negativo, a seguito del netto aumento, di 64 punti base, del tasso sui depositi non garantiti a un mese, la cui scadenza arriva a coprire il periodo di fine anno.*

**Figura 15 Tassi di interesse del mercato monetario**

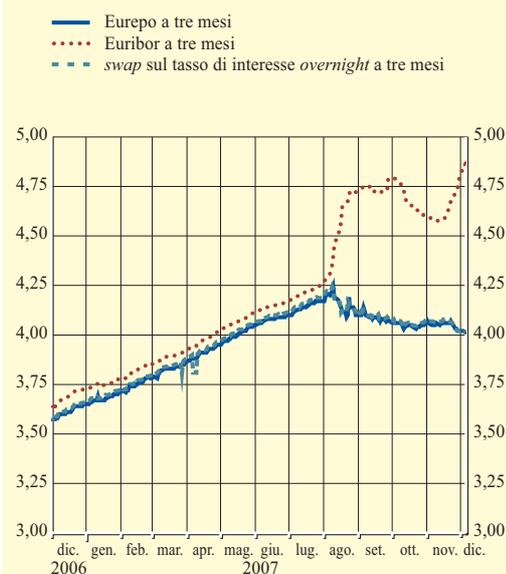
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Reuters.

**Figura 16 Eurepo, Euribor e swap sul tasso di interesse overnight a tre mesi**

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



Fonti: BCE e Reuters.

Fra gli inizi di settembre e gli inizi di dicembre i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono diminuiti lievemente, sebbene fossero risaliti su livelli prossimi a quelli massimi nel corso di novembre, soprattutto per le scadenze a tre mesi. Il 5 dicembre i tassi Euribor a uno, tre e sei mesi si collocavano rispettivamente al 4,86, 4,87 e 4,8 per cento, registrando un aumento di 40, 13 e 4 punti base rispetto ai livelli di inizio settembre, mentre l'Euribor a dodici mesi risultava diminuito di 6 punti base, al 4,72 per cento.

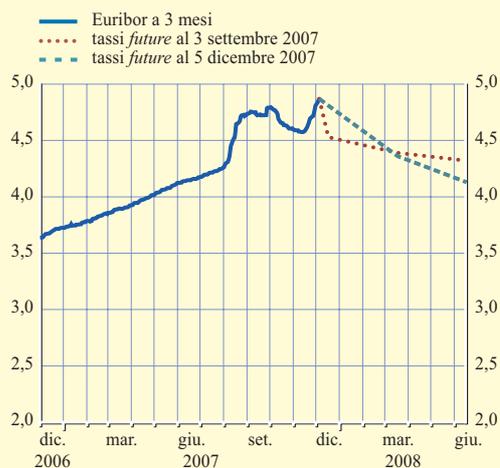
Il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese era pari a -13 punti base il 5 dicembre, contro 33 punti base il 3 settembre (cfr. figura 15). Occorre tuttavia interpretare con una certa cautela l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario calcolata su questa base, in quanto l'estensione temporale dei contratti sottostanti all'attuale Euribor a un mese include la fine dell'anno, periodo nel quale sono solitamente attese condizioni di scarsa liquidità. Inoltre, gli andamenti dei differenziali fra i tassi Euribor su depositi non garantiti e i tassi su depositi garantiti, quali l'Eurepo (indice per i tassi sui contratti pronti contro termine del settore privato), continuano a mostrare elementi di straordinarietà rispetto a quelli storici, per via delle tensioni che da agosto interessano i mercati monetari.

Il 5 dicembre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2007, marzo, giugno e settembre 2008 si situavano rispettivamente al 4,81, 4,44, 4,24 e 4,08 per cento. Rispetto ai livelli di inizio settembre, i tassi relativi ai contratti con scadenza a dicembre 2007 e marzo 2008 sono aumentati di 28 e 6 punti base, mentre quelli riferiti ai contratti con scadenza a giugno e settembre 2008 sono diminuiti di 7 e 19 punti base (cfr. figura 17).

Tra gli inizi di settembre e gli inizi di dicembre le aspettative degli operatori sui tassi di interesse per le scadenze brevissime nel 2007 e 2008 sono state riviste al ribasso, come riflesso dall'anda-

**Figura 17 Tasso di interesse a tre mesi e tassi *future* nell'area dell'euro**

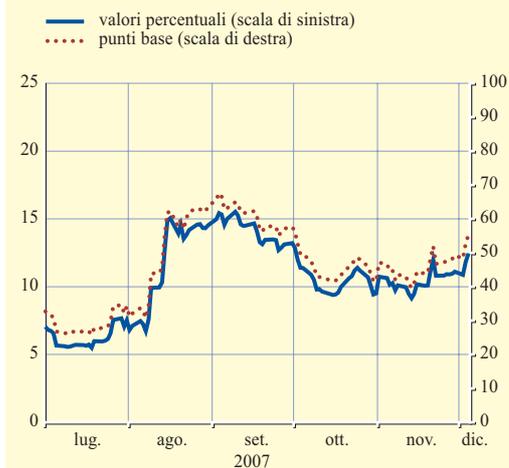
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.  
Nota: quotazioni Liffe dei contratti *future* a tre mesi con consegna alla fine del trimestre corrente e dei successivi tre trimestri.

**Figura 18 Volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi con scadenza a marzo 2008**

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



Fonti: Bloomberg, Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: la misura della volatilità espressa in termini di punti base è ottenuta come prodotto della volatilità implicita in valori percentuali e il corrispondente livello del tasso d'interesse (cfr. anche il riquadro *Le misure di volatilità implicita desunte dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi di interesse a breve termine* nel numero di maggio 2002 di questo Bollettino).

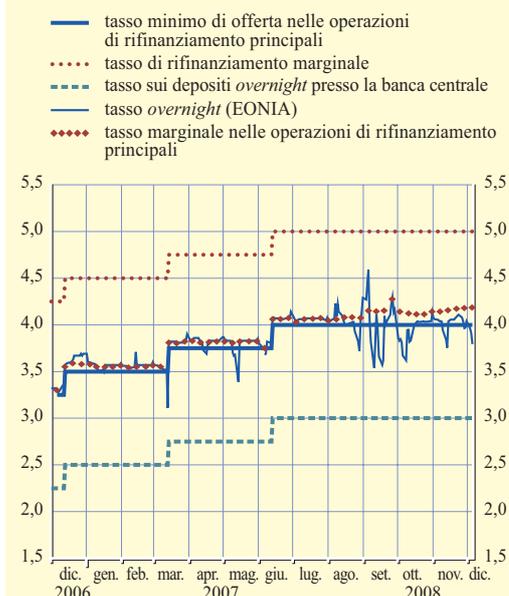
mento dei tassi *swap* sull'Eonia (cfr. figura 16). Ciò tuttavia trova riflesso solo in parte nella dinamica dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi. Difatti, i differenziali fra i tassi sui depositi e i corrispondenti tassi *swap* sull'Eonia continuano a collocarsi su livelli elevati e a mostrare una certa volatilità. L'evoluzione effettiva delle aspettative può essere desunta dagli andamenti dei tassi *swap* sull'Eonia (cfr. figura 16).

Per quanto riguarda gli indicatori dell'incertezza relativa all'andamento del mercato monetario, la volatilità implicita calcolata dalle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi è diminuita leggermente a settembre e ottobre. È poi risalita a novembre, riportandosi su livelli prossimi a quelli di inizi settembre (cfr. figura 18).

In settembre i tassi di interesse nel segmento a brevissimo termine della curva dei rendimenti del mercato monetario sono aumentati e hanno mostrato un'elevata volatilità a causa delle notevoli tensioni nel mercato (cfr. figura 19). In una dichiarazione diffusa agli inizi di ottobre, la

**Figura 19 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight***

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



Fonti: BCE e Reuters.

BCE ha sottolineato l'importanza di mantenere i tassi di interesse su livelli prossimi al tasso minimo di offerta. Successivamente le condizioni dei tassi di interesse nel segmento a breve termine del mercato monetario si sono stabilizzate e l'Eonia si è collocato su livelli relativamente prossimi al tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Dal 14 novembre in poi, tuttavia, l'Eonia ha segnato un aumento costante, raggiungendo il 4,108 per cento il 23 novembre. In seguito a una dichiarazione della BCE e all'assegnazione di considerevoli volumi aggiuntivi nelle operazioni di rifinanziamento principali, questa tendenza al rialzo è stata invertita e i tassi si sono gradualmente riportati su livelli poco inferiori al 4 per cento. Questi andamenti e le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE sono descritti in dettaglio nel riquadro 2.

Riquadro 2

**CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DALL'8 AGOSTO AL 13 NOVEMBRE 2007**

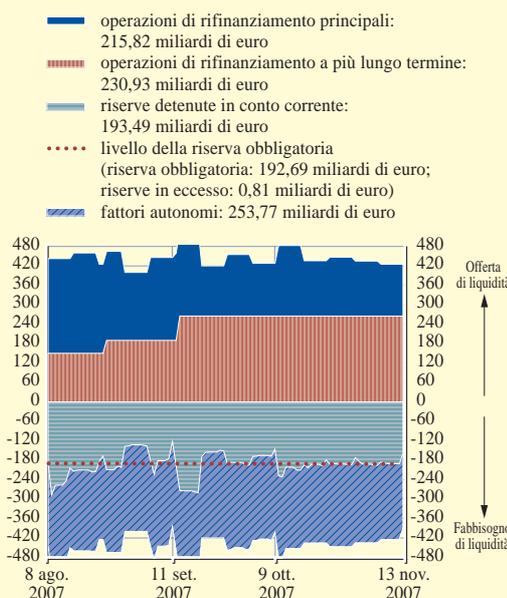
Questo riquadro esamina la gestione della liquidità da parte della BCE nel corso dei tre periodi di mantenimento delle riserve terminati rispettivamente l'11 settembre, il 9 ottobre e il 13 novembre 2007. Il periodo sotto rassegna è stato caratterizzato da tensioni nel mercato monetario in euro, che la BCE ha affrontato fornendo liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principale (ORP) in anticipo rispetto al solito, all'interno di tali periodi di mantenimento, nonché conducendo diverse operazioni di *fine-tuning* e due operazioni supplementari di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT). L'offerta di liquidità media in tali periodi di mantenimento non è stata influenzata da queste misure, poiché l'anticipo del rifornimento aggiuntivo di liquidità in ciascun periodo di mantenimento è stato compensato dall'assegnazione di minori volumi e/o da successive operazioni puntuali di assorbimento di liquidità all'interno dei periodi di mantenimento. Diverse dichiarazioni comunicate attraverso i servizi di informazione su rete telematica hanno spiegato le azioni della BCE <sup>1)</sup>.

**Fabbisogno di liquidità del sistema bancario**

Nei tre periodi di mantenimento in esame, il fabbisogno medio di liquidità delle banche è aumentato di 3,5 miliardi di euro rispetto ai precedenti tre periodi. Tale effetto è riconducibile principalmente a un aumento di 4,4 miliardi di euro delle riserve obbligatorie, mentre i fattori autonomi e le riserve in eccesso sono diminuiti leggermente, rispettivamente di 0,7 e 0,2 miliardi di euro. Il fabbisogno di liquidità complessivo risultante dalle riserve

**Figura A Fabbisogno di liquidità del sistema bancario e offerta di liquidità**

(miliardi di euro; in corrispondenza di ciascuna voce sono riportate le medie giornaliere per l'intero periodo)



Fonte: BCE.

1) L'elenco completo delle comunicazioni della BCE è disponibile all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html>.

obbligatorie si è collocato a 192,7 miliardi di euro e quello derivante dai fattori autonomi è stato in media di 253,8 miliardi di euro (cfr. figura A).

Il livello delle riserve in eccesso (ossia la media giornaliera dei depositi in conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria) è rimasto sostanzialmente stabile nei tre periodi in esame, con una media di 0,81 miliardi di euro (cfr. figura B). Tale risultato è essenzialmente in linea con la media (0,75 miliardi di euro) registrata a partire dalle modifiche del quadro di implementazione della politica monetaria del marzo 2004.

#### Offerta di liquidità e tassi di interesse

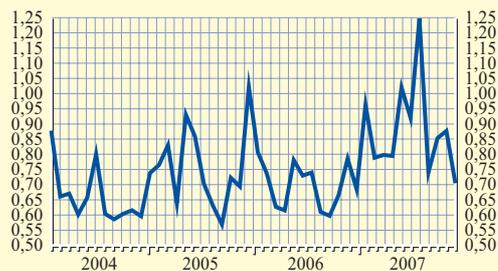
Il volume totale delle operazioni di mercato aperto in essere è aumentato solo lievemente in risposta all'incremento delle riserve obbligatorie. Nel contempo, la scadenza delle operazioni di mercato aperto in essere è cambiata significativamente nel periodo in esame, dal momento che il volume delle ORLT in essere è cresciuto in modo considerevole rispetto a quello delle ORP.

Il volume totale della liquidità in essere nel periodo di mantenimento terminato il 7 agosto (l'ultimo prima dell'inizio della turbolenza di mercato) fornita tramite ORLT è stato pari a 150 miliardi di euro. Tale valore è aumentato a 265 miliardi di euro nel periodo di mantenimento terminato il 13 novembre, per via dell'aggiudicazione, in agosto e settembre, di due ORLT supplementari, rispettivamente di 40 e 75 miliardi di euro. Nel contempo, il volume di liquidità medio fornito tramite ORP è stato parallelamente ridotto da 301,7 a 180,2 miliardi di euro. Pertanto, la quota di rifinanziamento fornita tramite ORLT è aumentata dal 33 al 60 per cento.

Come illustrato dalla figura C, nel periodo in esame la volatilità dell'Eonia è stata considerevolmente superiore rispetto agli ultimi anni. A seguito della forte competizione fra le controparti nelle offerte in occasione delle ORP, il differenziale fra i tassi marginali di tali operazioni (i tassi minimi a cui i partecipanti ottengono la liquidità) e il tasso minimo di offerta è stato talvolta piuttosto ampio.

**Figura B Riserve in eccesso <sup>1)</sup>**

(miliardi di euro; livelli medi in ciascun periodo di mantenimento)



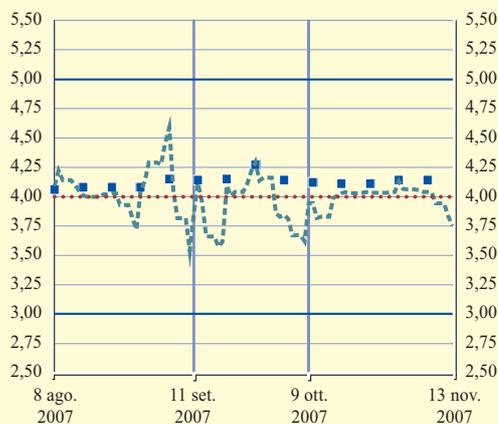
Fonte: BCE.

1) Depositi di conto corrente delle banche presso l'Eurosistema che eccedono la riserva obbligatoria.

**Figura C L'Eonia e i tassi di interesse della BCE**

(tassi d'interesse giornalieri in percentuale)

- tasso marginale sulle operazioni di rifinanziamento principale
- tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principale
- - - Eonia
- corridoio fissato tra i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sulle operazioni di deposito



Fonte: BCE.

### Periodo di mantenimento terminato l'11 settembre

La mattina del 9 agosto le tensioni in alcuni segmenti del mercato monetario denominato in dollari statunitensi hanno causato un forte incremento della domanda di conti correnti detenuti presso l'Eurosistema da parte delle banche. Conseguentemente, il tasso *overnight* è aumentato al 4,60 per cento circa. Nel contempo, il volume degli scambi nel mercato interbancario si è fortemente assottigliato. La BCE ha reagito immediatamente, lanciando un'operazione di *fine-tuning* di immissione di liquidità sotto forma di un'asta a tasso fisso al 4,00 per cento con scadenza *overnight* e preannunciata aggiudicazione integrale degli importi richiesti dalle controparti<sup>2)</sup>. È stata pertanto fornita liquidità per 94,8 miliardi di euro (27 miliardi in più rispetto alla seconda maggiore operazione di regolazione puntuale mai condotta, avvenuta il 12 settembre 2001). Il tasso *overnight* si è immediatamente normalizzato ed è stato quotato al 4,05 per cento circa per il resto della giornata, mentre l'Eonia ha comunque terminato la giornata al 4,22 per cento.

Nei tre giorni lavorativi successivi, la BCE ha condotto ulteriori operazioni di *fine-tuning* di immissione di liquidità con scadenza *overnight*, ma con procedure d'asta a tasso variabile. Gli importi forniti in tali giornate sono passati da 61,1 miliardi di euro il 10 agosto a 47,7 miliardi il 13 agosto e 7,7 miliardi il 14 agosto, mentre l'Eonia è sceso stabilmente al 4,05 per cento. Il 14 agosto la BCE ha anche aggiudicato la regolare ORP. Il volume di riferimento per tale operazione ha tenuto conto della considerevole eccedenza di liquidità che si era accumulata dall'inizio del periodo di mantenimento per via delle operazioni di *fine-tuning* ed è stato pertanto relativamente esiguo. In tale contesto, e al fine di allentare le tensioni ancora prevalenti nel mercato monetario a breve termine, la BCE ha assegnato 73,5 miliardi di euro oltre l'importo di riferimento.

Dal momento che la BCE puntava ancora a mantenere condizioni di liquidità equilibrate alla fine del periodo di mantenimento, il volume di assegnazione in eccesso rispetto al valore di riferimento è stato ridotto a 46 miliardi di euro nell'ORP del 22 agosto. Il 23 agosto la BCE ha altresì aggiudicato un'operazione supplementare di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza di tre mesi per un importo di 40 miliardi di euro, fornendo ulteriore sostegno alla normalizzazione del mercato monetario in euro. Per via delle condizioni di abbondante liquidità seguite all'immissione di tali ampi importi oltre il consueto volume di riferimento, il 28 agosto l'Eonia è sceso al 3,72 per cento.

Al fine di ridurre gradualmente le ampie riserve in eccesso accumulate fino a quel momento, la BCE ha ulteriormente diminuito (a 14,5 miliardi di euro) il volume di liquidità aggiudicato oltre il valore di riferimento nella successiva ORP. Il 29 agosto, giorno di regolamento dell'ORP, l'Eonia è salito al 4,05 per cento. Tuttavia, per effetto della riduzione dell'importo aggiudicato in eccesso rispetto al volume di riferimento, i depositi giornalieri in conto corrente sono calati a un livello di 50-60 miliardi di euro inferiore rispetto all'obbligo di riserva per quella settimana. Insieme al consueto effetto di fine mese, tale andamento ha fatto innalzare ulteriormente l'Eonia, portandolo al 4,458 per cento il 4 settembre<sup>3)</sup>. In tale data, la BCE ha aggiudicato un importo superiore a quello di riferimento, per 5 miliardi di euro, in quella che è stata l'ultima ORP del periodo di mantenimento. A fronte del perdurante aumento dell'Eonia, che il 5 settembre ha raggiunto il 4,588 per cento, la BCE ha iniettato 42,2 miliardi di euro di liquidità il 6 settembre, tramite un'operazione di regolazione puntuale *overnight* senza volume preannunciato. La ten-

2) Le operazioni di regolazione puntuale condotte in agosto sono descritte in maggior dettaglio nel riquadro 3 *Le operazioni supplementari di mercato aperto della BCE nel periodo dall'8 agosto al 5 settembre*, nel numero di settembre 2007 di questo Bollettino.

3) Da settembre l'Eonia è pubblicato con tre cifre decimali invece di due.

denza al rialzo del tasso *overnight* è stata invertita e l'Eonia è diminuito al 3,538 per cento il 10 settembre. Il giorno successivo, che era l'ultimo del periodo, la BCE ha ripristinato condizioni di liquidità sostanzialmente equilibrate attraverso un'operazione di *fine-tuning* di assorbimento di liquidità per un importo di 60 miliardi di euro, a un tasso del 4,00 per cento. Il periodo è terminato con un ricorso netto ai depositi presso la banca centrale pari a 1,2 miliardi di euro e con l'Eonia al 3,865 per cento.

### **Periodo di mantenimento terminato il 9 ottobre**

Nella prima ORP di questo periodo di mantenimento, regolata il 12 settembre, la BCE ha aggiudicato 10 miliardi di euro oltre il volume di riferimento. Dopo solo un giorno è stata fornita ulteriore liquidità tramite una seconda operazione supplementare di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi, per un importo di 75 miliardi di euro. Tale operazione mirava a favorire la normalizzazione del funzionamento del mercato monetario in euro; le risultanti condizioni di ampia liquidità hanno spinto l'Eonia al ribasso, dal 4,113 per cento nel primo giorno del periodo al 3,573 per cento il 17 settembre.

Con la seconda ORP del periodo, la BCE ha iniziato ad assorbire gradualmente la liquidità in eccesso e ha assegnato 36 miliardi di euro al di sopra del valore di riferimento. Nel giorno di regolamento (19 settembre) l'Eonia è aumentato di 48 punti base al 4,095 per cento, prima di scendere nuovamente al 4,007 per cento il giorno successivo. Con l'avvicinarsi della fine del trimestre, l'Eonia è risalito marcatamente, portandosi al 4,293 per cento il 26 settembre. Il volume di aggiudicazione di 33 miliardi di euro al di sopra del valore di riferimento nella ORP di quella settimana ha arrestato tale tendenza al rialzo e, negli ultimi due giorni del trimestre, l'Eonia si è collocato, rispettivamente, al 4,137 e al 4,162 per cento. Lunedì 1° ottobre, una volta superato l'effetto di fine trimestre, l'Eonia si è portato al 3,858 per cento.

Con l'aggiudicazione di 7,5 miliardi di euro al di sopra del volume di riferimento, in occasione dell'ORP dell'ultima settimana del periodo, l'Eonia è ulteriormente sceso, raggiungendo il 3,621 per cento l'8 ottobre. Il giorno seguente, la BCE ha nuovamente ripristinato condizioni di liquidità equilibrate, assorbendo 24,5 miliardi di euro in un'operazione di *fine-tuning* al tasso del 4,00 per cento. Il periodo è terminato con un ricorso netto ai depositi presso la banca centrale di appena 0,4 miliardi di euro e con l'Eonia al 3,945 per cento.

### **Periodo di mantenimento terminato il 13 novembre**

Appena prima dell'inizio del periodo di mantenimento terminato il 13 novembre, la BCE ha rilasciato una dichiarazione attraverso i servizi di informazione su rete telematica affermando di puntare a ridurre ulteriormente la volatilità dei tassi a breve termine attorno al tasso di riferimento centrale<sup>4)</sup>. A tal fine, la BCE ha dichiarato l'intenzione di rafforzare la propria politica di

4) L'8 ottobre la BCE ha rilasciato la seguente dichiarazione insieme all'annuncio della prima ORP del periodo di mantenimento: *"La BCE continua a monitorare con attenzione le condizioni di liquidità e mira a ridurre ulteriormente la volatilità dei tassi a brevissimo termine attorno al tasso minimo di offerta delle operazioni di rifinanziamento principali. A tal fine la BCE rafforzerà la propria politica di aggiudicazione di un volume di liquidità maggiore dell'importo di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali, per accomodare la domanda delle controparti al fine di adempiere agli obblighi di riserva anticipatamente nel periodo di mantenimento. La differenza tra il volume aggiudicato e quello di riferimento è prevista diminuire gradualmente nel corso del periodo di mantenimento, considerando le condizioni prevalenti sul mercato. La BCE continua a perseguire l'obiettivo di condizioni di liquidità equilibrate alla fine del periodo di mantenimento. La BCE porterà la liquidità verso condizioni più bilanciate anche durante il periodo di mantenimento, coerentemente con l'obiettivo di mantenere i tassi a brevissimo termine prossimi al tasso minimo di offerta".*

aggiudicazione di un importo superiore a quello di riferimento nelle ORP, continuando tuttavia a perseguire condizioni bilanciate alla fine del periodo, nell'ottica di manovrare le condizioni di liquidità durante il periodo in modo da mantenere i tassi di interesse a brevissimo termine prossimi al tasso minimo di offerta. Nella prima ORP del periodo, la BCE ha assegnato un importo superiore per 40 miliardi di euro a quello di riferimento. Quando l'Eonia è sceso dal 3,946 al 3,818 per cento nei primi due giorni del periodo, la BCE ha condotto un'operazione di *fine-tuning* di assorbimento di liquidità, offrendo di accettare "fino a 30 miliardi di euro" per cinque giorni a un tasso del 4,00 per cento. Dal momento che le controparti hanno presentato offerte per un valore totale di 40 miliardi di euro, l'intero ammontare di 30 miliardi di euro è stato assorbito.

Successivamente a tale operazione l'Eonia si è stabilizzato a un livello solo lievemente superiore al 4,00 per cento ed è rimasto a tale livello fino al 9 novembre, subendo solo un moderato aumento, al 4,131 per cento, in occasione della fine del mese. La BCE ha ridotto costantemente l'importo in eccedenza rispetto al valore di riferimento, portandolo a 3,5 miliardi di euro nell'ultima ORP del periodo. Il penultimo giorno del periodo l'Eonia è sceso al 3,837 per cento. Per il giorno successivo la BCE si attendeva un ricorso netto ai depositi di 37 miliardi di euro e ha lanciato un'operazione di *fine-tuning* di assorbimento di liquidità per tale importo. Tuttavia, le offerte presentate dalle controparti sono risultate di 9,3 miliardi di euro inferiori a tale volume, provocando un eccesso di liquidità nel mercato. Il tasso *overnight* è sceso a un livello prossimo al tasso sui depositi presso la banca centrale e l'Eonia si è collocato al 3,755 per cento. Il periodo si è concluso con un ricorso netto alle operazioni di deposito presso la banca centrale pari a 8,7 miliardi di euro.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

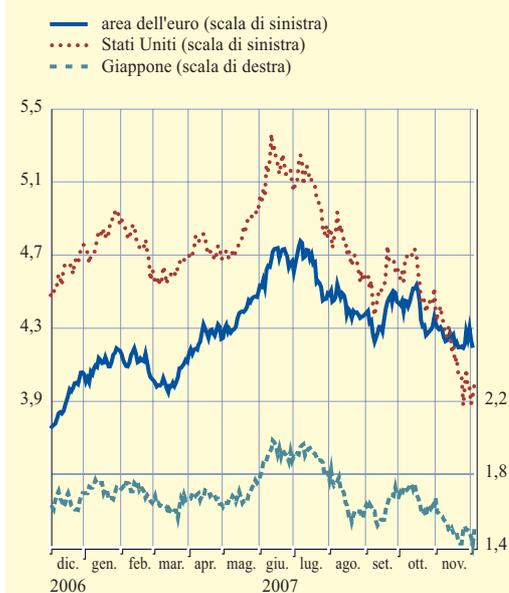
*Negli ultimi tre mesi i mercati finanziari internazionali hanno risentito fortemente delle turbolenze iniziate ad agosto. Nel periodo in rassegna le quotazioni sono state soggette a marcate oscillazioni su scala globale, riflettendo in parte l'evoluzione delle opinioni degli investitori circa la crescente ampiezza delle ripercussioni delle turbolenze. Nei mercati dei titoli di Stato la ricerca di attività sicure ha determinato ingenti ricomposizioni di portafoglio da classi più rischiose a titoli di emittenti sovrani, modificando le attese sui tassi ufficiali e accrescendo l'incertezza sulle prospettive economiche. Nel complesso, la maggior parte delle economie avanzate ha registrato una flessione dei rendimenti obbligazionari. Nell'area dell'euro e soprattutto negli Stati Uniti è inoltre aumentata l'incertezza degli operatori riguardo agli andamenti futuri dei mercati obbligazionari.*

Negli ultimi tre mesi i mercati finanziari mondiali sono stati caratterizzati da una significativa volatilità, risultante dalla generale rivalutazione del rischio finanziario e dei premi ad esso connessi innescata dalla crisi del segmento *subprime* del mercato ipotecario statunitense. I timori degli investitori si sono accresciuti via via che emergevano ulteriori evidenze delle ripercussioni dovute all'esposizione verso attività collegate ai mutui ipotecari statunitensi, provocando forti oscillazioni nei mercati. Se inizialmente i mercati obbligazionari internazionali hanno risentito soprattutto delle ricomposizioni di portafoglio a favore di attività sicure, più di recente i rendimenti obbligazionari paiono altresì rispecchiare il crescente pessimismo degli investitori riguardo alle prospettive economiche, specie degli Stati Uniti. Nel contempo si sarebbero rafforzati anche i timori di inflazione, a seguito dei rincari del petrolio e degli alimentari nel periodo in esame.

Nel complesso, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro si sono collocati al 4,2 per cento all'inizio di dicembre, con un calo di circa 20 punti base rispetto a fine agosto (cfr. figura 20); questa dinamica globalmente contenuta, tuttavia, è il risultato di significative oscillazioni all'interno del periodo. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono diminuiti di circa 60 punti base, situandosi intorno al 4,0 per cento alla fine del periodo in rassegna. Di conseguenza, il differenziale di rendimento fra i titoli obbligazionari a lungo termine degli Stati Uniti e quelli dell'area dell'euro si è considerevolmente ridotto ed è diventato negativo (-20 punti base all'inizio di dicembre) per la prima volta da settembre del 2004. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono diminuiti di circa 10 punti base, scendendo all'1,5 per cento alla fine del periodo in esame. Le turbolenze nei mercati finanziari hanno innescato una crescente incertezza fra gli operatori riguardo alle prospettive di breve periodo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'area dell'euro e, soprattutto, degli

**Figura 20 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.

Stati Uniti. Ciò è stato rispecchiato dall'andamento della volatilità implicita dei mercati obbligazionari, che tra la fine di agosto e il 5 dicembre ha registrato livelli più elevati e oscillazioni significative.

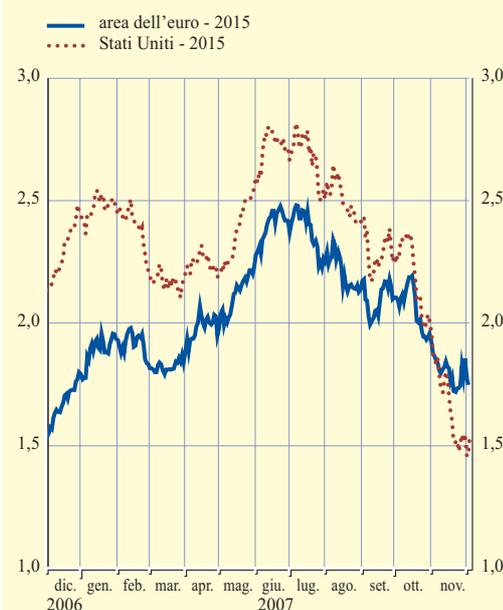
Negli Stati Uniti i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono diminuiti considerevolmente nel periodo in rassegna. La diminuzione è imputabile al sensibile calo dei tassi reali, misurati dai rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione; questi ultimi erano scesi di 90 punti base, riducendosi in misura persino maggiore rispetto ai rendimenti nominali. Il calo dei rendimenti in termini reali pare riflettere il deterioramento delle prospettive di crescita del paese percepito dagli operatori, ascrivibile probabilmente agli effetti economici avversi prodotti dal rincaro del petrolio, dal deterioramento delle condizioni nel settore degli immobili residenziali e dalla crescente preoccupazione per le ripercussioni economiche delle turbolenze finanziarie. La decisione del Federal Open Market Committee (FOMC) di ridurre i tassi di interesse a due riprese, il 18 settembre e il 31 ottobre, ha determinato ulteriori revisioni al ribasso delle aspettative sui tassi di interesse per gli orizzonti medio-lunghi, contribuendo alla flessione dei rendimenti obbligazionari nel periodo in rassegna. Allo stesso tempo, il rincaro del petrolio e il deprezzamento del dollaro statunitense avrebbero suscitato timori di inflazione fra gli investitori: nel periodo in rassegna, i tassi di inflazione di pareggio sono aumentati su tutti gli orizzonti, contribuendo ad attenuare la spinta al ribasso esercitata dal calo dei rendimenti reali su quelli nominali.

Anche nell'area dell'euro i rendimenti nominali dei titoli obbligazionari a lungo termine sono diminuiti da fine agosto, sebbene in misura molto minore rispetto agli Stati Uniti. Il calo è ascrivibile anche in questo caso alla flessione dei rendimenti in termini reali (cfr. figura 21): il rendimento a pronti sulle obbligazioni indicizzate a dieci anni si è ridotto di circa 30 punti base, all'1,9 per cento, mentre quello a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è diminuito di 10 punti base, a circa il 2,1 per cento. Oltre che agli effetti delle riallocazioni di portafoglio verso attività sicure, la revisione al ribasso dei rendimenti reali (e nominali) nell'area dell'euro può essere attribuita alla percezione degli investitori di una moderazione nelle prospettive di crescita dell'area.

Negli ultimi mesi i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine nell'area dell'euro sono aumentati lievemente su tutti gli orizzonti, situandosi su livelli alquanto elevati; all'andamento hanno concorso molto probabilmente i nuovi massimi toccati dai corsi petroliferi, i netti rincari degli alimentari e il recente aumento dell'inflazione armonizzata al consumo nell'area dell'euro. Il tasso d'inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, che rappresenta una misura prettamente a lungo termine delle attese di inflazione e dei connessi premi al rischio, è aumentata leggermente nel periodo in

**Figura 21 Rendimento reale delle obbligazioni**

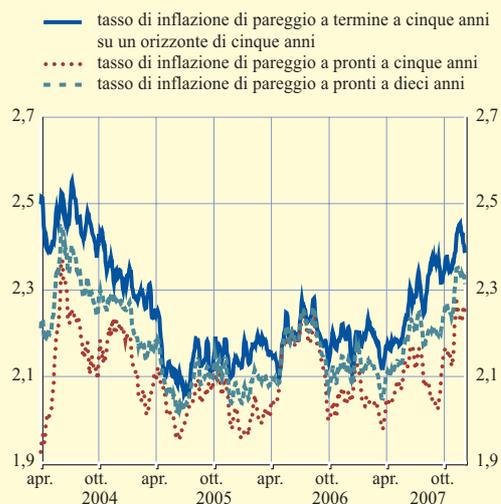
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Figura 22 Inflazione di pareggio, a pronti e a termine, ricavata da rendimenti zero coupon nell'area dell'euro**

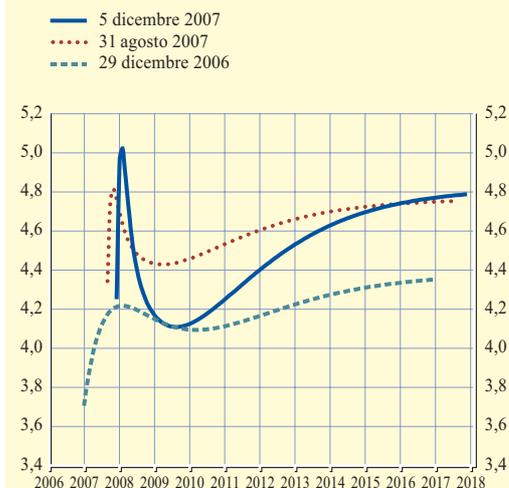
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Figura 23 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*.

esame, collocandosi intorno al 2,4 per cento il 5 dicembre (cfr. figura 22). Incrementi analoghi hanno interessato i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e dieci anni, segnalando un aumento dei timori di inflazione degli investitori per tutte le scadenze a più lungo termine. Gli indicatori disponibili sulle aspettative di inflazione a più breve termine suggeriscono che nel periodo in rassegna i timori di inflazione si siano accresciuti anche sugli orizzonti brevi: ad esempio, i tassi a termine a un anno su un orizzonte di dodici mesi calcolati sulla base di *swap* indicizzati all'inflazione sono aumentati di 30 punti base dalla fine di agosto, situandosi al disopra del 2,3 per cento alla fine del periodo in esame. Occorre tuttavia tenere presente che, in una fase di tensioni finanziarie generalizzate, gli andamenti dei tassi di inflazione di pareggio e di altre misure delle attese di inflazione basate sul mercato vanno interpretati con maggiore cautela.

Tra la fine di agosto e l'inizio di dicembre la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nell'area dell'euro ha segnato uno spostamento verso il basso su tutte le scadenze (cfr. figura 23). Il segmento a breve della curva continua a rispecchiare le tensioni sui mercati monetari, mentre lo spostamento verso il basso sugli orizzonti medio-lunghi potrebbe essere riconducibile sia a un calo dei premi per il rischio risultante dai flussi verso i più sicuri titoli di Stato, sia alla revisione al ribasso delle aspettative di crescita degli operatori sugli orizzonti di medio periodo.

## 2.5 MERCATI AZIONARI

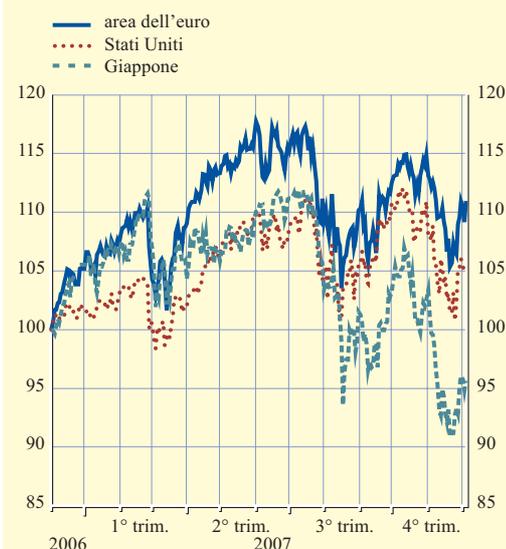
Tra la fine di agosto e l'inizio di dicembre i corsi azionari mondiali hanno subito marcate oscillazioni, nel contesto di andamenti sincroni della volatilità implicita dei mercati azionari; nel com-

*plesso tuttavia le variazioni registrate dai principali indici sono state relativamente contenute. Nella prima metà del periodo considerato i mercati azionari mondiali hanno segnato un deciso recupero, dopo le ingenti perdite subite dallo scoppio delle turbolenze finanziarie registrate agli inizi di agosto. Per contro, a partire dalla metà di ottobre sono riemersi in modo ancora più acuto i timori per le implicazioni finanziarie ed economiche della crisi dei mutui sub-prime statunitensi, determinando una nuova correzione delle quotazioni. All'origine di queste oscillazioni vi sarebbero principalmente variazioni dei premi al rischio chiesti dagli investitori per detenere titoli azionari, più che sostanziali revisioni delle aspettative sugli utili.*

Le recenti turbolenze finanziarie hanno avuto forti ripercussioni sui corsi azionari mondiali, che negli ultimi mesi hanno mostrato una significativa volatilità. Tra la fine di agosto e l'inizio di dicembre, le quotazioni in alcuni principali mercati azionari hanno registrato violente oscillazioni. Nella prima metà del periodo considerato, i mercati hanno recuperato quasi interamente le ingenti perdite subite durante le prime settimane di turbolenza finanziaria. A partire da metà ottobre invece l'avversione al rischio è nuovamente aumentata, di riflesso alla crescente preoccupazione per le implicazioni finanziarie ed economiche della crisi dei mutui *subprime* statunitensi, innescando una nuova correzione del mercato a novembre (cfr. figura 24). Nel complesso, i corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurati dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500, sono rimasti sostanzialmente invariati tra la fine di agosto e il 5 dicembre. Nello stesso periodo le quotazioni giapponesi, misurate dall'indice Nikkei 225, hanno registrato un calo di circa il 10 per cento.

**Figura 24 Indici dei corsi azionari**

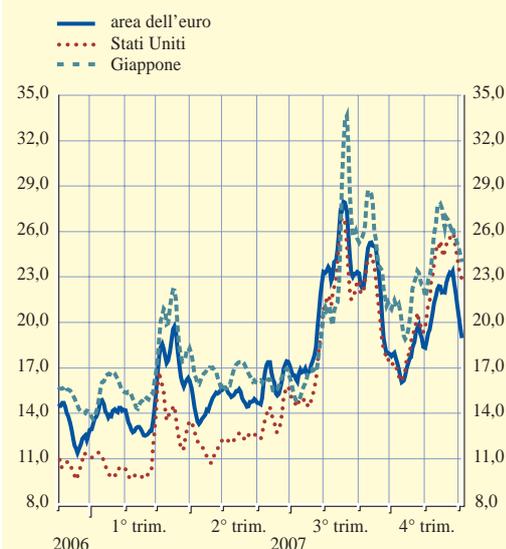
(indice: 1° dicembre 2006 = 100; dati giornalieri)



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

**Figura 25 Volatilità implicita dei mercati azionari**

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



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

Dopo lo scoppio delle tensioni finanziarie ad agosto, nei principali mercati azionari è aumentata bruscamente l'incertezza di breve periodo, misurata dalla volatilità implicita ricavata dalle opzioni su azioni (cfr. figura 25). Questo andamento ha rispecchiato l'improvviso cambiamento della valutazione dei rischi da parte degli investitori, intervenuto verso la fine dell'estate e indotto dalla crescente incertezza riguardo alle più vaste implicazioni della crisi dei mutui statunitensi. Se nel prosieguo del periodo in esame una temporanea attenuazione dei timori degli investitori ha determinato una significativa moderazione della volatilità del mercato, da metà ottobre in poi l'incertezza degli investitori è tornata ad accrescersi considerevolmente. Di fatto, i ribassi azionari di novembre sarebbero ascrivibili ai più elevati premi per il rischio azionario, poiché hanno coinciso con un netto aumento della volatilità in un contesto caratterizzato da un calo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine e dal perdurante vigore degli utili effettivi e attesi. Anche il recente deciso rialzo dei differenziali sulle obbligazioni societarie, in particolare quelle con merito di credito più basso, suffraga l'ipotesi secondo cui verso la fine del periodo considerato l'incertezza e l'avversione al rischio degli investitori si siano nuovamente rafforzate, dopo una fase di sostanziale moderazione.

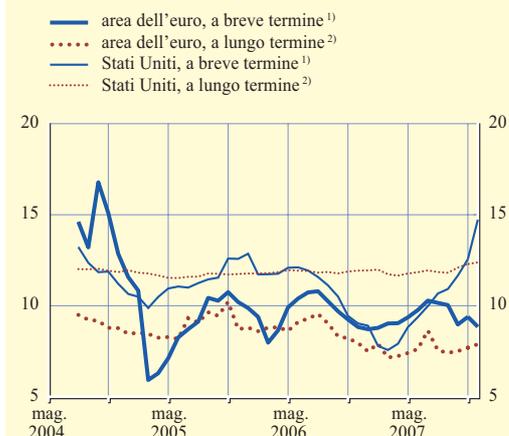
Nella prima parte del periodo in esame, i mercati azionari mondiali in generale, e quello statunitense in particolare, hanno segnato un recupero dopo la brusca correzione iniziale dei mesi estivi. Come negli episodi di febbraio/marzo e di giugno, l'ondata di vendite sembrava di natura temporanea. Tuttavia, l'incertezza e il clima del mercato azionario sono nuovamente peggiorati a causa delle ulteriori notizie negative provenienti dal mercato statunitense dei mutui *subprime* e delle perdite generalmente maggiori del previsto segnalate dalle principali istituzioni finanziarie. L'accrescersi dei timori degli investitori per le prospettive economiche, l'indebolimento dei mercati degli immobili residenziali e, soprattutto, gli effetti potenzialmente avversi della crisi finanziaria, sommati al rincaro del petrolio, hanno determinato ulteriori perdite in tutti i segmenti del mercato azionario.

Secondo gli analisti tuttavia la crescita degli utili effettivi e attesi delle società statunitensi è rimasta piuttosto vigorosa e, insieme alla flessione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine e alle aspettative di un allentamento della politica monetaria, ha rallentato il calo delle quotazioni statunitensi nell'ultima parte del periodo in rassegna, contribuendo a una parziale ripresa. In effetti, la crescita attesa degli utili per azione delle società incluse nell'indice Standard & Poor's 500, sia nei prossimi dodici mesi, sia su un orizzonte più lungo a tre-cinque anni, si è mantenuta ampiamente su tassi a due cifre, raggiungendo per l'orizzonte a dodici mesi persino il 13 per cento in novembre (cfr. figura 26).

Anche nell'area dell'euro le quotazioni azionarie hanno subito forti oscillazioni negli ultimi tre mesi, seguendo pertanto la tendenza dei mercati internazionali. I timori degli investitori per l'impatto della crisi dei mutui *subprime* statunitensi si sono rapidamente estesi alle quotazioni azionarie a livello mondiale, interessando altresì

**Figura 26 Crescita attesa degli utili per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro**

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



Fonti: Thomson Financial Datastream (I/B/E/S) ed elaborazioni della BCE.

Note: la crescita attesa degli utili è calcolata, per l'area dell'euro, sull'indice Dow Jones Euro Stoxx; per gli Stati Uniti, sull'indice Standard & Poor's 500.

1) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte di dodici mesi (variazioni sui dodici mesi).

2) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte da tre a cinque anni (variazioni sui dodici mesi).

l'area dell'euro, dove risultava ormai chiaro che le istituzioni finanziarie locali potevano essere effettivamente esposte in modo ingente a strumenti connessi con questi mutui. Alla stregua degli altri principali mercati azionari, anche quello dell'area dell'euro ha registrato un sensibile recupero nella prima parte del periodo in esame, ma questi guadagni sono stati in parte annullati nelle ultime settimane: fra la metà di ottobre e il 5 dicembre, l'indice Dow Jones Euro Stoxx ha perso circa il 3 per cento.

Le quotazioni nell'area dell'euro sono state sostenute dalla dinamica degli utili durante l'intero periodo esaminato. La crescita degli utili effettivi e attesi delle società quotate dell'area si è mantenuta vigorosa, nonostante l'elevato prezzo del greggio e il rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro. In base ai dati di novembre, gli utili per azione delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx dovrebbero continuare a crescere a un tasso annuo vicino al 10 per cento nei prossimi dodici mesi e di circa l'8 per cento su un orizzonte a tre-cinque anni. Inoltre, a novembre la crescita sui dodici mesi degli utili effettivi è stata del 15 per cento, di poco inferiore a quella di agosto. Questi dati indicano che, nonostante le turbolenze finanziarie, gli analisti restano dell'idea che le società quotate dell'area continueranno a generare una vigorosa crescita degli utili nei prossimi anni. Insieme alla forte dinamica degli utili, anche la flessione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro dovrebbe avere avuto un effetto favorevole sul tasso di sconto, contribuendo ad attenuare i ribassi azionari.

Per quanto riguarda gli indici azionari settoriali dell'area dell'euro, negli ultimi tre mesi gli andamenti dei diversi settori economici sono stati significativamente diversi (cfr. tavola 3). Con una crescita degli utili a due cifre, i comparti delle telecomunicazioni e dei servizi pubblici hanno conseguito risultati nettamente superiori a quelli dell'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx. Fra i settori che hanno registrato risultati inferiori all'indice, le perdite più ingenti sono da ricondurre a quello dei servizi ai consumatori e, in particolare, a quello finanziario. All'origine dei deludenti risultati di quest'ultimo, che tra la fine di agosto e l'inizio di dicembre ha perso oltre il 4 per cento, vi sarebbero soprattutto le perdite maggiori del previsto e il permanere di incertezze riguardo all'esposizione del settore verso attività rischiose connesse ai mutui *subprime* negli Stati Uniti.

**Tavola 3 Variazioni dei prezzi degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx**

(variazioni dei prezzi in percentuale dei prezzi di fine periodo)

	Materie prime	Servizi di con- sumo	Beni di con- sumo	Petrolio e gas naturale	Finan- ziari	Servizi sanitari	Indu- striali	Alta tecno- logia	Tele- comu- nica- zioni	Servizi di pubblica utilità	EURO STOXX
<b>Quota del settore sulla capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>12,0</b>	<b>6,7</b>	<b>29,8</b>	<b>3,1</b>	<b>12,0</b>	<b>5,4</b>	<b>7,5</b>	<b>10,4</b>	<b>100,0</b>
<b>Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)</b>											
2006 3° trimestre	8,7	7,8	8,8	0,6	10,5	-2,2	4,4	-0,4	6,0	11,9	7,4
4° trimestre	12,4	4,7	7,3	7,8	6,1	-0,2	11,7	3,3	11,8	9,4	7,5
2007 1° trimestre	10,1	7,5	9,5	-2,5	1,9	-3,1	7,7	-0,3	-2,4	2,1	3,4
2° trimestre	12,6	0,9	8,8	13,4	1,6	-1,5	12,1	13,7	2,4	9,4	6,3
3° trimestre	0,1	-5,0	-0,8	-4,1	-7,5	-2,7	-10,4	7,7	9,1	2,1	-3,4
ottobre	-0,0	2,6	5,0	-1,0	1,9	2,4	3,6	-1,1	8,4	6,2	2,9
novembre	-4,9	-4,4	-5,8	-2,9	-5,6	2,7	-2,3	-4,1	1,5	1,3	-3,4
31 agosto - 5 dicembre	-2,8	-3,4	1,8	0,4	-4,3	5,9	-1,0	-1,6	15,8	13,6	0,7

Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

## 2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

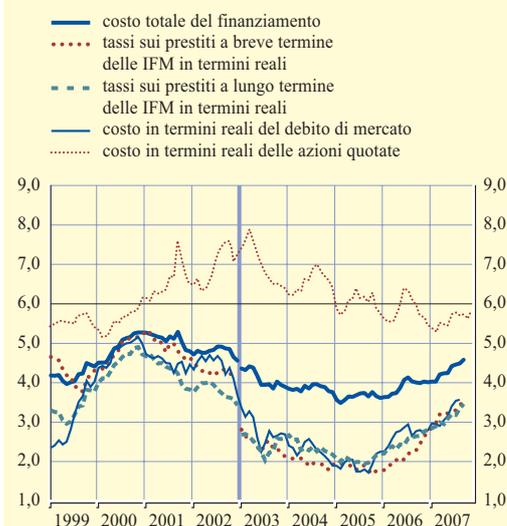
Nel terzo trimestre del 2007 il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie ha continuato a crescere lievemente e la redditività delle imprese, nel contempo, è rimasta elevata. Nonostante il maggior costo del finanziamento, la domanda di prestiti delle IFM da parte delle società non finanziarie è rimasta vigorosa e ha determinato un incremento del rapporto fra debito e reddito. Il rapporto fra debito e attività finanziarie, invece, ha continuato a rimanere stabile per effetto degli importanti investimenti finanziari dei trimestri passati. Nel contesto di un inasprimento netto dei criteri di concessione del credito rilevato nell'indagine di ottobre 2007 sul credito bancario, resta da vedere se le recenti turbolenze finanziarie causeranno una moderazione della crescita dei prestiti nei prossimi mesi.

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo di diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze in essere (corrette per gli effetti di valutazione), è ulteriormente aumentato nel terzo trimestre (cfr. figura 27)<sup>6)</sup>. In una prospettiva di più lungo termine, tuttavia, esso è rimasto inferiore ai picchi precedenti toccati nel periodo 2000-2002 quando, nel contesto della correzione del mercato azionario dell'epoca, il costo reale del capitale di rischio era diventato particolarmente elevato<sup>7)</sup>. Nel terzo trimestre del 2007 l'aumento del costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è stato sospinto principalmente da un costante incremento del costo reale del finanziamento tramite ricorso al credito, aumentato di circa 30 punti base rispetto al secondo trimestre. A questo incremento hanno contribuito sia il costo reale dei prestiti bancari sia quello del finanziamento tramite titoli di debito emessi sul mercato. Il costo reale delle azioni quotate, invece, è rimasto sostanzialmente invariato. L'aumento del costo reale complessivo del finanziamento per le società non finanziarie dell'area dell'euro riflette principalmente la tendenza a un inasprimento delle condizioni di finanziamento iniziata nel dicembre 2005 e segue quindi sostanzialmente il profilo di una trasmissione ritardata delle variazioni e di un livellamento dei tassi di interesse osservato nei cicli precedenti. Nel contempo all'incremento hanno contribuito di recente anche le tensioni nei mercati finanziari e una rivalutazione del rischio.

**Figura 27 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch e Consensus Economics Forecasts.

Note: il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni, basata sui rispettivi ammontari in essere e deflazionata con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 del numero di marzo 2005 di questo Bollettino). L'introduzione all'inizio del 2003 dei tassi sui prestiti delle IFM armonizzati ha indotto una discontinuità strutturale nella serie.

- 6) Per una descrizione dettagliata di come viene misurato il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 4 nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino.  
7) Non si tiene conto in questo caso della discontinuità statistica degli inizi del 2003.

**Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie**

 (valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati <sup>1)</sup>)

							Variazione in punti base fino a settembre 2007 <sup>2)</sup>		
	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 ago.	2007 set.	2007 mar.	2007 giu.	2007 ago.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,69	5,80	6,06	6,18	6,36	6,50	44	32	14
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,74	5,08	5,29	5,53	5,75	5,92	62	38	17
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,59	4,67	4,83	5,00	5,16	5,22	39	22	6
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,03	4,50	4,68	4,90	5,00	5,20	52	31	20
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,48	4,63	4,86	5,17	5,30	5,45	59	28	14
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	3,34	3,68	3,89	4,15	4,54	4,74	85	59	20
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	3,62	3,79	3,94	4,45	4,19	4,10	15	-36	-9
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,70	3,83	3,95	4,57	4,27	4,19	25	-38	-8

Fonte: BCE.

1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse ponderati delle IFM 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 ponderati delle IFM sono ottenuti usando per ciascun paese pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro 3 *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

2) Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

Il costo reale dei prestiti bancari ha continuato ad aumentare nel terzo trimestre, di 30 punti base da giugno a settembre. A questo incremento hanno concorso sia i tassi a breve sia quelli a lungo termine. I tassi di interesse sui prestiti a breve termine delle IFM alle società non finanziarie con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono aumentati di circa 30-40 punti base nel periodo fra giugno e settembre, a seconda dell'entità del prestito (cfr. tavola 4). Tale incremento è stato inferiore a quello dell'Euribor a tre mesi, considerevolmente aumentato nel contesto delle tensioni nei mercati finanziari. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi sui prestiti bancari a breve termine e il tasso del mercato monetario a tre mesi è diminuito nel terzo trimestre. L'andamento è stato sostanzialmente in linea con l'evidenza sulla trasmissione dei tassi di interesse di mercato ai tassi di interesse bancari. Anche i tassi di interesse sui prestiti a lungo termine delle IFM alle società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni hanno continuato a crescere, segnando nello stesso periodo un incremento di circa 20-30 punti base (a seconda dell'entità dei prestiti), nonostante la flessione dei rendimenti dei titoli di Stato comparabili. L'aumento potrebbe essere connesso al fatto che il costo del finanziamento bancario a lungo termine attraverso l'emissione di obbligazioni è cresciuto in misura significativa (cfr. figura 28 *infra*). Diversamente dai differenziali dei tassi sui prestiti bancari a breve termine, il differenziale fra i tassi sui prestiti bancari a lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato a due e cinque anni si è notevolmente ampliato nel terzo trimestre. Questo andamento è in linea altresì con i risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro, che suggeriscono una più ampia rivalutazione dei rischi da parte delle banche, dopo un prolungato periodo di condizioni creditizie eccezionalmente favorevoli. Stando ai risultati di tale indagine, le banche partecipanti hanno asserito che nell'inasprimento netto dei criteri di concessione del credito hanno svolto un ruolo fattori connessi alla rispettiva situazione nell'attuale contesto delle tensioni nei mercati finanziari (come il costo associato alla posizione patrimoniale dell'ente creditizio, le condizioni di liquidità della banca e il suo accesso al finanziamento tramite il mercato), nonché le attese riguardo all'attività economica generale e le prospettive settoriali o specifiche dell'impresa. Ragioni analoghe per l'inasprimento dei criteri di concessione del credito nel terzo trimestre, soprattutto per quanto riguarda i prestiti a grande imprese, sono state altresì segnalate negli Stati Uniti e nel Regno Unito (cfr. riquadro 3).

### EVIDENZA DELL'IMPATTO DELLE RECENTI TENSIONI NEI MERCATI FINANZIARI TRATTA DALLE INDAGINI SUL CREDITO BANCARIO NELLE MAGGIORI ECONOMIE INDUSTRIALIZZATE

L'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro ha mostrato come nel terzo trimestre le banche abbiano reagito alle tensioni sui mercati finanziari inasprendo i criteri per la concessione dei prestiti sia alle imprese sia, in misura minore, alle famiglie. In tale contesto, è interessante analizzare se, nelle altre principali aree economiche, le banche abbiano risposto in modo analogo alle turbolenze sui mercati finanziari. L'analisi di questo riquadro è basata sui riscontri tratti dalle indagini sul credito bancario condotte in alcune delle maggiori economie industrializzate, ovvero Stati Uniti, Giappone, Regno Unito e area dell'euro<sup>1)</sup>. Il riquadro fornisce risultati principalmente per i prestiti alle imprese, sui quali, relativamente ai paesi considerati, l'impatto medio è stato più pronunciato rispetto a quello sui prestiti alle famiglie.

#### Alcuni aspetti chiave della struttura delle indagini

Le quattro indagini considerate sono condotte con cadenza trimestrale e contengono informazioni, basate sulle risposte delle banche partecipanti, in merito alle variazioni, osservate nei tre mesi precedenti e attese per i tre mesi successivi, dei criteri applicati per la concessione di prestiti, dei termini e delle condizioni sottostanti ad essi e della domanda di prestiti. Inoltre, tutte le indagini chiedono alle banche di indicare i possibili fattori all'origine di tali andamenti. Sotto tale aspetto le indagini sono quindi piuttosto simili tra di loro; da un'analisi dettagliata, tuttavia, emergono tra di esse alcune differenze rilevanti, di cui è necessario tenere conto quando si confrontano i risultati. In primo luogo, per quanto riguarda le imprese, le risposte delle banche sono in parte pubblicate per tutte le imprese e in parte suddivise in grandi, medie e piccole imprese<sup>2)</sup>, con categorie dimensionali che differiscono tra le indagini. Inoltre, vi sono leggere differenze anche nei metodi di compilazione. Le indagini degli Stati Uniti e dell'area dell'euro pubblicano percentuali nette, definite come differenza semplice tra la somma delle percentuali di inasprimento e la somma delle percentuali di allentamento; la Bank of England pubblica saldi percentuali netti, nei quali le risposte sono ponderate per la rispettiva intensità (ovvero le variazioni maggiori hanno un peso doppio rispetto a quelle minori) e per la quota di mercato degli istituti di credito interpellati. Come la Bank of England, anche la Banca del Giappone pubblica risultati ponderati (indice di diffusione).

Inoltre, nel confrontare i risultati delle indagini relativi al terzo trimestre del 2007, è necessario tenere conto del fatto che queste sono state condotte in momenti diversi. L'indagine statunitense di ottobre 2007 e quella giapponese corrispondente sono state compilate attorno alla metà di ottobre, mentre l'indagine britannica per il terzo trimestre 2007 si è svolta tra il 20 agosto e il 13 settembre e quella dell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2007<sup>3)</sup> è stata condotta nella seconda metà di settembre.

- 1) La trimestrale *US Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* ("indagine statunitense") è basata su un campione di 50-60 grandi banche nazionali e su un campione separato di 20 filiali e agenzie di banche estere ubicate negli Stati Uniti. La trimestrale *Japan Senior Loan Officer Survey* ("indagine giapponese") copre circa 50 grandi banche giapponesi. La trimestrale *UK Credit Conditions Survey* ("indagine britannica"), introdotta dalla Bank of England nel 2007, è condotta presso circa 30 banche, i principali operatori creditizi nei segmenti del credito garantito, non garantito e alle imprese. L'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro ("indagine dell'area dell'euro") copre circa 90 banche in tutti i paesi membri dell'area. I risultati nazionali sono ponderati per i volumi di prestiti alle imprese e alle famiglie per aggregazione a livello di area dell'euro.
- 2) L'indagine statunitense, ad esempio, contiene una suddivisione tra "imprese medie e grandi" e "piccole imprese", ma non i risultati per tutte le imprese.
- 3) Per una descrizione dettagliata dei risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2007, cfr. il riquadro 2 nel numero di ottobre 2007 di questo Bollettino.

**Figura A Variazioni nei criteri per la concessione di prestiti a imprese di grandi dimensioni**

(variazioni nel corso dei tre mesi precedenti; saldi percentuali delle banche che hanno contribuito all'inasprimento dei criteri)

- area dell'euro
- ..... Stati Uniti (grandi e medie imprese)
- - - - - Regno Unito (grandi e medie imprese)
- Giappone



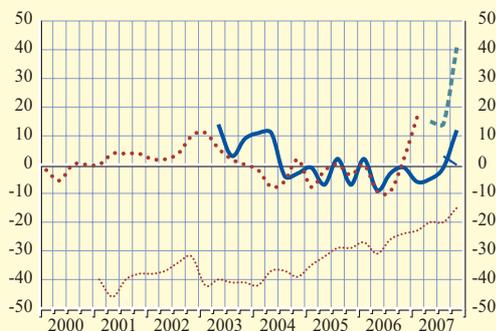
Fonti: BCE, Federal Reserve System, Bank of Japan e Bank of England.

Nota: per il Regno Unito, per i quali i dati sono disponibili solo dal secondo trimestre 2007, si riportano i saldi percentuali relativi alla disponibilità di credito nei confronti delle società con segno inverso. Per il Giappone si riporta l'indice di diffusione con segno inverso.

**Figura B Variazioni nei criteri per la concessione di mutui ipotecari su immobili residenziali**

(variazioni nel corso dei tre mesi precedenti; saldi percentuali delle banche che hanno contribuito all'inasprimento dei criteri)

- area dell'euro (prestiti per l'acquisto di abitazioni)
- ..... Stati Uniti (mutui ipotecari su immobili residenziali, dato totale)
- - - - - Stati Uniti (mutui ipotecari su immobili residenziali di tipologia *prime*)
- Regno Unito (crediti garantiti alle famiglie)
- ..... Giappone (prestiti alle famiglie, dato totale)



Fonti: BCE, Federal Reserve System, Bank of Japan e Bank of England.

Nota: per il Regno Unito, per i quali i dati sono disponibili solo dal secondo trimestre 2007, si riportano i saldi percentuali relativi alla disponibilità di credito garantito nei confronti delle famiglie con segno inverso. Per gli Stati Uniti la serie relativa al totale dei mutui ipotecari su immobili residenziali non viene più aggiornata in seguito alla distinzione di tali mutui, operata dall'aprile 2007, nei due segmenti: "prime" (concessi alla clientela con miglior merito di credito) e "non tradizionali e sub-prime". Per il Giappone si riporta l'indice di diffusione con segno inverso.

### Variazioni dei criteri di concessione del credito bancario nel terzo trimestre del 2007

Per il terzo trimestre del 2007, le indagini di Stati Uniti, Regno Unito e area dell'euro segnalano un considerevole inasprimento netto dei criteri applicati per l'approvazione dei prestiti alle imprese (cfr. figura A). In tutte e tre le aree economiche, le grandi imprese hanno risentito maggiormente dell'inasprimento netto rispetto alle piccole imprese. Nel contempo, tuttavia, la percentuale netta delle banche che hanno segnalato un inasprimento dei criteri negli Stati Uniti e nell'area dell'euro è rimasta inferiore rispetto ai picchi, rispettivamente, del 2001 e del 2003 <sup>4)</sup>. Nell'area dell'euro, i criteri di concessione di prestiti alle famiglie sono stati inaspriti significativamente meno rispetto a quelli per i prestiti alle imprese, mentre nel Regno Unito sono rimasti sostanzialmente invariati in termini netti (cfr. figura B) <sup>5)</sup>. Negli Stati Uniti, al contrario, i criteri per la concessione di mutui ipotecari su immobili residenziali si sono inaspriti notevolmente nel terzo trimestre del 2007, portandosi al livello percentuale netto più elevato dall'inizio dell'indagine nel 1990. Diversamente da quanto riscontrato nelle altre tre indagini, le banche giapponesi hanno indicato un perdurante allentamento in termini netti dei criteri per i prestiti nel terzo trimestre del 2007, sia alle imprese di tutte le dimensioni sia alle famiglie, e si attendono che tale allentamento prosegua nel quarto trimestre.

4) Per il Regno Unito non esistono dati storici per tali periodi.

5) Va ricordato che l'indagine britannica è stata condotta prima dell'insolvenza dell'istituto di credito ipotecario britannico Northern Rock.

### Fattori incidenti sulla disponibilità di prestiti bancari alle imprese nel terzo trimestre del 2007

Per quanto riguarda i motivi del calo netto della disponibilità di prestiti alle imprese, diversi fattori sono risultati comuni alle banche di Stati Uniti, Regno Unito e area dell'euro, sebbene la loro importanza abbia in parte differito. In primo luogo, le banche hanno segnalato che le aspettative in merito alle prospettive economiche hanno contribuito significativamente all'inasprimento netto dei criteri di concessione dei prestiti nel terzo trimestre, in particolare negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Nel Regno Unito, secondo le banche dichiaranti, il cambiamento delle prospettive economiche ha contribuito solo lievemente alla diminuzione netta della disponibilità dei prestiti, ma esso dovrebbe avere un ruolo maggiore nel quarto trimestre. Inoltre, le banche nell'area dell'euro e nel Regno Unito hanno indicato che i costi di finanziamento hanno inciso considerevolmente sull'inasprimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese nel terzo trimestre. Per contro, le banche statunitensi non hanno in media considerato le proprie posizioni patrimoniali o di liquidità correnti o attese come un fattore importante alla base dell'inasprimento dei criteri creditizi. Inoltre, in tutte e tre le aree economiche, l'accesso delle banche a fonti di finanziamento di mercato e una ridotta tolleranza al rischio sono stati menzionati come motivi importanti per l'inasprimento delle condizioni del credito. Distinguendosi dalle altre tre indagini, quella giapponese ha citato le prospettive economiche come un fattore importante all'origine dell'allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti.

Le indagini del Regno Unito e dell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2007 e, in parte, anche quella statunitense, contengono informazioni specifiche relativamente a due ambiti che sono stati toccati in modo particolare dalle tensioni sui mercati finanziari, ovvero la dinamica delle cartolarizzazioni e l'impatto sul credito bancario degli impegni di liquidità delle banche nei confronti di veicoli d'investimento strutturati (SIV) o *conduits*. Rispetto alle cartolarizzazioni, le banche hanno riportato che le tensioni sui mercati finanziari nel terzo trimestre hanno reso difficile, con riferimento alle cartolarizzazioni *pro soluto*, scaricare i prestiti dai propri bilanci o, con riferimento alle cartolarizzazioni sintetiche, vendere il rischio di credito connesso ai prestiti. Negli Stati Uniti, le banche hanno segnalato una quota considerevolmente inferiore di mutui ipotecari cartolarizzati nel terzo trimestre. Analogamente, gli istituti britannici hanno indicato di attendersi una marcata diminuzione dell'utilizzo delle cartolarizzazioni, sia *pro soluto* sia sintetiche, nel quarto trimestre del 2007. Alla domanda sulla ridotta capacità di scaricare i prestiti o il rischio di credito dai propri bilanci, le banche britanniche hanno segnalato un forte impatto negativo dal luglio 2007 sulla propria capacità di estendere nuovi prestiti alle imprese e sui termini e condizioni dei prestiti. Un considerevole impatto avverso sulla capacità di concessione di nuovi prestiti garantiti alle famiglie e sulle relative condizioni è altresì previsto dalle banche per il quarto trimestre. Per quanto riguarda l'indagine nell'area dell'euro, in base alle domande *ad hoc* per il terzo trimestre, più del 70% delle banche interpellate nell'area ha dichiarato di aver incontrato difficoltà nell'attività di cartolarizzazione già nel terzo trimestre e di attendersene anche nel quarto trimestre del 2007.

Per quanto attiene all'impatto sul credito bancario degli impegni di liquidità delle banche nei confronti di SIV o *conduits*, le indagini di Stati Uniti e Regno Unito hanno fornito informazioni specifiche. Negli Stati Uniti, alla domanda in merito ai cambiamenti apportati ai criteri e ai termini per la concessione di linee di credito di *backup* per programmi di carta commerciale, le banche hanno indicato un considerevole inasprimento netto nel terzo trimestre. Analogamente, nel Regno Unito, nel rispondere in merito all'impatto di possibili impegni di liquidità nei confronti di programmi di *asset-backed commercial paper* o SIV, gli istituti hanno segnalato un forte

impatto negativo sulla capacità e sui termini per la concessione di nuovo credito al settore delle imprese, a partire da luglio 2007.

### Cambiamenti dei termini e delle condizioni dei prestiti alle imprese nel terzo trimestre del 2007

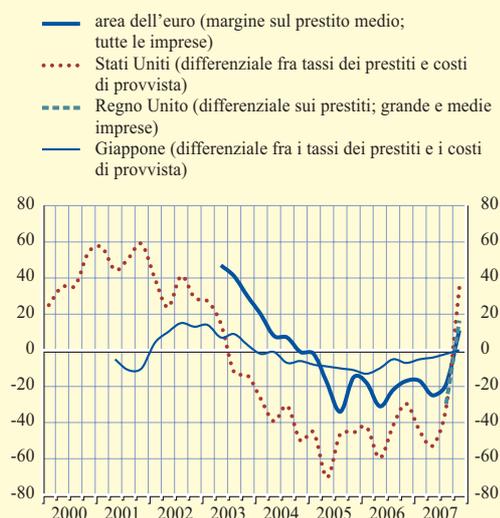
Secondo le banche dichiaranti, la turbolenza sui mercati finanziari nel terzo trimestre ha inciso sui termini e sulle condizioni, di prezzo e non di prezzo, dei prestiti alle imprese negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'area dell'euro. Ciò ha riflesso una maggiore avversione al rischio da parte delle banche, in un contesto di accresciuta incertezza e di potenziali maggiori rischi di credito e di liquidità. Per contro, in Giappone i termini e le condizioni dei prestiti bancari alle imprese hanno continuato a evolvere favorevolmente.

Per quanto riguarda i termini e le condizioni di prezzo, una significativa percentuale netta delle banche negli Stati Uniti ha segnalato un marcato incremento, in particolare per le imprese di medie e grandi dimensioni, dei differenziali fra i tassi sui prestiti e i costi di finanziamento e dei premi applicati ai prestiti più rischiosi (cfr. figura C). Nel Regno Unito, gli istituti di credito hanno indicato un considerevole ampliamento netto dei differenziali sui prestiti nel terzo trimestre, maggiore per le imprese non finanziarie private di grandi dimensioni rispetto a quelle medie, e hanno manifestato attese di un ulteriore aumento nel quarto trimestre. Le banche nell'area dell'euro, analogamente, hanno inasprito significativamente i propri margini nel terzo trimestre, sia in media sia per i prestiti più rischiosi. Quanto alle istituzioni giapponesi, un incremento dei differenziali fra i tassi sui prestiti alle imprese a più basso *rating* e i costi di finanziamento delle banche nel terzo trimestre potrebbe indicare un aumento dell'avversione al rischio.

I termini e le condizioni non di prezzo sono stati generalmente inaspriti in misura inferiore, rispetto ai termini e alle condizioni di prezzo, negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'area dell'euro. Negli Stati Uniti, in particolare, le clausole contrattuali sono state rese considerevolmente più stringenti rispetto al trimestre precedente. Nel Regno Unito, la maggior parte dei termini e delle condizioni non di prezzo, quali i requisiti di collaterale, il massimo ammontare concesso sulle linee di credito e le clausole contrattuali, hanno ancora fornito un contributo positivo o neutrale alla disponibilità di credito alle società non finanziarie private nel terzo trimestre. Tuttavia, le banche si aspettano un brusco deterioramento dei termini e delle condizioni non di prezzo nel quarto trimestre. Per quanto riguarda l'area dell'euro, le banche hanno indicato un diffuso inasprimento netto dei termini e delle condizioni non di prezzo per i prestiti alle imprese nel terzo trimestre, quali i requisiti di collaterale, la dimensione delle linee di credito, le clausole

**Figura C Variazioni in termini di prezzo sui prestiti alle imprese**

(variazioni nel corso dei tre mesi precedenti; saldi percentuali delle banche che hanno contribuito all'inasprimento dei criteri)



Fonti: BCE, Federal Reserve System, Bank of Japan e Bank of England.

Nota: per il Regno Unito, per i quali i dati sono disponibili solo dal secondo trimestre 2007, si riportano, con segno inverso, i saldi percentuali relativi al differenziale dei prestiti a grandi società non finanziarie private. Per il Giappone si riporta l'indice di diffusione con segno inverso.

contrattuali e gli oneri diversi dagli interessi, dopo un allentamento netto nel secondo trimestre. Gli istituti di credito giapponesi, invece, hanno in generale continuato ad allentare i termini e le condizioni non di prezzo applicati alle imprese in termini netti nel terzo trimestre del 2007.

### La domanda di prestiti nel terzo trimestre del 2007

Per quanto attiene alla domanda di prestiti da parte delle grandi imprese e delle famiglie nel terzo trimestre del 2007, le banche di Stati Uniti, Regno Unito e area dell'euro hanno segnalato un calo della domanda da parte delle imprese medie e grandi e, parzialmente, da parte delle famiglie; le banche giapponesi hanno invece indicato una domanda netta proveniente da imprese e famiglie invariata o accresciuta (cfr. figura D).

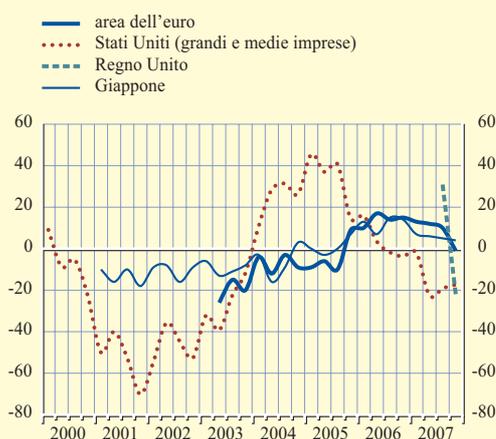
Negli Stati Uniti le banche hanno indicato che la domanda netta di prestiti da parte delle imprese ha continuato a indebolirsi nel terzo trimestre, seppur in misura inferiore rispetto al secondo. Secondo le banche dichiaranti, ciò è imputabile principalmente alla diminuzione del fabbisogno di finanziamento, sia per investimenti fissi sia per fusioni e acquisizioni. Nel Regno Unito gli istituti di credito hanno menzionato una flessione della domanda di prestiti da parte delle imprese non finanziarie private, dopo che questa era aumentata nel secondo trimestre. Secondo le banche interpellate, i principali fattori che hanno contribuito alla diminuzione osservata nel terzo trimestre e a quella ulteriore attesa nel quarto trimestre sono stati le ristrutturazioni dei bilanci societari e la dinamica del settore degli immobili commerciali, nonché (solo per il quarto trimestre) l'attività di fusione e acquisizione. Analogamente agli Stati Uniti e al Regno Unito, le banche nell'area dell'euro hanno segnalato una riduzione della domanda netta di prestiti da parte delle grandi imprese, principalmente connessa alla riduzione di fusioni e acquisizioni. Nell'indagine giapponese, le banche dichiaranti hanno affermato che maggiori vendite e investimenti hanno contribuito fortemente sia alla domanda di prestiti da parte delle imprese sia alla domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie. Per contro, secondo le banche interpellate, il finanziamento ai clienti tramite canali alternativi non è diventato più difficile e, pertanto, non ha contribuito all'aumento della domanda di prestiti delle imprese.

### Conclusioni

Il confronto internazionale dei risultati delle indagini sul credito bancario per il terzo trimestre del 2007 ha mostrato che le condizioni di concessione dei prestiti negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'area dell'euro sembrano aver risentito significativamente delle tensioni sui mercati finanziari e della rivalutazione dei rischi. Tuttavia, è necessario sottolineare che

**Figura D Variazioni nella domanda di prestiti da parte delle imprese di grandi dimensioni**

(variazioni nel corso dei tre mesi precedenti; saldi percentuali delle banche che hanno segnalato un contributo positivo sulla domanda)



Fonti: BCE, Federal Reserve System, Bank of Japan e Bank of England.

Nota: per il Regno Unito, per i quali i dati sono disponibili solo dal secondo trimestre 2007, si riportano i saldi percentuali relativi alle grandi società non finanziarie private. Per il Giappone si riporta l'indice di diffusione relativo alle grandi imprese di tutti i settori industriali.

l'inasprimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese negli Stati Uniti e nell'area dell'euro rimane meno pronunciato, per le imprese di tutte le dimensioni, rispetto al 2001 e al 2003, rispettivamente, e che, finora, il credito alle famiglie è stato generalmente influenzato in misura minore nell'area dell'euro e nel Regno Unito, ma non negli Stati Uniti. Negli Stati Uniti, in particolare, i criteri per la concessione di mutui ipotecari su immobili residenziali sono risultati fortemente inaspriti nel terzo trimestre, raggiungendo il livello più elevato dall'inizio dell'indagine nel 1990. Per contro, in Giappone, le condizioni di concessione dei prestiti sembrano non essere state significativamente influenzate dalla turbolenza sui mercati finanziari.

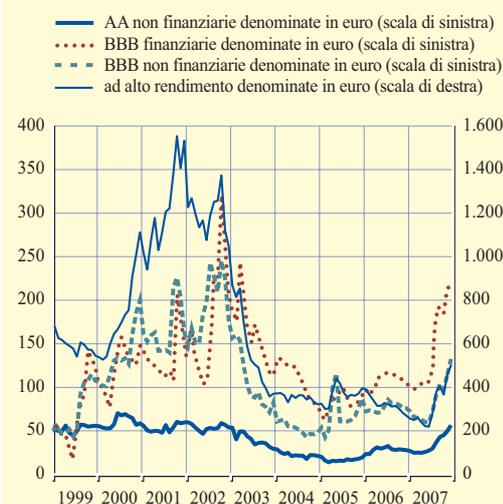
In una prospettiva di respiro lievemente più ampio, il differenziale fra i tassi sui prestiti bancari a breve termine e il tasso del mercato monetario a tre mesi sui prestiti di piccole e grandi dimensioni alle società non finanziarie ha toccato il livello più basso dall'avvio delle serie relative ai tassi sui prestiti delle IFM nel 2003. I differenziali fra i tassi sui prestiti bancari a più lungo termine e i rendimenti dei titoli di Stato comparabili sono rimasti lievemente al di sotto dei rispettivi valori medi registrati per i prestiti di piccola entità a partire dal 2003, mentre i differenziali dei tassi sui prestiti bancari a più lungo termine nel terzo trimestre per i prestiti di grande entità hanno toccato livelli superiori alle medie registrate dal 2003.

Per quanto concerne gli andamenti del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato, anche il costo in termini reali di questa forma di finanziamento è aumentato in misura significativa nel terzo trimestre, di circa 20 punti base da giugno a settembre. Nel contesto della diminuzione dei rendimenti sui titoli di Stato, l'aumento del costo reale del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato ha indotto un significativo ampliamento dei differenziali delle obbligazioni emesse da società non finanziarie da giugno a settembre, di riflesso alla rivalutazione dei rischi nel contesto delle tensioni nei mercati finanziari (cfr. figura 28). Nel contempo l'aumento del differenziale nello stesso periodo è rimasto più limitato per le obbligazioni delle società non finanziarie rispetto a quello per le obbligazioni delle società finanziarie, specie se a queste ultime sono paragonate le obbligazioni delle società non finanziarie con un *rating* più basso. In novembre il costo in termini reali del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato si è collocato sostanzialmente sul livello di settembre.

Il costo in termini reali del capitale di rischio per le società non finanziarie quotate è aumentato solo lievemente nel terzo trimestre. Di conseguenza, pur continuando a rimanere significativo, il divario fra il costo in termini reali delle azioni quotate e quello del finanziamento tramite ricorso al credito è ulteriormente diminuito portandosi sul livello più basso registrato dal primo trimestre del 2002. Nel contempo, sulla scorta degli andamenti nel mercato azionario, il costo in termini reali delle azioni quotate è notevolmente aumentato in novembre, dopo essere diminuito in ottobre.

**Figura 28 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie**

(punti base; medie mensili)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i differenziali sulle obbligazioni sono calcolati rispetto a rendimenti su titoli di Stato AAA.

## FLUSSI FINANZIARI

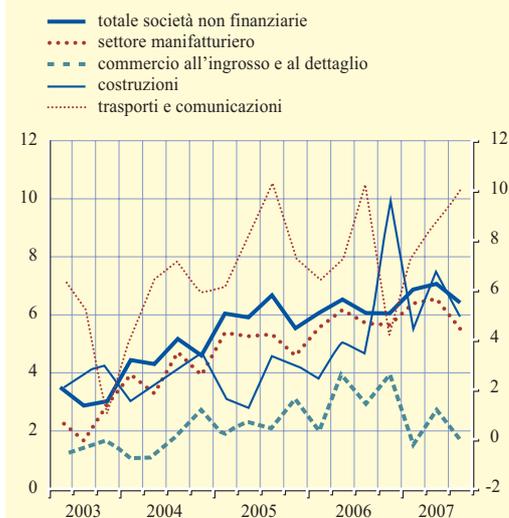
Secondo i dati societari aggregati ricavati dai bilanci delle imprese, la redditività delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro, misurata dal reddito netto rapportato alle vendite, è lievemente diminuita nel terzo trimestre, pur rimanendo su livelli elevati (cfr. figura 29). La flessione sembra essere imputabile prevalentemente a maggiori oneri per interessi delle società non finanziarie, connessi sia al maggior indebitamento sia ai tassi di interesse più elevati, mentre il rapporto fra spese operative e vendite ha continuato a diminuire. A differenza del reddito netto rapportato alle vendite, il rapporto fra il reddito operativo del settore delle società non finanziarie e le vendite è ancora ulteriormente aumentato nel terzo trimestre. Quanto agli andamenti settoriali, il rapporto fra reddito netto e vendite delle società non finanziarie quotate è diminuito in gran parte dei comparti nel terzo trimestre. Gli andamenti settoriali relativi al reddito operativo rapportato alle vendite, invece, sono stati piuttosto contrastanti. Sembra probabile che il peggioramento delle prospettive nel mercato degli immobili residenziali abbia avuto un impatto avverso sulla redditività del settore delle costruzioni.

Analogamente, le misure di redditività basate sui mercati azionari hanno mostrato una certa moderazione dall'inizio del terzo trimestre (cfr. figura 26 nella sezione 2.5). Nel contempo fino a novembre la redditività delle imprese è rimasta su livelli generalmente elevati. Tale moderazione potrebbe riflettere timori del mercato non solo riguardanti gli accresciuti rischi al ribasso per la crescita economica a seguito delle tensioni nei mercati finanziari, nonché del rallentamento dell'attività economica negli Stati Uniti, e le possibili implicazioni per la crescita economica mondiale, bensì anche in merito ai rincari delle materie prime e all'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro. La crescita effettiva degli utili societari per azione è rimasta sostanzialmente stabile nel terzo trimestre, ma poi è lievemente calata. Gli utili societari attesi per azione sia sull'orizzonte di un anno sia a più lungo termine erano già lievemente diminuiti nel corso del terzo trimestre, ma sono successivamente rimasti stabili.

Nonostante la situazione nel complesso favorevole per quanto riguarda la redditività delle imprese, le società non finanziarie hanno ulteriormente incrementato il finanziamento esterno nel terzo trimestre al fine di effettuare investimenti fissi e finanziari. Il tasso di crescita in termini reali sul periodo corrispondente del finanziamento delle società non finanziarie (compresi i prestiti delle IFM, i titoli di debito e le azioni quotate) è aumentato al 5,0 per cento, dal 4,7 del secondo trimestre (cfr. figura 30). In particolare, è ulteriormente cresciuto il contributo della componente più importante, il finanziamento tramite prestiti. Mentre il contributo del finanziamento mediante titoli di debito è rimasto invariato nel terzo trimestre, l'emissione di azioni quotate ha riguadagnato in parte terreno rispetto al secondo trimestre, pur rimanendo modesta in una prospettiva di più lungo termine. In un'ottica più ampia, comprendente in particolare anche azioni non quotate, riserve dei fondi pensione e altri conti passivi, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del

**Figura 29** Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate

(rapporto fra reddito netto e vendite; dati trimestrali)



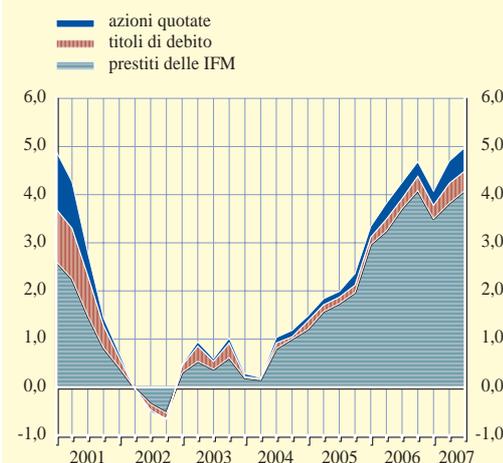
Fonti: Thomson Datastream ed elaborazioni della BCE.

finanziamento per le società non finanziarie si è collocato al 5,1 per cento nel secondo trimestre, dal 4,9 del primo.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è rimasto su un livello elevato, ovvero al 13,9 per cento in ottobre, sostanzialmente invariato rispetto a settembre, ma lievemente inferiore al picco del 14,2 per cento registrato in agosto (cfr. tavola 5). I tassi di espansione di settembre e ottobre sono stati superiori al picco precedente (del 12 per cento) del terzo trimestre del 2000, quando la crescita dei prestiti alle società non finanziarie era stata particolarmente vigorosa nel contesto di un'intensa attività di fusione e acquisizione, e analoghi al picco (del 14,0 per cento) registrato nel primo trimestre del 1990. Di conseguenza, fino al terzo trimestre del 2007, sulla base di dati concreti, non si sono avuti segnali di una flessione della crescita dei prestiti alle società non finanziarie a seguito delle tensioni nei mercati finanziari. Ciò è in contrasto con le indicazioni ricavate dall'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro che segnala un inasprimento netto dei

**Figura 30 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Nota: il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente è definito come la differenza fra il tasso di crescita sul periodo corrispondente del valore corrente e il tasso di crescita del deflatore del PIL.

**Tavola 5 Finanziamento delle società non finanziarie**

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 ott.
<b>Prestiti delle IFM</b>	<b>12,8</b>	<b>13,1</b>	<b>12,6</b>	<b>13,3</b>	<b>14,0</b>	<b>13,9</b>
fino a un anno	10,3	9,7	9,9	11,1	13,0	11,8
da uno a cinque anni	20,4	20,8	18,7	20,1	19,9	20,7
oltre cinque anni	11,6	12,5	12,1	12,2	12,4	12,7
<b>Emissioni di obbligazioni</b>	<b>3,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>8,2</b>	<b>8,3</b>	-
a breve termine	-3,3	3,7	7,9	18,5	21,2	-
a lungo termine, di cui: <sup>1)</sup>	5,3	5,7	5,3	6,3	5,9	-
a tasso fisso	1,0	2,2	3,2	3,9	3,9	-
a tasso variabile	28,5	25,6	20,5	19,7	18,6	-
<b>Emissioni di azioni quotate</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	-
<b>Per memoria <sup>2)</sup></b>						
Finanziamento totale	6,3	6,0	6,2	6,2	6,6	-
Prestiti a società non finanziarie	9,8	10,2	10,3	10,3	10,3	-
Riserve tecniche di assicurazione <sup>3)</sup>	4,4	4,4	4,6	3,9	3,5	-

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati riportati in tavola (con l'eccezione di quelli per memoria) derivano dalle statistiche monetarie e bancarie e dalle statistiche relative alle emissioni di titoli. Piccole differenze con i dati delle statistiche sui conti finanziari sono principalmente dovute a differenze nei metodi di valutazione.

1) La somma delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile può non corrispondere al totale delle obbligazioni a lungo termine a causa delle obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione e non sono riportate separatamente in tavola.

2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti finanziari. Il finanziamento totale delle società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di obbligazioni, le emissioni di azioni quotate, le riserve tecniche di assicurazioni, altri conti attivi e strumenti finanziari derivati. I prestiti alle società non finanziarie comprendono i prestiti concessi dalle IFM e dalle altre società finanziarie. I dati riferiti al trimestre più recente sono stimati usando i dati delle statistiche monetarie e bancarie e quelli relativi alle emissioni di titoli.

3) Include le riserve dei fondi pensione.

criteri di concessione del credito, specie per i prestiti alle grandi imprese, e una domanda netta di prestiti più contenuta. Vi sono diverse spiegazioni possibili del motivo per cui l'espansione dei prestiti delle IFM ha continuato a essere vigorosa nel terzo trimestre. Le difficoltà nel vendere i prestiti nel mercato secondario del credito sulla scorta delle tensioni nei mercati finanziari e forse una qualche flessione dell'attività di cartolarizzazione potrebbero aver indotto un prolungamento dei prestiti o un'estensione delle linee di credito, andando così ad accrescere la domanda di credito, in quanto le banche potrebbero non essere riuscite a rimuovere tali prestiti dai bilanci. Nel contempo, tuttavia, le informazioni disponibili sull'attività di cartolarizzazione suggeriscono che gli enti creditizi sono riusciti in genere a proseguire i programmi di cartolarizzazione, ancorché a un livello lievemente inferiore.

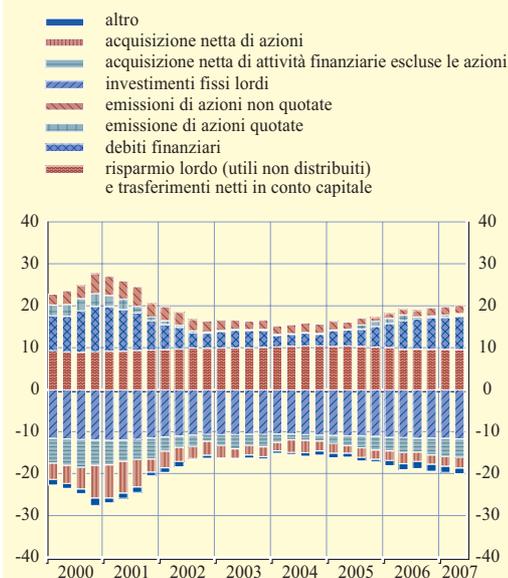
Mentre l'espansione dei prestiti ha continuato a essere particolarmente sostenuta, la crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è diminuita da luglio a settembre, all'8,3 per cento. Questo calo si riflette altresì in una flessione del tasso di crescita sui tre mesi espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati. In questo periodo sono diminuiti sia il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei titoli di debito a breve termine, ancorché da un livello elevato, sia quello dei titoli di debito a lungo termine, collocandosi in settembre rispettivamente al 21,2 e al 5,9 per cento. Il calo potrebbe ricondursi all'aumento dei differenziali delle obbligazioni societarie. Anche il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è lievemente diminuito nel terzo trimestre, benché sia rimasto in settembre sul livello elevato del 27,6 per cento. A differenza della situazione relativa alle società non finanziarie, il tasso di incremento sui tre mesi espresso in ragione d'anno (calcolato su dati destagionalizzati) per l'emissione complessiva di titoli di debito da parte di società finanziarie non monetarie ha subito variazioni solo modeste, benché quello per i titoli di debito a breve termine emessi da questo stesso settore sia stato segnatamente negativo da giugno ad agosto. La più contenuta attività di emissione netta è ascrivibile probabilmente alle tensioni nei mercati finanziari, che hanno comportato difficoltà nell'emissione di titoli, specie nel segmento dei titoli di debito a breve termine.

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie è rimasto invariato nel terzo trimestre rispetto al secondo, all'1,3 per cento, pur diminuendo lievemente in agosto e settembre rispetto a luglio. L'emissione netta di azioni quotate da parte delle società non finanziarie è stata negativa in agosto e settembre, per effetto sia di un'emissione lorda relativamente modesta sia di rimborsi considerevoli, a indicazione forse di operazioni di riacquisto di azioni proprie. A differenza del livello contenuto delle emissioni di azioni quotate, il tasso di crescita di azioni non quotate emesse da società non finanziarie dell'area dell'euro si è collocato al 2,4 per cento nel secondo trimestre secondo le informazioni basate sui conti dell'area dell'euro fino al secondo trimestre del 2007. Dal momento che anche le consistenze in essere sono maggiori di quelle delle azioni quotate, le azioni non quotate hanno apportato un contributo più importante al finanziamento esterno delle società non finanziarie.

Grazie al vigore della redditività negli ultimi anni e, considerata in termini di finanziamento esterno, alla considerevole domanda di finanziamento tramite ricorso al credito, le società non finanziarie hanno indirizzato il flusso di attività in larga misura per investimenti lordi e finanziari (cfr. figura 31). Entrambe le modalità d'investimento sono aumentate in rapporto al PIL dal 2004 alla prima metà del 2007. I risultati dell'indagine sul credito bancario in merito ai fattori che hanno contribuito alla domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie confermano queste destinazioni principali delle risorse delle società non finanziarie fino al secondo trimestre (cfr.

**Figura 31 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie**

(somme mobili di quattro trimestri; percentuali del PIL)

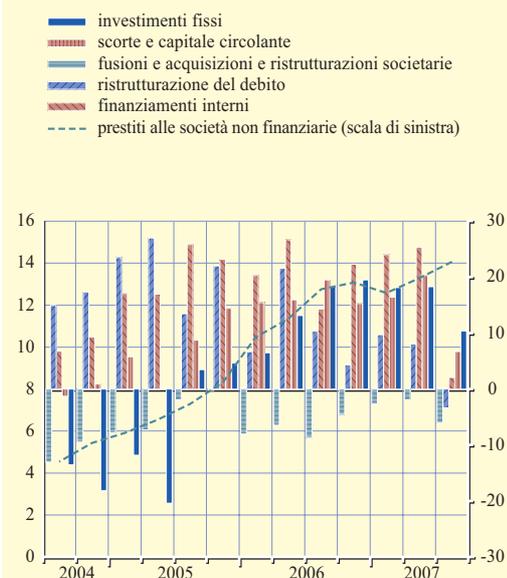


Fonte: Conti dell'area dell'euro.

Note: i debiti finanziari comprendono prestiti, titoli di debito e riserve di fondi pensione. "Altro" comprende prodotti finanziari derivati, altri conti attivi/passivi e arrotondamenti. I dati relativi al 2007 rappresentano la media dei dati relativi al primo e al secondo trimestre.

**Figura 32 Crescita dei prestiti e fattori che hanno contribuito alla domanda di prestiti delle società non finanziarie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento dei criteri di concessione del credito e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento; cfr. anche l'indagine sul credito bancario di ottobre 2007.

figura 32). In particolare, l'attività di fusione e acquisizione e la ristrutturazione aziendale sono state annoverate fra gli elementi importanti che hanno concorso alla domanda di prestiti da parte delle imprese fino al secondo trimestre. I risultati dell'indagine sul credito bancario per il terzo trimestre mostrano, tuttavia, un netto calo del contributo sia delle fusioni e acquisizioni sia delle ristrutturazioni aziendali alla domanda di prestiti da parte delle imprese, che va probabilmente ricondotto agli effetti delle recenti turbolenze finanziarie.

## POSIZIONE FINANZIARIA

La considerevole domanda di finanziamento mediante ricorso al credito da parte di società non finanziarie ha determinato nel terzo trimestre un ulteriore aumento per il settore dei rapporti fra debito e PIL e fra debito e margine operativo lordo, collocatisi rispettivamente al 76 e a circa il 380 per cento (cfr. figura 33)<sup>8)</sup>. Congiuntamente all'aumento dei tassi di interesse, l'incremento del debito ha determinato dal 2006 l'espansione degli oneri per interessi delle società non finanziarie. A differenza dei rapporti fra debito e reddito, quello fra debito e attività finanziarie delle società non finanziarie è rimasto stabile nella prima metà del 2007, dopo aver tenuto un andamento calante dal primo trimestre del 2003. La flessione ha riflesso il considerevole incremento degli

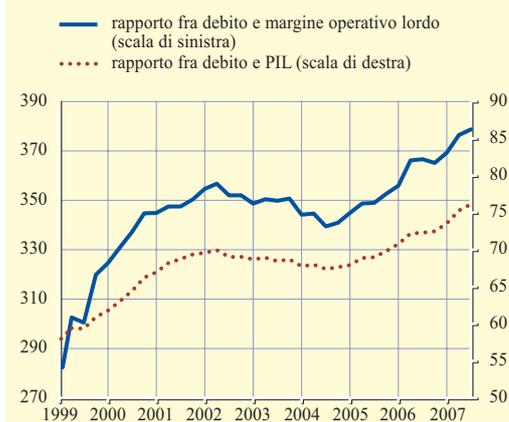
8) I dati sul debito sono stati rivisti lievemente al rialzo a seguito dell'inclusione nella definizione di debito dei prestiti alle società non finanziarie erogati dalle amministrazioni pubbliche e dai residenti all'esterno dell'area dell'euro. I dati trimestrali sui prestiti alle società non finanziarie concessi da amministrazioni pubbliche, società non finanziarie e residenti all'esterno dell'area si sono resi disponibili con la pubblicazione dei conti trimestrali non consolidati dell'area dell'euro. Una stima dei prestiti fra società non finanziarie dell'area dell'euro è stata esclusa dalla definizione di debito dal momento che tali prestiti sono concessi prevalentemente fra società con legami patrimoniali.

investimenti finanziari da parte delle società non finanziarie in questo periodo.

Nel complesso, il protrarsi di un elevato tasso di crescita del finanziamento tramite ricorso a prestiti da parte delle società non finanziarie sembra indicare che le società non finanziarie abbiano ancora un accesso relativamente agevole al finanziamento esterno. Nel contempo, i risultati dell'inasprimento netto dei criteri di concessione del credito per le imprese e l'ulteriore aumento del costo del finanziamento esterno delle società non finanziarie nel terzo trimestre indicano un certo peggioramento delle condizioni di finanziamento per questo comparto nell'area dell'euro. Per quanto riguarda la posizione finanziaria complessiva delle società non finanziarie nell'area, sebbene i rapporti fra debito e reddito siano ulteriormente aumentati nel terzo trimestre, la redditività è rimasta su livelli elevati, nonostante una certa moderazione recente.

**Figura 33 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie**

(valori percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati sul debito sono tratti dai conti trimestrali dell'area dell'euro. Fanno parte del debito: i prestiti (esclusi i prestiti tra società non finanziarie dell'area dell'euro), i titoli di debito e le riserve di fondi pensione. I dati disponibili relativi all'ultimo trimestre sono stimati.

## 2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

*Nel terzo trimestre le condizioni di finanziamento per i prestiti alle famiglie si sono ulteriormente inasprite. Questo risultato sarebbe stato conseguito soprattutto attraverso fattori diversi dai tassi di interesse, mentre i tassi sui prestiti delle IFM sono aumentati solo in modo contenuto. Le turbolenze finanziarie dei mesi recenti sembrano aver avuto, finora, un impatto limitato sui tassi applicati ai prestiti dalle IFM e i flussi dei prestiti delle IFM alle famiglie negli ultimi mesi non indicano alcun effetto frenante di rilievo. In ottobre la dinamica dell'indebitamento delle famiglie si è stabilizzata dopo un'ulteriore moderazione nel terzo trimestre. Di conseguenza, nel terzo trimestre il tasso di espansione dell'indebitamento delle famiglie si è in certa misura stabilizzato.*

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

I dati statistici sui tassi di interesse delle IFM e l'indagine di ottobre sul credito bancario<sup>9)</sup> indicano un ulteriore inasprimento delle condizioni di finanziamento nel terzo trimestre, sebbene esse si collochino su livelli ancora favorevoli in termini storici.

I tassi sui prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni sono ulteriormente aumentati nel terzo trimestre, con un incremento compreso fra i 15 e i 24 punti base (a seconda del periodo di determinazione iniziale del tasso) rispetto alla media del secondo trimestre (cfr. figura 34). L'aumento dei tassi su prestiti con un breve periodo di determinazione iniziale del tasso è stato più pronunciato rispetto a quello dei tassi su prestiti con un lungo periodo di determinazione. Di conseguenza, si è accentuata la pendenza negativa della struttura per scadenza dei tassi sui mutui per l'acquisto di abitazioni. In settembre il differenziale fra il tasso sui prestiti con un periodo di determinazione fino

9) Cfr. il riquadro 2 Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro nel numero di ottobre 2007 di questo Bollettino.

a un anno e quello su prestiti con un periodo di determinazione superiore a dieci anni è stato di 24 punti base.

Un quadro analogo è emerso per i tassi sui prestiti delle IFM per il credito al consumo, in quanto gli incrementi osservati nei tassi sui prestiti a breve termine nel terzo trimestre sono stati, in media, più pronunciati di quelli registrati per i tassi sui prestiti con un periodo di determinazione iniziale più lungo. In particolare, il tasso sui prestiti per il credito al consumo con un periodo di determinazione inferiore a un anno è aumentato di 34 punti base rispetto alla media per il secondo trimestre, mentre quello sui prestiti con un periodo di determinazione superiore a dieci anni è aumentato solo di 6 punti base. In settembre anche la struttura per scadenza dei tassi sui prestiti per il credito al consumo esibiva una pendenza negativa, con un differenziale di 10 punti base fra il tasso sui prestiti con periodo di determinazione fino a un anno e quello sui prestiti con periodo di determinazione superiore a cinque anni.

I differenziali fra i tassi sui prestiti delle IFM e i tassi di interesse di mercato con scadenza comparabile sono lievemente aumentati nel terzo trimestre rispetto al secondo. Nel caso dei tassi sui mutui per l'acquisto di abitazioni, l'aumento del differenziale è stato accentuato dalla flessione del rendimento dei titoli di Stato a due anni. Anche il differenziale del tasso sui prestiti per il credito al consumo è lievemente aumentato, in quanto l'incremento del tasso medio sui prestiti per questo tipo di credito è stato lievemente più elevato rispetto a quello del tasso del mercato monetario a dodici mesi.

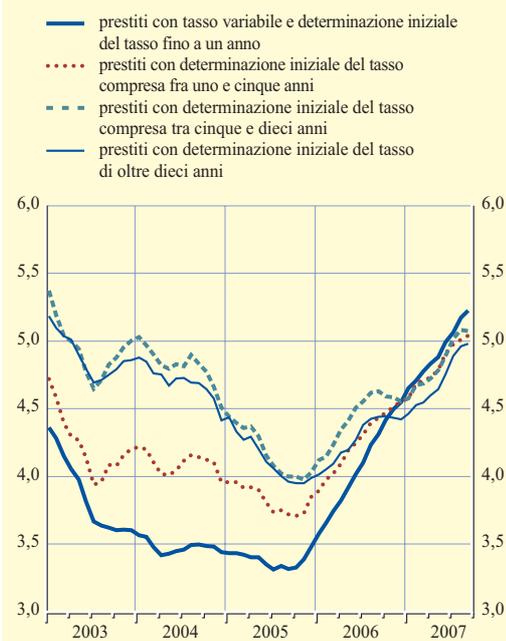
Nell'indagine di ottobre sul credito bancario, le banche hanno segnalato, nel complesso, un inasprimento dei criteri di concessione del credito applicati all'approvazione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, dopo l'allentamento netto riportato nei trimestri precedenti. Gli istituti hanno indicato che l'inasprimento è stato in genere attuato attraverso fattori non riconducibili ai tassi di interesse come l'adeguamento del rapporto fra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie o l'innalzamento dei requisiti di garanzie. Questa evoluzione sarebbe in linea con gli ulteriori moderati incrementi osservati nei tassi sui prestiti delle IFM nel terzo trimestre. Per quanto riguarda il credito al consumo, la percentuale di banche che riportano un allentamento dei criteri di concessione del credito è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al trimestre precedente.

## FLUSSI FINANZIARI

Nel secondo trimestre del 2007 (il periodo più recente per cui sono disponibili i dati dei conti trimestrali di settore dell'area dell'euro) il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali

**Figura 34 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**

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



Fonte: BCE.

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

alle famiglie è sceso al 7,6 per cento, dall'8,1 del primo trimestre (cfr. figura 35). Questa ulteriore moderazione è imputabile principalmente a un rallentamento dei prestiti delle IFM alle famiglie. Sempre in questo comparto, il tasso di espansione dei prestiti concessi dalle istituzioni diverse dalle IFM ha continuato a superare quello dei prestiti delle IFM.

Dopo aver registrato una media del 7,0 per cento nel terzo trimestre e del 7,5 nel secondo, il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie in ottobre è stato pari al 6,8 per cento, di riflesso a minori contributi dei prestiti sia per l'acquisto di abitazioni sia per il credito al consumo. Se si considerano i dati sul mese precedente, questa moderazione è, in qualche misura, meno sostenuta di quanto suggerito dalle medie trimestrali: il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie in ottobre, ad esempio, è rimasto invariato rispetto a settembre, al 7,9 per cento. Nel complesso, i dati sui prestiti delle IFM alle famiglie negli ultimi mesi non indicano alcun effetto frenante degno di nota dovuto ai recenti andamenti dei mercati finanziari.

La graduale flessione osservata nei recenti trimestri nel tasso di incremento dei mutui per l'acquisto di abitazioni (pari al 7,9 per cento in ottobre, dopo essersi collocato all'8,1 per cento nel terzo trimestre e all'8,6 nel secondo) è connessa al rallentamento della dinamica del mercato degli immobili residenziali in numerosi paesi dell'area dell'euro, nonché all'impatto di tassi sui mutui ipotecari più elevati in tutta l'area. Nell'indagine di ottobre sul credito bancario le banche hanno indicato sia le prospettive del mercato degli immobili residenziali sia il clima di fiducia dei consumatori come fattori che hanno contribuito al rallentamento della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie.

In ottobre il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito al consumo è stato pari al 5,5 per cento, dopo essersi collocato al 5,7 per cento nel terzo trimestre e al 6,5 nel secondo. Il rallentamento del credito al consumo sembra essere sostanzialmente in linea con la crescita più debole osservata nei recenti trimestri delle vendite al dettaglio di articoli non alimentari e con il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori rilevato nel terzo trimestre. L'indagine di ottobre del credito bancario ha mostrato una lieve riduzione della percentuale di banche che segnalano un aumento della domanda di credito al consumo e altre tipologie di prestiti.

Dal lato delle attività nel bilancio del settore delle famiglie dell'area dell'euro, il tasso di incremento sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali è rimasto invariato nel secondo trimestre al 4,0 per cento (cfr. figura 36). Il contributo di circolante e depositi è lievemente aumentato e quello delle azioni e altre partecipazioni, che era stato negativo nei trimestri precedenti, è tornato nuovamente positivo. Questi andamenti sono stati compensati da minori contributi dei titoli

**Figura 35 Prestiti totali concessi alle famiglie**

(tassi di variazione percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali; dati di fine trimestre)

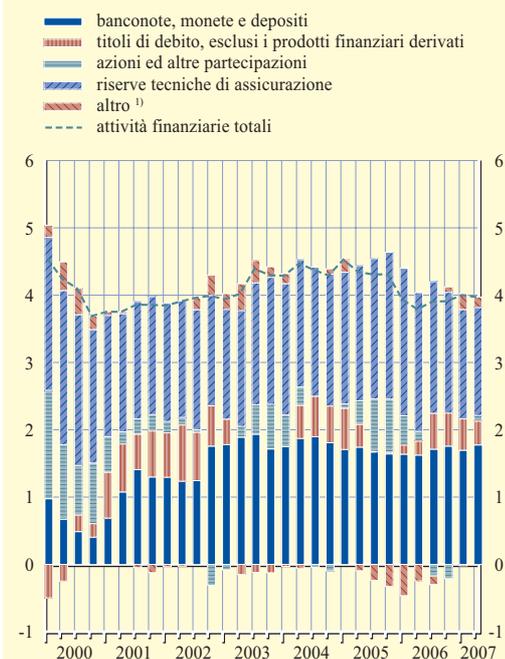


Fonte: BCE.

Nota: i prestiti totali includono i prestiti concessi alle famiglie da tutti gli altri settori istituzionali, compreso il resto del mondo. Per il terzo trimestre 2007, i prestiti concessi alle famiglie sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie. Per ulteriori informazioni sulle differenze tra i prestiti delle IFM e i prestiti totali con riferimento al calcolo dei tassi di crescita, cfr. le relative Note tecniche.

**Figura 36 Investimenti finanziari delle famiglie**

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

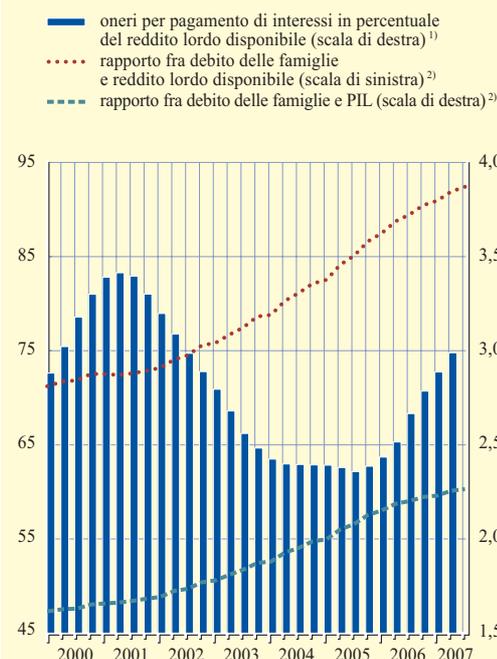


Fonte: BCE.

1) Comprende prestiti, altri conti attivi e prodotti finanziari derivati.

**Figura 37 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi**

(in percentuale)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: il debito delle famiglie comprende i prestiti totali alle famiglie da tutti i settori istituzionali, incluso il resto del mondo. I pagamenti per interessi non includono i costi complessivi di finanziamento pagati dalle famiglie, in quanto escludono le commissioni per i servizi finanziari.

1) I dati relativi al terzo trimestre 2007 non sono disponibili.

2) I dati relativi all'ultimo trimestre riportato sono in parte stimati.

di debito e delle altre attività finanziarie, mentre l'apporto delle riserve tecniche di assicurazione è rimasto sostanzialmente stabile. Gli investimenti in circolante e depositi nonché quelli in prodotti assicurativi e pensionistici (due categorie di attività agli estremi opposti della gamma di scadenze, ma considerate investimenti relativamente sicuri) hanno continuato a fornire il principale contributo alla crescita complessiva degli investimenti delle famiglie.

## POSIZIONE FINANZIARIA

Data la moderazione nell'accensione netta di nuovi debiti da parte delle famiglie, nel terzo trimestre l'incremento dell'indebitamento di questo comparto rispetto al reddito lordo è stato in qualche misura inferiore a quanto generalmente osservato nei trimestri precedenti (cfr. figura 37). Il rapporto fra debito e reddito è ancora lievemente aumentato, toccando un valore appena superiore al 92 per cento, mentre quello fra debito e PIL è aumentato ancora marginalmente per collocarsi su un livello lievemente superiore al 60 per cento. Il livello di indebitamento delle famiglie dell'area dell'euro è tuttora relativamente modesto su scala internazionale, soprattutto se raffrontato a Stati Uniti o Regno Unito. L'onere dei pagamenti per interessi (misurato in percentuale al reddito disponibile) è ulteriormente aumentato al 3,0 per cento nel secondo trimestre (il periodo più recente per cui sono disponibili i dati dei conti integrati dell'area dell'euro), ma è ancora inferiore al picco del 2001.

## 3 PREZZI E COSTI

Si stima che in novembre 2007 l'inflazione misurata sullo IAPC sia salita al 3,0 per cento, dal 2,6 e 2,1 di ottobre e settembre, rispettivamente. Tali andamenti sono stati in larga misura anticipati e sono essenzialmente riconducibili agli aumenti dei prezzi dei beni energetici e alimentari nei mercati internazionali, rafforzati a loro volta dagli effetti al rialzo derivanti dall'evoluzione dei prezzi dell'energia un anno fa. Il tasso di variazione sui dodici mesi dello IAPC al netto dei beni alimentari non trasformati ed energia si è portato al 2,1 per cento in ottobre, dal 2,0 registrato sia in settembre che in agosto. Permangono forti spinte inflazionistiche lungo la catena produttiva e le pressioni sui costi degli input sono elevate, specie nei servizi. Nel complesso, per i prossimi mesi ci si attende un'inflazione armonizzata significativamente superiore al 2 per cento, seguita da una graduale flessione nel corso del 2008, posto che i prezzi dei beni energetici e alimentari si stabilizzino nei mercati internazionali come attualmente indicano le quotazioni disponibili sul comparto dei futures. Secondo le ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione annua dovrebbe collocarsi tra il 2,0 e il 3,0 per cento nel 2008 e tra l'1,2 e il 2,4 per cento nel 2009. I dati hanno pienamente confermato che tale scenario è soggetto a rischi verso l'alto, connessi alla possibilità di ulteriori rincari del petrolio e dei prodotti agricoli nonché a incrementi non anticipati dei prezzi amministrati e imposte indirette. Inoltre, tenendo conto dell'esistenza di vincoli di capacità, dello slancio della crescita del PIL negli ultimi trimestri e dei segnali positivi provenienti dai mercati del lavoro, la dinamica salariale potrebbe risultare più vivace rispetto alle attese correnti e il maggior potere delle imprese nel determinare i prezzi potrebbe manifestarsi in segmenti di mercato a minore concorrenza.

### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER NOVEMBRE 2007

Secondo la stima rapida diffusa dall'Eurostat, in novembre l'inflazione armonizzata avrebbe raggiunto il 3,0 per cento (cfr. tavola 6). I dati disaggregati per le componenti dell'indice saranno diffusi a metà dicembre. Tuttavia, le informazioni disponibili a livello nazionale indicano che le componenti principali sottostanti l'incremento dell'inflazione complessiva sono state quelle dei beni energetici e, in misura minore, degli alimentari.

**Tavola 6 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2005	2006	2007 giu.	2007 lug.	2007 ago.	2007 set.	2007 ott.	2007 nov.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,2	2,2	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6	3,0
Beni energetici	10,1	7,7	0,9	0,0	-0,9	3,0	5,5	.
Alimentari non trasformati	0,8	2,8	3,0	2,8	2,4	2,1	3,1	.
Alimentari trasformati	2,0	2,1	2,0	1,9	2,5	3,1	3,8	.
Beni industriali non energetici	0,3	0,6	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	.
Servizi	2,3	2,0	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	4,1	5,1	2,3	1,8	1,8	2,7	3,3	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	52,9	52,6	55,2	52,4	55,2	57,7	62,8
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,4	24,8	14,2	7,8	5,4	6,9	3,5	-0,1

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

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

### INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A OTTOBRE 2007

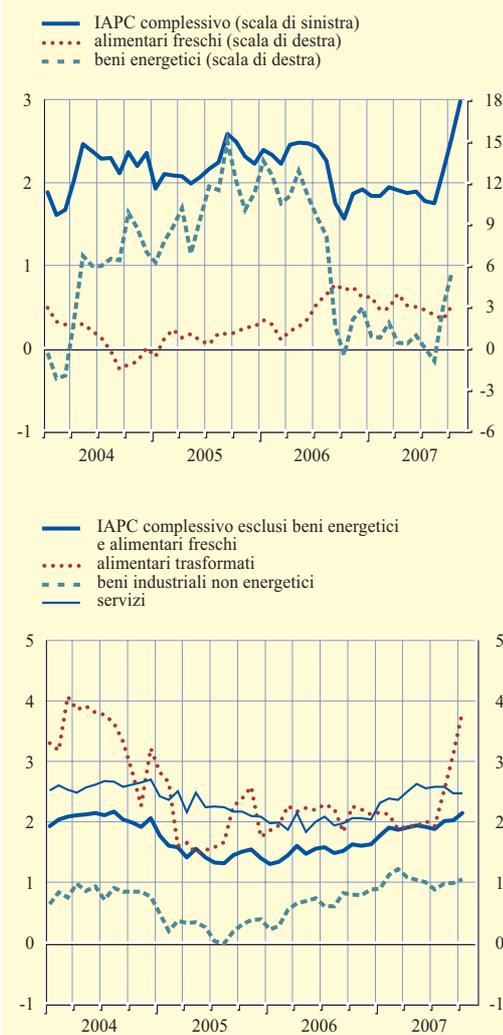
L'aumento stimato dell'inflazione misurata sullo IAPC complessivo in novembre ha segnato il terzo forte incremento consecutivo, innalzando il tasso di inflazione a livelli storicamente elevati, rispetto alla media dell'1,9 per cento dei primi tre trimestri del 2007 (cfr. figura 38). Tali incrementi sono riconducibili alla recente vigorosa dinamica dei prezzi dei prodotti energetici ed alimentari nonché all'atteso impatto al rialzo sull'inflazione derivante dal calo dei primi un anno fa.

In ottobre l'inflazione complessiva è aumentata sensibilmente al 2,6 per cento, dal 2,1 di settembre, risentendo della dinamica dei prezzi dei beni energetici e alimentari. Il consistente contributo della componente energetica può essere in parte ricondotto alla crescita rispetto al mese precedente, che rispecchia la trasmissione dei recenti rincari del petrolio nei mercati internazionali, ma è altresì ascrivibile a un effetto base derivante dalla flessione dei prezzi dell'energia nello stesso mese dello scorso anno. Anche il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi ha evidenziato una crescita sostenuta in ottobre, principalmente per effetto della volatilità dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli.

Nello stesso periodo il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici è costantemente aumentato, portandosi al 2,1 per cento in ottobre dal 2,0 di settembre, rispetto all'1,9 per cento osservato nella prima metà dell'anno. L'incremento di ottobre è stato quasi interamente dovuto al nuovo sostanziale rincaro dei prezzi degli alimentari trasformati, soprattutto dei prodotti caseari e dei cereali. Questo scenario può essere spiegato dalle pressioni mondiali sui prezzi delle materie prime agricole, analizzate in maggior dettaglio nel riquadro 4 "Recenti andamenti dei prezzi degli alimentari nell'area dell'euro e prospettive per l'evoluzione futura". Tra le altre componenti dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici, sui dodici mesi il prezzo dei beni industriali non energetici è lievemente incrementato all'1,1 per cento di ottobre, mentre quello dei servizi è rimasto invariato al 2,5 per cento. Le due componenti meno volatili dello IAPC hanno mostrato una dinamica più moderata nei sei mesi precedenti quello di ottobre, ma sono cresciute a tassi elevati, superiori alla media del 2006, riflettendo in parte l'effetto del notevole incremento dell'IVA in Germania a gennaio.

**Figura 38 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

**Riquadro 4**
**RECENTI ANDAMENTI DEI PREZZI DEGLI ALIMENTARI NELL'AREA DELL'EURO  
E PROSPETTIVE PER L'EVOLUZIONE FUTURA**

Negli ultimi mesi i prezzi di diverse materie prime agricole, quali i cereali e i semi oleosi, hanno mostrato un incremento significativo nei mercati internazionali <sup>1)</sup>. Questo incremento è in parte ascrivibile a fattori temporanei che hanno influito sull'offerta mondiale di tali prodotti, come le avverse condizioni meteorologiche in alcuni dei principali paesi esportatori. Inoltre, i prezzi internazionali degli alimentari sono stati sospinti dal forte aumento della domanda mondiale in tale settore, a causa del mutamento dei modelli di consumo in molte economie in via di sviluppo e dell'emergere di nuove fonti di domanda di alcune materie prime agricole, ad esempio per la produzione di biocarburanti. Poiché quest'ultima evoluzione è di natura strutturale, in futuro avrà, probabilmente, un impatto al rialzo più persistente sui prezzi degli alimentari a livello mondiale.

La crescita internazionale dei prezzi degli alimentari ha già determinato notevoli aumenti degli stessi nell'area dell'euro, sia a livello di produzione sia di consumo. In ottobre i prezzi alla produzione degli alimentari e delle bevande hanno evidenziato un tasso di crescita sui dodici mesi del 7,5 per cento, rispetto al 2,2 per cento osservato in media nel 2006. Nello stesso mese, il tasso di variazione degli alimentari trasformati dello IAPC al netto dei tabacchi è salito al 4,0 per cento, dall'1,6 dello scorso anno (cfr. tavola A). Per contro, i prezzi degli alimentari freschi, che tradizionalmente mostrano una maggiore volatilità, sembrano finora avere risentito in misura minore della recente dinamica mondiale.

**Tavola A Componenti relative agli alimentari freschi e trasformati dello IAPC dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi, salvo diversa indicazione)

	Pesi sullo IAPC (perc.)										
	2007	2004	2005	2006	2007						
					mag.	giu.	lug.	ago.	set.	ott.	
<b>Alimentari</b>	<b>19,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>	
<b>Alimentari freschi</b>	<b>7,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	
Carne	3,8	1,5	1,3	2,4	2,9	2,5	2,1	2,1	2,2	2,7	
Pesce	1,2	0,8	1,6	3,7	3,0	2,4	2,8	2,4	2,1	2,2	
Frutta	1,2	0,7	-0,5	1,0	2,2	5,6	3,3	4,2	4,6	5,1	
Verdura	1,5	-1,7	0,1	4,3	4,0	2,2	3,9	1,8	-0,3	3,3	
<b>Alimentari trasformati esclusi i tabacchi</b>	<b>9,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	
Pane e cereali	2,5	2,2	0,8	1,4	2,4	2,4	2,5	2,8	3,8	5,4	
Latte, formaggio e uova	2,1	0,8	-0,1	0,6	0,7	1,1	1,3	2,2	3,9	7,6	
Olii e grassi	0,6	3,9	2,2	9,9	-5,1	-5,4	-5,2	-1,2	0,0	1,2	
Zucchero, confetture, miele, cioccolato, dolci	1,0	1,6	0,0	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	1,1	1,5	
Prodotti alimentari non classificati altrove	0,4	0,5	0,0	0,9	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,7	
<b>Tabacco</b>	<b>2,5</b>	<b>12,2</b>	<b>7,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>3,1</b>	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: negli alimentari trasformati sono inclusi anche: acque minerali, bevande non alcoliche, succhi di frutta e vegetali, bevande alcoliche, vino e birra. Tali sottocomponenti non vengono riportate in questa tavola.

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.

L'impatto che i prezzi degli alimentari a livello internazionale hanno su quelli al consumo nell'area dell'euro emerge chiaramente da una scomposizione dettagliata dei prezzi in base al prodotto e alla categoria. Ad esempio, all'interno della componente degli alimentari trasformati dello IAPC, i prezzi del pane e dei cereali nonché quelli di latte, formaggio e uova hanno mostrato un aumento particolarmente pronunciato in ottobre (cfr. tavola A). Queste voci hanno un peso complessivo pari a circa la metà della componente degli alimentari trasformati al netto dei tabacchi. Riscontri aneddotici segnalano che i recenti rincari dei prodotti caseari potrebbero rispecchiare le specificità della formazione dei prezzi del latte in alcuni paesi europei, oltre all'aumento dei prezzi nei mercati internazionali dei mangimi per animali e degli altri costi degli input.

Sebbene l'aumento dei prezzi alimentari alla produzione e al consumo osservato negli ultimi mesi abbia riguardato l'insieme dell'area dell'euro, l'entità della trasmissione dello shock mondiale ai singoli paesi è variata significativamente. Ad esempio, in ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi della componente degli alimentari trasformati dello IAPC, al netto dei tabacchi, in Slovenia è stato lievemente superiore all'11 per cento, il tasso più elevato nell'area. Nello stesso mese, anche in Belgio, Germania, Spagna e Austria si è verificato un brusco incremento dei prezzi relativi a tale componente, compreso tra il 5 e il 7 per cento (cfr. tavola B). Per contro, la variazione del prezzo degli alimentari trasformati esclusi i tabacchi in Francia e Finlandia è stata significativamente inferiore alla media dell'area.

Gli andamenti divergenti dei prezzi degli alimentari nei vari paesi sono riconducibili a diversi fattori. I mercati al dettaglio degli alimentari sono tradizionalmente segmentati tra paesi. A tale riguardo, le differenze tra le strutture dei mercati e le condizioni concorrenziali nei settori del commercio al dettaglio e della distribuzione possono probabilmente spiegare la diversa reazione, a livello nazionale, dei margini di profitto dei dettaglianti a uno shock esterno comune e pertanto possono fornire una possibile spiegazione al diverso andamento dei prezzi al consumo degli alimentari da un paese all'altro. Nei paesi in cui i rincari degli alimentari sono stati relativamente contenuti sembra che, in un contesto caratterizzato da un'elevata concor-

**Tavola B IAPC: alimentari trasformati esclusi i tabacchi nei paesi dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

	2004	2005	2006	2007	
				maggio	ottobre
Belgio	1,6	2,0	1,9	3,2	5,0
Germania	0,3	0,2	1,0	1,6	5,2
Irlanda	0,5	0,0	0,2	0,1	3,7
Grecia	4,7	3,2	4,7	0,9	3,7
Spagna	3,9	2,8	4,4	0,9	6,8
Francia	1,3	-0,6	0,7	0,1	1,3
Italia	2,2	0,6	1,9	1,8	3,5
Lussemburgo	2,0	1,7	1,8	1,8	4,0
Paesi Bassi	-3,7	-1,8	0,2	0,3	2,8
Austria	2,3	0,8	1,5	2,5	6,5
Portogallo	2,4	-0,8	1,7	0,5	3,8
Slovenia	0,8	-1,3	1,4	2,6	11,2
Finlandia	-4,0	-0,8	0,9	0,5	1,1
Area dell'euro	1,3	0,5	1,6	1,1	4,0

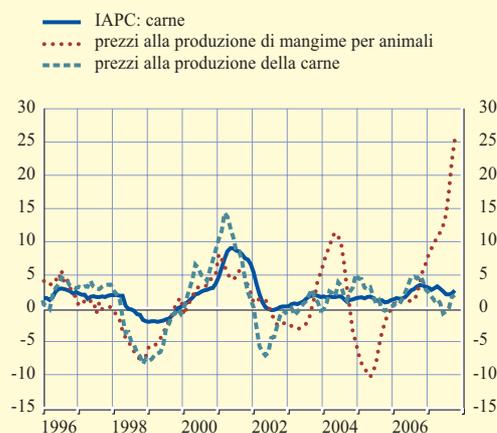
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

renza tra i dettaglianti, i margini di profitto possano avere svolto una funzione di cuscinetto rispetto all'impennata dei prezzi degli alimentari nel mondo. Inoltre, se le condizioni economiche di un certo paese sono ritenute deboli, i dettaglianti potrebbero essere restii a trasferire pienamente ai consumatori gli elevati incrementi dei prezzi degli alimentari. In aggiunta, la presenza di periodi fissi per la negoziazione dei prezzi tra fornitori e dettaglianti potrebbe aver ritardato la trasmissione in alcuni paesi. Per contro, sembra che nei paesi in cui i rincari degli alimentari sono stati maggiori i margini di profitto dei dettaglianti non abbiano svolto la funzione di cuscinetto, attenuandone la trasmissione. In alcuni casi ciò potrebbe essere dovuto al fatto che i dettaglianti del settore operano in un contesto caratterizzato da margini compressi. In tali condizioni gli shock sui prezzi degli input tendono a essere traslati ai consumatori più rapidamente. In altri paesi è possibile che la bassa concorrenza in alcuni segmenti del mercato alimentare, sullo sfondo di una robusta attività economica, abbia contribuito a una rapida e, talvolta, maggiore trasmissione ai consumatori.

In prospettiva, l'inflazione dei prodotti alimentari misurata sullo IAPC potrebbe mostrare un ulteriore lieve aumento nel brevissimo termine, di riflesso alla trasmissione dei passati incrementi dei costi alla produzione sui prezzi al dettaglio. Tale ipotesi trova riscontro nei dati preliminari di novembre. In assenza di ulteriori shock sui prezzi delle materie prime alimentari, l'inflazione dovrebbe successivamente tornare verso livelli più coerenti con la media storica. Questo scenario è in linea con le informazioni desunte dai contratti futures nei mercati mondiali delle materie prime alimentari. L'equilibrio dei rischi è orientato verso l'alto. I prezzi della carne, che rappresentano circa il 50 per cento della componente degli alimentari freschi e che finora sono rimasti piuttosto moderati, potrebbero risentire degli ultimi forti rialzi dei prezzi alla produzione dei mangimi per animali (cfr. figura A). Inoltre, la recente impennata delle attese sui prezzi di vendita dei produttori di alimentari, bevande e tabacchi, rilevata dall'Indagine della Commissione europea presso le imprese, indica ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi degli alimentari nel breve termine (cfr. figura B).

**Figura A Prezzi del mangime per animali e della carne nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

**Figura B Aspettative sui prezzi di vendita e prezzi alla produzione di alimentari e bevande**

(saldi percentuali; variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

In un'ottica di più lungo periodo, l'evoluzione dei prezzi degli alimentari a livello sia mondiale sia interno resta caratterizzata da un'elevata incertezza. Anche se l'offerta di prodotti agricoli dovesse reagire all'aumento della domanda, la fase di recupero potrebbe essere più prolungata di quanto attualmente pronosticato. Inoltre, l'andamento dei prezzi degli alimentari dipende da una serie di fattori che sono difficili da prevedere, quali i progressi tecnologici ed eventuali mutamenti della politica energetica. Anche i rischi nel medio periodo sembrano, pertanto, orientati verso l'alto.

Sullo sfondo del forte rincaro delle materie prime alimentari a livello internazionale, è opportuno esaminare l'impatto della Politica agricola comune dell'UE e analizzare se un'ulteriore liberalizzazione e riforme dei mercati agricoli dell'UE possano apportare benefici ai consumatori europei in termini di una riduzione dei prezzi (il riquadro 5 fornisce maggiori informazioni al riguardo).

#### Riquadro 5

### LA POLITICA AGRICOLA COMUNE DELL'UNIONE EUROPEA NEL CONTESTO DI PREZZI DEGLI ALIMENTARI IN CRESCITA A LIVELLO MONDIALE

I prezzi mondiali dei prodotti alimentari sono aumentati in misura significativa nel 2007 per effetto di una serie di fattori quali l'aumento dei prezzi dei beni energetici e dei fertilizzanti, le condizioni climatiche avverse in alcune regioni, una maggiore domanda per la produzione di carburanti biologici e una domanda di raccolti generalmente vigorosa nelle economie emergenti (cfr. il riquadro 4 in questo numero del Bollettino). L'aumento dei prezzi degli alimentari ha sollevato anche questioni relative agli effetti esercitati dalla Politica agricola comune (PAC) dell'UE su questi stessi prezzi. Il presente riquadro fornisce un contesto in cui collocare tali questioni.

La PAC dell'Unione europea trova fondamento nell'articolo 33 del Trattato che istituisce la Comunità europea, prefiggendosi le seguenti finalità: (i) incrementare la produttività dell'agricoltura; (ii) assicurare un tenore di vita equo alla popolazione agricola; (iii) stabilizzare i mercati; (iv) garantire la sicurezza degli approvvigionamenti; (v) assicurare che i beni arrivino ai consumatori a "prezzi ragionevoli". La PAC contempla anche politiche e interventi volti a favorire lo sviluppo rurale e migliorare le condizioni ambientali. Nel 1980 la PAC rappresentava il 69 per cento del bilancio comunitario complessivo, quota scesa al 50 per cento nel 2003 e al 43 per cento attuale. Stando alle previsioni, nel 2013 essa costituirà il 36 per cento del bilancio.

In origine, la PAC sosteneva i redditi degli agricoltori dell'UE attraverso dazi all'importazione, sovvenzioni all'esportazione e prezzi garantiti per prodotti che altrimenti sarebbero rimasti su livelli alquanto inferiori rispetto al mercato mondiale. Negli anni ottanta queste misure avevano indotto costi elevati per le finanze comunitarie e una sovrapproduzione agricola. A fronte di questo contesto, l'UE ha introdotto varie misure per limitare la spesa e la produzione, ad esempio introducendo le quote latte nel 1984, contenendo l'estensione dei vigneti, stabilendo tetti massimi di aiuti nazionali per vari prodotti e introducendo un programma per la messa a riposo (*set-aside*) dei terreni agricoli (cfr. *infra*).

Nel 2003 la PAC è stata profondamente riformata al fine di soddisfare i requisiti della liberalizzazione del commercio internazionale (riconducibile ad esempio ai negoziati commerciali

del Doha Round), alleviare le pressioni sul bilancio comunitario e rendere l'agricoltura nell'UE sia più ecologica sia più competitiva. La riforma ha ridotto in misura sostanziale i prezzi garantiti e ha introdotto un "pagamento unico per azienda", che sostituisce molti dei precedenti pagamenti connessi alla produzione, e dei pagamenti diretti agli agricoltori. La maggior parte della spesa riconducibile alla PAC è ora imputabile agli aiuti agli agricoltori non associati alla produzione.

Oltre a fissare dazi e quote all'importazione, la PAC stabilisce due importanti limitazioni all'offerta: i regimi di quote alla produzione e gli obblighi di *set-aside*. Le quote di produzione sono imposte su certi prodotti (specie latte e zucchero) e, in caso di superamento, danno luogo a sanzioni, come i "prelievi supplementari latte". Gli agricoltori sono anche tenuti a "mettere a riposo" (ovvero lasciare incoltivata) una determinata proporzione di terreno agricolo. La quota di *set-aside* obbligatorio può variare da un anno di raccolta all'altro<sup>1)</sup>. L'obbligo di mettere a riposo i terreni dovrebbe essere abolito in futuro e la Commissione europea mostra una certa propensione a rimuovere gradualmente le quote latte, in modo da ridurre le distorsioni del mercato dal lato dell'offerta riconducibili alla PAC<sup>2)</sup>.

In considerazione della sostanziale riduzione dei prezzi garantiti, a seguito della riforma del 2003<sup>3)</sup>, e dell'incremento dei prezzi nei mercati mondiali<sup>4)</sup>, lo strumento delle sovvenzioni alle esportazioni è stato utilizzato in misura molto contenuta.

La riforma del 2003 è riuscita a diminuire gli effetti distorsivi nei mercati agricoli riducendo, ad esempio, il prezzo d'intervento nel mercato per una serie di prodotti agricoli (come burro, latte scremato in polvere e riso). Il disaccoppiamento<sup>5)</sup> dei pagamenti alle aziende agricole nel quadro della PAC riformata ha ridotto gli strumenti che influiscono sull'offerta. Tuttavia, nonostante la riforma del 2003, le politiche attuate nel contesto della PAC determinano ancora effetti distorsivi e una discrepanza fra i prezzi dell'UE e i prezzi internazionali di numerosi prodotti agricoli (come latte, carne di manzo e zucchero). L'impatto di prezzi degli alimentari più elevati è regressivo, dal momento che le famiglie meno abbienti spendono una percentuale di reddito superiore per tali prodotti. Talune sovvenzioni sono ancora legate alla produzione o alla superficie dei terreni e, quindi, vanno spesso a beneficio delle aziende agricole più grandi<sup>6)</sup>. La Commissione ha preso atto di questa distorsione e ha recentemente proposto un aumento del tasso di disaccoppiamento, nonché la riduzione dei pagamenti per le aziende più grandi. In genere, un ricorso eccessivo alla PAC potrebbe immobilizzare le risorse in un settore a bassa produttività, ostacolando quindi la capacità di adeguamento dell'economia dell'UE. Una distribuzione delle risorse più orientata al mercato nel settore agricolo dovrebbe, in linea di principio, avvantaggiare gli agricoltori più efficienti, innovativi e produttivi, assicurando quindi un'efficace distribuzione delle risorse.

- 1) Nel luglio 2007 la Commissione europea ha deciso di fissare la quota obbligatoria di *set-aside* per i seminativi dell'autunno 2007 e primavera 2008 allo 0 per cento, in seguito alle condizioni sempre più tese nel mercato dei cereali.
- 2) Per ulteriori informazioni cfr. *In preparazione alla "valutazione dello stato di salute" della PAC riformata*, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, novembre 2007.
- 3) Prima della riforma del 2003 i prezzi garantiti erano prezzi di intervento che indirizzavano i prezzi di mercato. Dopo la riforma essi sono diventati prezzi di "sicurezza" analoghi a quelli contemplati dal *Farm Bill* statunitense.
- 4) 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.
- 5) Il tasso di disaccoppiamento corrisponde alla percentuale di aiuti all'agricoltura dell'UE che viene erogata agli agricoltori senza nessun legame con la produzione agricola effettiva o con l'utilizzo dei terreni.
- 6) OCSE (2007), "Economic Survey of the European Union", Parigi.

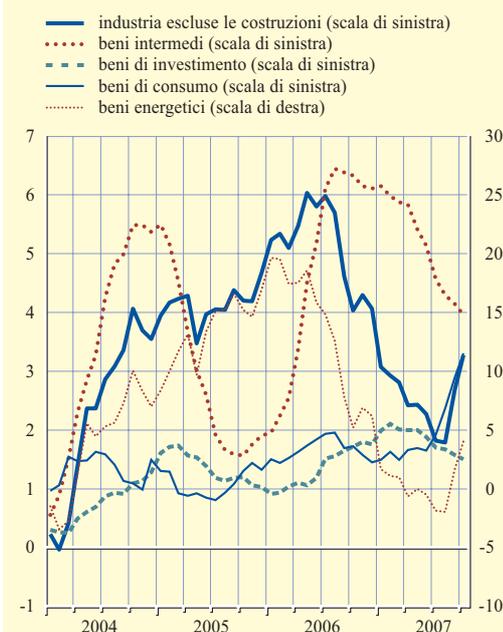
In un contesto caratterizzato dal marcato incremento dei prezzi degli alimentari a livello internazionale, rivestono particolare importanza una maggiore liberalizzazione e ulteriori riforme nei mercati agricoli dell'UE. Queste ultime contribuirebbero a incrementare l'efficienza del mercato e andrebbero a beneficio dei consumatori europei sotto forma di prezzi inferiori. Al fine di consentire ai consumatori di trarre vantaggio dai prezzi alla produzione dei beni agricoli più bassi, sono necessarie un'adeguata concorrenza nei settori a valle (lavorazione dei prodotti alimentari, commercio al dettaglio e *catering*) e l'osservanza delle disposizioni relative al mercato unico. Anche il successo dei negoziati commerciali internazionali del Doha Round dovrebbe concorrere a migliorare il funzionamento del commercio mondiale in generale, e dei mercati agricoli in Europa e nel mondo in particolare.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

A seguito di un periodo di calo progressivo in atto dalla metà del 2006, la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) ha segnato un forte recupero negli ultimi due mesi, spinto dai recenti rincari degli alimentari e del petrolio: in ottobre essa è salita del 3,3 per cento, rispetto al 2,7 e all'1,8 per cento di settembre e agosto, rispettivamente (cfr. figura 39). Come in settembre, tale andamento è stato in gran parte imputabile a un netto rialzo dei prezzi alla produzione dei beni energetici, rispecchiando un marcato incremento sul mese precedente, e in misura minore, a un effetto base. Al netto di beni energetici e costruzioni, in ottobre l'inflazione alla produzione è rimasta invariata su un livello elevato (3,1 per cento), celando tuttavia andamenti opposti delle sue componenti. Come nel mese scorso, la dinamica di breve periodo dei prezzi alla produzione dei beni intermedi e di investimento è stata moderata, riflettendo in certa misura effetti favorevoli derivanti dall'apprezzamento dell'euro. Per contro, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo ha proseguito la recente tendenza al rialzo, ascrivibile a un ulteriore cospicuo incremento dei prezzi alla produzione dei beni di consumo alimentari; in ottobre esso ha raggiunto un livello elevato, pari al 3,3 per cento, rispetto a circa l'1,5 per cento registrato all'inizio dell'anno. Tuttavia, la dinamica dei prezzi dei beni di consumo, al netto di tabacchi e alimentari, è rimasta prossima all'1,3 per cento per tutto l'anno, segnalando l'esaurirsi delle pressioni sui prezzi dei beni industriali non energetici. Confermando la valutazione del mese precedente, i dati di ottobre sui prezzi alla produzione nell'industria indicano una notevole pressione sui prezzi lungo la catena produttiva. In particolare, ci si può attendere che l'ulteriore rafforzamento delle pressioni derivanti dai prezzi alla produzione degli alimentari abbia ripercussioni sui prezzi al dettaglio.

**Figura 39 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

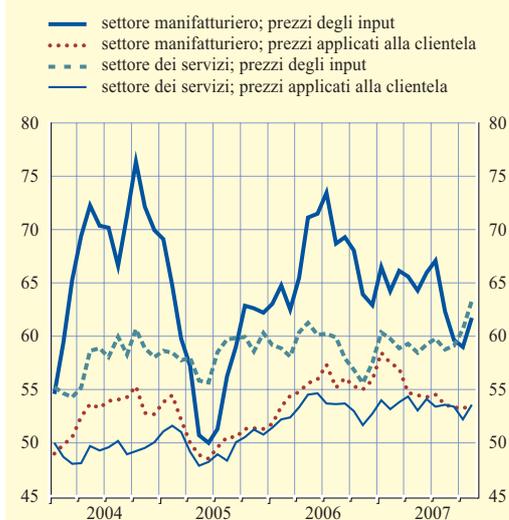


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Le più recenti informazioni sul processo di determinazione dei prezzi da parte delle imprese desunte dall'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) di NTC Economics (cfr. figura 40) confermano l'intensificarsi delle pressioni sui prezzi degli input nei settori manifatturiero e dei servizi. Dopo una fase di contrazione osservata da luglio, per effetto di prezzi delle materie prime più bassi e dell'andamento dei cambi, l'indicatore dei costi degli input (non salariali) nel settore manifatturiero è risalito in novembre. Tale evoluzione è stata determinata dal netto incremento segnalato per i prezzi delle materie prime, giacché i rincari del greggio e degli alimentari sono stati solo in parte controbilanciati da una diminuzione dei prezzi dei metalli. L'indice dei prezzi degli input nel settore dei servizi è aumentato per il terzo mese consecutivo, sospinto dagli alti corsi petroliferi, dall'incremento dei salari e dai più elevati costi di finanziamento. Tuttavia, gli indicatori dei prezzi dell'output in entrambi i settori hanno evidenziato una dinamica relativamente moderata negli ultimi mesi e un aumento solo marginale in novembre. Ciò suggerisce che la trasmissione dei rincari degli input ai consumatori, specie nei servizi, è stata finora limitata, probabilmente a causa della forte concorrenza. Nondimeno, tutti gli indicatori di prezzo delle indagini permangono su livelli piuttosto elevati in termini storici.

**Figura 40** Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: NTC Economics.

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

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Sulla base dei dati disponibili fino al terzo trimestre del 2007, il quadro desunto dagli indicatori del costo del lavoro continua a segnalare un andamento moderato dei salari nell'area dell'euro (cfr. tavola 7).

**Tavola 7** Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

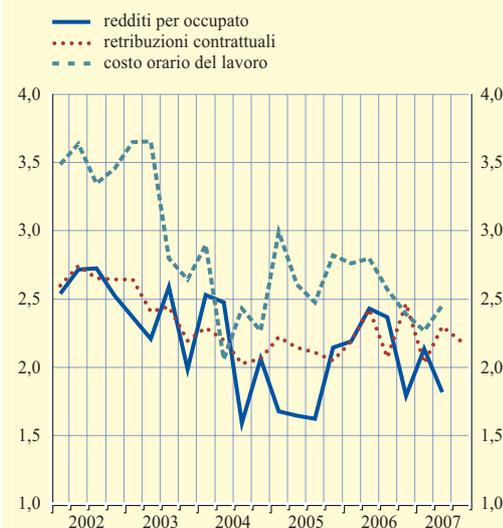
Nel terzo trimestre del 2007 le retribuzioni contrattuali nell'area hanno mostrato un incremento del 2,2 per cento sul periodo corrispondente, lievemente inferiore alla crescita registrata nel secondo trimestre e comparabile con quella media del 2006 (cfr. figura 41).

Le spinte inflazionistiche derivanti dal costo del lavoro durante il 2007 sembrano essere state moderate, sebbene tale valutazione debba essere confermata da altri indicatori non ancora pubblicati per il terzo trimestre. Sulla base dei dati disponibili per la prima metà del 2007, e indipendentemente dall'impatto degli andamenti specifici per paese, i tassi di crescita sul periodo corrispondente di tutti gli indicatori del costo del lavoro sono rimasti prossimi o inferiori alla media dell'anno precedente. Benché la dinamica dei redditi per occupato sia stata piuttosto contenuta, il calo della produttività del lavoro sullo stesso periodo ha determinato un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto nel secondo trimestre, che tuttavia è rimasto moderato rispetto ai parametri storici.

Per quanto concerne gli andamenti settoriali, prescindendo dalla maggiore volatilità delle dinamiche mensili rispetto alla media della prima metà del 2007, l'incremento dei redditi per occupato nell'industria è rimasto sostanzialmente in linea con le variazioni osservate negli ultimi anni, mentre è calato lievemente nel settore dei servizi (cfr. figura 42).

**Figura 41 Indicatori del costo del lavoro**

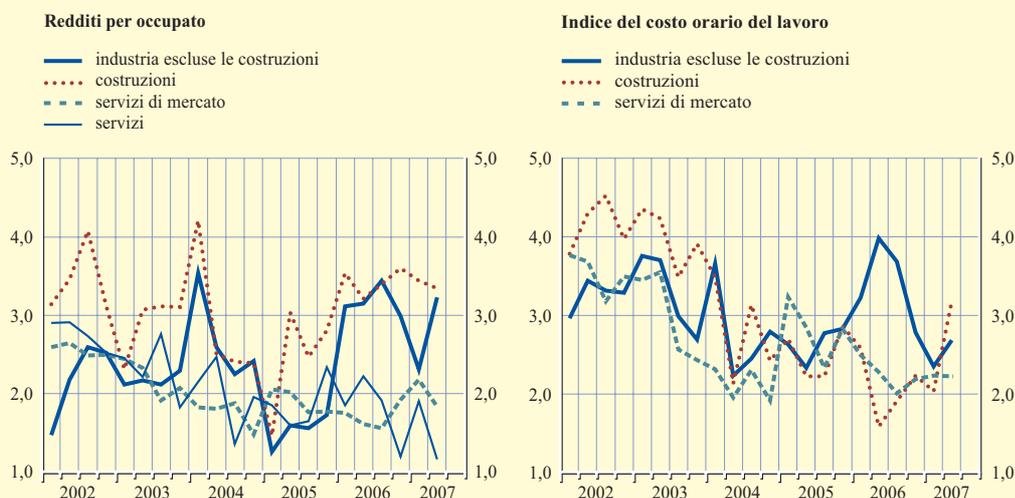
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 42 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

In prospettiva, le informazioni desunte dalle ultime negoziazioni salariali in alcuni paesi indicano un intensificarsi delle pressioni sui salari a partire dal 2008, in particolare nel settore pubblico. Gli andamenti delle retribuzioni in tale settore sono importanti non solo perché hanno un impatto sui saldi di bilancio, ma anche perché possono incidere sui salari del settore privato.

### 3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nel complesso, ci si attende che i prezzi dell'energia e degli alimentari mantengano l'inflazione complessiva significativamente al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi. L'inflazione dovrebbe tornare gradualmente su valori moderati nel corso del 2008, posto che le pressioni derivanti dai beni energetici e alimentari si attenuino, come attualmente previsto dalle quotazioni dei futures su queste materie prime. Secondo le ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione annua dovrebbe collocarsi tra il 2,0 e il 3,0 per cento nel 2008 e tra l'1,2 e il 2,4 per cento nel 2009 (per maggiori informazioni, cfr. la sezione *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*).

I dati confermano pienamente che tale prospettiva è soggetta a rischi verso l'alto, connessi tra l'altro alla possibilità del persistere di elevati prezzi del petrolio e dei prodotti agricoli nonché a incrementi imprevisti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Inoltre, tenendo conto dell'esistenza di vincoli di capacità, dello slancio della crescita del PIL negli ultimi trimestri e dei segnali positivi provenienti dai mercati del lavoro, la dinamica salariale potrebbe essere più vivace rispetto alle attese attuali. A ciò si aggiunge che il picco dell'inflazione complessiva registrato in diversi paesi per effetto dei rincari degli alimentari e del greggio potrebbe portare a un ulteriore peggioramento delle attese di inflazione nei prossimi mesi. Ciò potrebbe comportare un rischio al rialzo per l'inflazione mediante effetti di secondo impatto, giacché alimenterebbe maggiori rivendicazioni salariali, in un contesto di condizioni di mercato del lavoro tese, e determinerebbe una più elevata trasmissione dei crescenti costi degli input ai consumatori, specie nei segmenti di mercato caratterizzati da una minore concorrenza e un maggiore potere delle imprese nel fissare i prezzi. Il riquadro 6 discute la necessità di tenere sotto stretta osservazione l'ancoraggio delle attese di inflazione a più lungo termine.

#### Riquadro 6

##### MISURE DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE A PIÙ LUNGO TERMINE TRATTE DALLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE: UN'ANALISI DEI RECENTI ANDAMENTI

I recenti andamenti economici, in particolare il rincaro del petrolio e dei generi alimentari, hanno evidenziato la necessità di tenere sotto stretta osservazione l'ancoraggio delle attese di inflazione a più lungo termine. Questo riquadro fornisce un'analisi approfondita dei dati sulle aspettative di inflazione a più lungo termine della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) condotta dalla BCE, concentrandosi sulle indicazioni desumibili dalla dimensione cross-section (ossia individuale) degli esperti in materia di previsioni che partecipano all'indagine.

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

Nel complesso, le aspettative aggregate di inflazione a più lungo termine tratte dalla SPF hanno oscillato attorno all'1,9 per cento dall'inizio del 2003. Nel quarto trimestre del 2003 e nel

secondo trimestre del 2005 hanno raggiunto un picco dell'1,94 per cento. Più di recente, dall'inizio del 2006 è riscontrabile un lieve spostamento verso l'alto, con un nuovo picco dell'1,95 per cento toccato nel terzo trimestre del 2007. Tuttavia, come segnalato il mese scorso, nell'ultima indagine (relativa al quarto trimestre 2007) le aspettative di inflazione aggregate a più lungo termine (ossia per il quinquennio successivo) sono diminuite leggermente all'1,93 per cento. Pertanto, arrotondata al decimale, questa lieve revisione al ribasso determina una variazione dal 2,0 all'1,9 per cento (il livello a cui le aspettative di inflazione a più lungo termine della SPF si erano situate per molte indagini consecutive). Questi risultati aggregati sono sostanzialmente in linea con le informazioni sulle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro desumibili da altre indagini simili: *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer* (cfr. figura A).

Va tuttavia sottolineato che, sebbene ciascuna delle indagini chieda a esperti di previsioni/economisti di indicare le proprie aspettative di inflazione a più lungo termine, vi sono delle differenze tra le indagini, ad esempio per quanto riguarda il periodo di riferimento delle aspettative. La SPF della BCE ha il maggiore numero di risposte alla domanda sulle aspettative di inflazione a più lungo termine (in media circa 45). Inoltre, l'indagine della BCE raccoglie sia stime puntuali sia distribuzioni di probabilità relative alle aspettative degli esperti. Infine, caratteristica potenzialmente utile della SPF è la disponibilità di dati individuali sulle aspettative dei singoli intervistati (sotto anonimato).

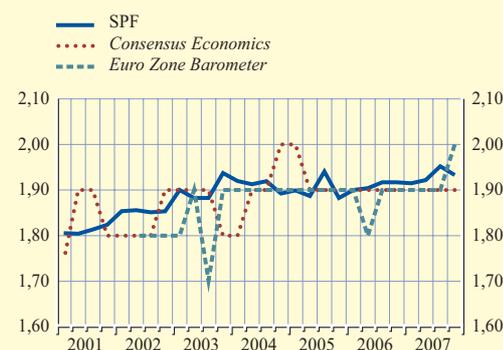
### Considerazioni sul contenuto informativo della distribuzione cross-section delle aspettative di inflazione a più lungo termine <sup>1)</sup>

Gli andamenti delle aspettative aggregate possono celare variazioni nella distribuzione cross-section delle stime puntuali. Considerando le risposte individuali delle ultime due SPF, la percentuale di esperti che segnala una stima puntuale del 2,0 per cento è aumentata leggermente (cfr. figura B). Nell'ultima SPF, quasi la metà degli intervistati ha dichiarato una stima del 2,0 per cento. Tuttavia, solo due previsori hanno indicato aspettative di inflazione a più lungo termine pari o superiori al 2,1 per cento.

Su un orizzonte di più lungo periodo, vari indicatori di sintesi suggeriscono che le aspettative di inflazione sono state relativamente stabili in seguito alla revisione e al chiarimento della strategia di politica monetaria della BCE nel secondo trimestre del 2003, quando la BCE ha annunciato che la stabilità dei prezzi è definita come un livello d'inflazione non solo "inferiore" ma anche "prossimo" al 2 per cento. Dalla metà del 2006 le aspettative di inflazione a più lungo termine si sono

**Figura A Aspettative di inflazione a lungo termine nelle indagini dei previsori**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

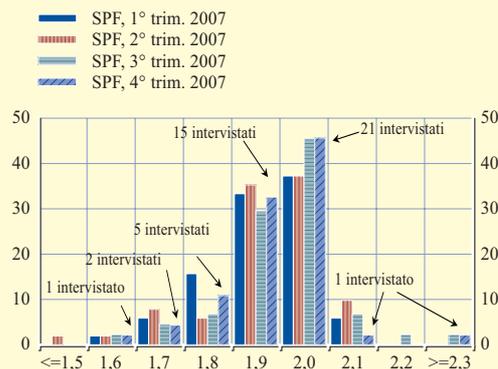


Fonti: BCE, *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*.  
Nota: le ultime previsioni si riferiscono al 2012 per la SPF del quarto trimestre 2007, al periodo 2013-2017 nel numero di ottobre 2007 di *Consensus Economics* e al 2011 nel numero dello stesso mese di *Euro Zone Barometer*.

1) Per un'ulteriore analisi della dimensione cross-section dell'SPF della BCE, cfr. Bowles et al., *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF): a review after eight years' experience*, Occasional Paper della BCE n. 59, aprile 2007.

**Figura B Distribuzione delle aspettative di inflazione a lungo termine fra gli intervistati per la Survey of Professional Forecasters (SPF)**

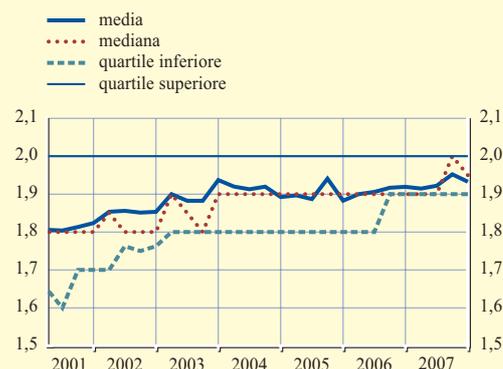
(percentuali di intervistati)



Fonte: elaborazioni della BCE.

**Figura C Misure di tendenza centrale delle aspettative di inflazione a lungo termine della Survey of Professional Forecasters (SPF)**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



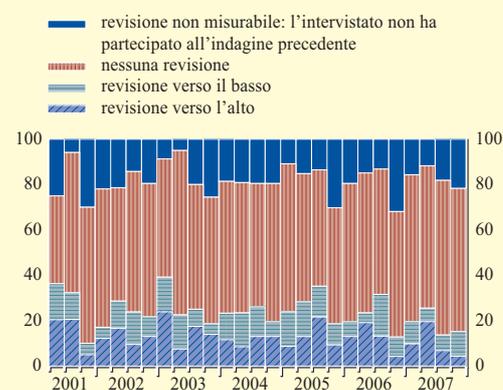
Fonte: elaborazioni della BCE.

collocate nell'intervallo compreso tra l'1,9 e il 2,0 per cento (cfr. figura C). Il quartile superiore delle stime puntuali dell'inflazione a più lungo termine della SPF è rimasto invariato al 2,0 per cento, ovvero almeno il 25 per cento degli esperti ha sempre espresso aspettative di inflazione a più lungo termine pari o superiori al 2,0 per cento. Il quartile inferiore è aumentato costantemente fino al primo trimestre del 2003 ed è poi rimasto invariato all'1,8 per cento dal secondo trimestre del 2003 fino al secondo trimestre del 2006; dal terzo trimestre del 2006 si è ristretto all'1,9 per cento, indicando che almeno il 50 per cento degli esperti nutreva aspettative di inflazione a più lungo termine comprese tra l'1,9 e il 2,0 per cento. Il valore mediano delle aspettative di inflazione a più lungo termine è stato stabile tra il primo trimestre del 2004 e il terzo trimestre del 2007, quando è aumentato al 2,0 per cento, ed è poi ridisceso all'1,95 per cento nel quarto trimestre, indicando che nell'ultima SPF la metà delle stime puntuali era superiore all'1,95 per cento.

Considerando le revisioni delle aspettative di inflazione a più lungo termine, dal primo trimestre del 2001, in media il 24 per cento degli esperti ha rivisto le proprie aspettative in una data indagine (cfr. figura D). Nell'ultima SPF, due terzi degli intervistati non hanno modificato le proprie previsioni rispetto alla precedente indagine, mentre cinque hanno rivisto al ribasso e due hanno modificato al rialzo le proprie stime puntuali. Dieci dei partecipanti all'ultima indagine non avevano preso parte a quella precedente, e per loro la revisione non può essere calcolata. In media, il 18 per cento degli intervistati in una data indagine non ha partecipato a quella precedente; nell'analizzare i risultati aggregati delle aspettative di inflazione a più lungo termine è pertanto utile considerare

**Figura D Revisioni delle aspettative di inflazione a lungo termine da un'indagine all'altra della Survey of Professional Forecasters (SPF)**

(in percentuale degli intervistati che hanno fornito una stima puntuale)



Fonte: elaborazioni della BCE.

la diversa composizione del gruppo di esperti che partecipano all'indagine. Le variazioni delle stime puntuali medie delle aspettative di inflazione a più lungo termine, da un'indagine alla successiva, possono talvolta riflettere modifiche nella composizione del gruppo di esperti anziché cambiamenti delle effettive attese di inflazione di coloro che avevano partecipato all'indagine precedente, o una combinazione di entrambi i fattori.

### **Conclusioni e verifica incrociata con le informazioni tratte dagli indicatori delle aspettative di inflazione basati sui mercati finanziari**

Sebbene le stime puntuali aggregate delle aspettative di inflazione a più lungo termine tratte dalla SPF della BCE siano rimaste sostanzialmente invariate attorno all'1,9 per cento, sono riscontrabili variazioni sia nella distribuzione cross-section sia nella distribuzione di probabilità sottostante tali aspettative. La percentuale degli intervistati che ha indicato il 2 per cento per le aspettative di inflazione a più lungo termine è aumentata, seppure ancora pochissimi segnalino attese superiori al 2 per cento. Inoltre, come indicato il mese scorso, i rischi associati a un risultato superiore al 2 per cento sono altresì cresciuti. Nell'ultima SPF, la probabilità associata all'inflazione a più lungo termine inferiore al 2 per cento (52 per cento) è stata quasi pari a quella associata a un risultato pari o superiore al 2 per cento (48 per cento).

Pertanto, gli andamenti degli indicatori desunti dalle indagini sulle aspettative di inflazione, associati al fatto che gli indicatori delle attese di inflazione a più lungo termine tratti dagli strumenti finanziari <sup>2)</sup> sono aumentati significativamente dagli inizi del 2007 (cfr. gli andamenti del tasso di inflazione di pareggio implicita nei tassi di interesse a termine attesa tra cinque anni per il quinquennio successivo (destagionalizzato) nella figura 22 di questo Bollettino), segnalano la necessità di tenere sotto stretta osservazione le aspettative di inflazione a più lungo termine.

2) Gli indicatori delle attese di inflazione a più lungo termine tratti dagli strumenti finanziari non sono misure pure delle aspettative di inflazione in quanto possono contenere anche premi per il rischio d'inflazione e possono essere influenzati da altri fattori di mercato. Per maggiori informazioni, si veda l'articolo "Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro" nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.

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

La stima preliminare dell'Eurostat relativa alla crescita del PIL reale nel terzo trimestre del 2007 ha confermato il tasso di incremento dello 0,7 per cento indicato dalla stima rapida. I dati disponibili all'inizio del quarto trimestre segnalano una lieve moderazione dell'attività economica non solo nel settore industriale ma anche, in misura minore, in quello dei servizi. Nel complesso, i fondamentali dell'area dell'euro restano solidi, la redditività è stata elevata, la dinamica occupazionale sostenuta e il tasso di disoccupazione su livelli non osservati da venticinque anni. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2007 collocano il tasso di crescita medio annuo del PIL in termini reali tra il 2,4 e il 2,8 per cento nel 2007, tra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2008 e tra l'1,6 il 2,6 per cento nel 2009. Rispetto alle proiezioni di settembre degli esperti della BCE, l'intervallo stimato per il tasso di crescita del PIL reale nel 2008 è leggermente più basso, mentre la stima per il 2007 si colloca nella parte superiore dell'intervallo riportato a settembre. Le previsioni più recenti formulate da organizzazioni internazionali confermano ampiamente tale quadro. In questo contesto di crescita, il rischio implicito è la revisione al ribasso delle stime. Tali rischi sono soprattutto connessi ai seguenti motivi: l'impatto della rivalutazione dei rischi, in atto nei mercati finanziari, sulle condizioni di finanziamento, sulla fiducia e sulla crescita mondiale e dell'area è potenzialmente più vasto di quanto registrato finora; la possibilità di ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime; infine, i timori di pressioni protezionistiche e di crescente incertezza sullo scenario mondiale dovuta agli squilibri globali.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

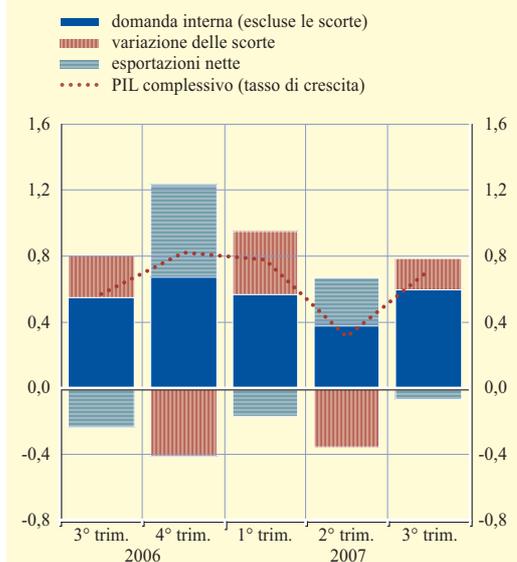
#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

I dati più recenti hanno confermato la valutazione presentata nei numeri precedenti di questo Bollettino, secondo cui l'attività economica, dopo aver registrato un'espansione superiore al potenziale nel 2006, è aumentata in linea con la crescita potenziale nei primi tre trimestri del 2007. Considerata la posizione più matura nel ciclo, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe poggiare maggiormente sul contributo dei consumi e meno su quello degli investimenti.

Secondo la prima stima dell'Eurostat relativa ai dati di contabilità nazionale, la crescita del PIL reale è stata dello 0,7 per cento nel terzo trimestre, contro lo 0,3 del trimestre precedente (cfr. figura 43). I consumi privati sono aumentati dello 0,5 per cento, confermando i segnali di ripresa osservati in precedenza. Gli investimenti, cresciuti dello 0,9 per cento sul trimestre precedente, hanno ritrovato il loro dinamismo, avvalorando l'opinione secondo cui il calo del secondo trimestre va ricondotto principalmente a fattori di incidenza specifici al comparto delle costruzioni. Nonostante il forte aumento delle esportazioni e delle importazioni, il contributo delle esportazioni nette è stato leggermente negativo, mentre è stato positivo l'apporto delle scorte.

**Figura 43 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.

Nel complesso, le ultime stime sui dati di contabilità nazionale suggeriscono che nei primi tre trimestri dell'anno l'economia dell'area dell'euro ha continuato a crescere a ritmo sostenuto, ancorché leggermente inferiore rispetto al 2006.

### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

Se nel 2006 la principale determinante dell'accelerazione del PIL è stata la crescita sostenuta del settore industriale, nel 2007 questo ruolo trainante è stato progressivamente assunto dal settore dei servizi. Nel terzo trimestre, tuttavia, l'espansione dell'attività industriale ha recuperato slancio, dopo l'andamento relativamente modesto del secondo trimestre.

Secondo la prima stima dell'Eurostat relativa ai dati di contabilità nazionale, il contributo del settore dei servizi al valore aggiunto complessivo dell'area dell'euro è stato pari a 0,5 punti percentuali nel terzo trimestre (0,4 nel trimestre precedente). Anche il settore industriale ha contribuito notevolmente (0,3 punti percentuali) alla crescita del valore aggiunto nel terzo trimestre, dopo l'apporto marginale fornito nei tre mesi precedenti.

Questo quadro è confermato dai dati più recenti sulla produzione industriale (cfr. figura 44). La crescita della produzione industriale (al netto delle costruzioni) è stata dell'1,5 per cento nel terzo trimestre, contro lo 0,5 nel secondo. L'andamento riflette i forti aumenti registrati da tutti i principali comparti industriali, in particolar modo i beni di investimento e l'energia. Sui tre mesi precedenti, i nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono saliti dell'1,1 per cento in settembre, rispetto all'1,8 di agosto, indicando un possibile rallentamento nella dinamica di questo settore. Nel comparto delle costruzioni, la produzione è aumentata dello 0,4 per cento nel trimestre terminato a novembre. Dall'inizio dell'anno la crescita della produzione pare essersi moderata, dopo lo straordinario dinamismo mostrato nel 2006, che si è protratto fino agli inizi del 2007 grazie agli effetti temporanei di fattori legati specificatamente alle condizioni meteorologiche in quel periodo.

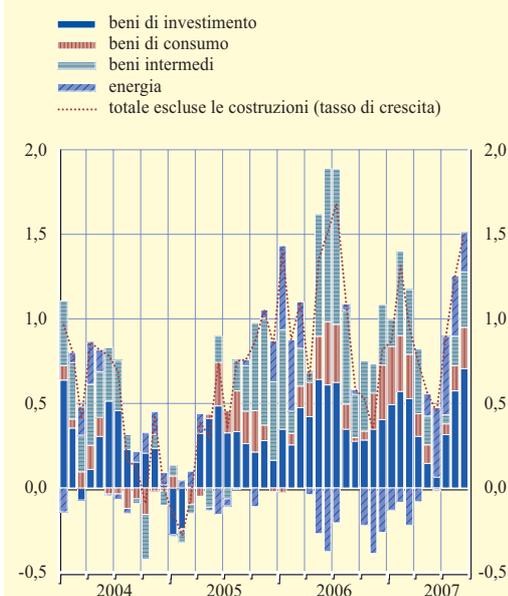
Nel complesso, le informazioni più recenti suggeriscono che nel quarto trimestre il contributo della produzione industriale alla crescita del PIL potrebbe risultare inferiore a quello del terzo trimestre.

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

Fin dall'estate del 2006 gli indicatori delle indagini hanno dato segnali di una normalizzazione dell'attività economica dell'area dell'euro rispetto ai tassi di crescita superiori al potenziale precedentemente osservati. Negli ultimi diciotto mesi, i dati delle indagini hanno indicato sistematicamente un rallentamento della crescita nel settore industriale e una robusta espansione in quello dei servizi. Tuttavia, i risultati disponibili

**Figura 44 Crescita della produzione industriale e contributi**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

fino a novembre segnalano che nel quarto trimestre anche tale settore è stato interessato da una lieve moderazione dell'attività.

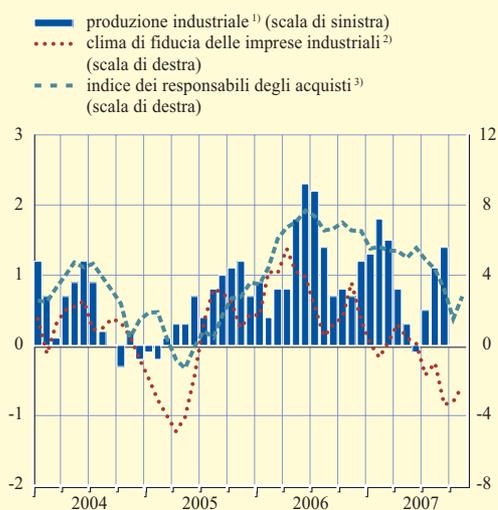
Per quanto riguarda gli andamenti di breve periodo, l'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea e l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero (cfr. figura 45) segnalerebbero un lieve recupero dell'attività industriale in novembre, dopo il calo registrato nei due mesi precedenti. Contestualmente, però, entrambe le misure indicano che il livello medio dell'attività industriale nei primi due mesi del quarto trimestre è stato inferiore a quello del terzo trimestre. Ciononostante, il PMI per il settore manifatturiero continua a collocarsi al di sopra della soglia di 50, segnalando il perdurare della crescita, mentre l'indicatore del clima di fiducia della Commissione si colloca su un livello significativamente superiore alla sua media storica.

Con riferimento al settore dei servizi, sia l'indicatore di fiducia della Commissione sia il PMI relativo all'attività del comparto sono calati in novembre e si collocano attualmente su livelli inferiori alle rispettive medie storiche, suggerendo che la crescita del settore si è leggermente moderata. Queste misure si mantengono, tuttavia, su livelli coerenti con un ritmo di espansione sostenuto nel quarto trimestre e superiori ai livelli medi rilevati dalle stesse indagini fra il 2002 e il 2005.

In sintesi, i risultati delle indagini relative ai settori industriale e dei servizi indicano che, nel quarto trimestre, l'espansione del PIL potrebbe essere inferiore a quella del terzo trimestre, ancorché prossima al livello potenziale.

**Figura 45 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.

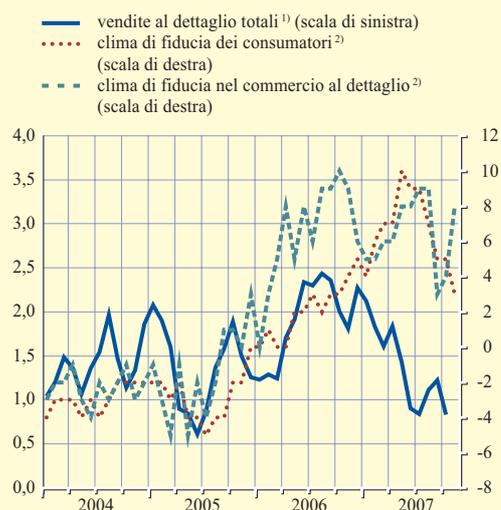
1) Variazioni percentuali della media mobile a tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi.

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

3) Indice dei responsabili degli acquisti; scostamenti dal valore 50.

**Figura 46 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie**

(dati mensili)



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

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.

## INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

La crescita dei consumi privati nell'area dell'euro ha continuato a sostenere l'espansione del PIL, in linea con gli andamenti del reddito reale disponibile e con le condizioni favorevoli sul mercato del lavoro.

Le ultime informazioni sulla spesa delle famiglie confermano una ripresa graduale nella dinamica dei consumi privati. Questi, infatti, sono cresciuti nel terzo trimestre del 2007 dello 0,5 per cento su base trimestrale, a seguito di un incremento dello 0,6 per cento nel trimestre precedente. Stando ai dati disponibili, l'andamento del terzo trimestre va in parte ascritto alla crescita della spesa in beni al dettaglio, riflessa da un incremento dello 0,7 per cento delle vendite al dettaglio (cfr. figura 46).

Per quanto riguarda gli ultimi tre mesi dell'anno, la disponibilità di dati è ancora limitata. In ottobre le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,3 per cento in termini di medie mobili a tre mesi, mentre le immatricolazioni di nuove autovetture sono rimaste sostanzialmente invariate. L'indicatore della Commissione per il commercio al dettaglio, che segnala gli andamenti della fiducia tra i dettaglianti, è salito ulteriormente in novembre e si colloca ora su un massimo storico. Nello stesso mese tuttavia la fiducia dei consumatori dell'area dell'euro si è indebolita, principalmente di riflesso al netto deterioramento delle loro percezioni sulla situazione economica generale. Pur mantenendosi su livelli superiori alla sua media storica, la fiducia dei consumatori è andata calando dal massimo raggiunto a maggio di quest'anno. Nonostante questo calo e il lieve rallentamento dei consumi fra il terzo e il quarto trimestre del 2007 segnalato dagli indicatori, le prospettive per i consumi privati nel 2008 sono ampiamente positive considerate le condizioni favorevoli nel mercato del lavoro.

## 4.2 MERCATO DEL LAVORO

La situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro ha mostrato, negli ultimi anni, un netto miglioramento; tale tendenza favorevole è confermata dagli ultimi dati. Tuttavia, se da un lato le aspettative di occupazione restano elevate, dall'altro gli indicatori continuano a segnalare difficoltà nelle condizioni del mercato del lavoro.

### DISOCCUPAZIONE

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro continua a ridursi, confermando l'andamento iniziato a metà del 2004. In ottobre il tasso standardizzato di disoccupazione è diminuito ulteriormente, al 7,2 per cento dal 7,3 di settembre (cfr. figura 47). Il dato di ottobre è il più basso registrato dagli inizi degli anni ottanta. Negli ultimi dodici mesi, il tasso di disoccupazione ha segnato un calo significativo, pari a 0,8 punti percentuali, sebbene il ritmo della diminuzione sia gradualmente rallentato dall'inizio del 2007. In ottobre il numero di disoccupati nell'area è sceso di circa 82.000 unità, rispetto a una media mensile di 113.000 unità nel primo trimestre.

**Figura 47 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

## Tavola 8 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	0,3	0,4	0,6	0,5
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-1,1	-1,2	0,6	-1,4	-0,6	0,4	-0,6
Industria	-0,2	0,6	0,4	0,3	0,5	0,7	0,6
Escluse le costruzioni	-1,3	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1
Costruzioni	2,5	2,6	1,3	0,8	1,6	1,9	1,6
Servizi	1,4	2,0	0,6	0,3	0,4	0,5	0,6
Commercio e trasporti	0,7	1,5	0,7	0,2	0,0	0,5	0,6
Finanziari e alle imprese	2,4	3,6	0,9	1,0	1,0	0,9	1,0
Amministrazione pubblica <sup>1)</sup>	1,4	1,6	0,5	0,1	0,4	0,4	0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

I dati delle indagini trimestrali della Commissione sui vincoli di produzione suggeriscono che la carenza di offerta di lavoro si è ulteriormente accresciuta all'inizio del quarto trimestre, sia nel settore industriale che in quello dei servizi.

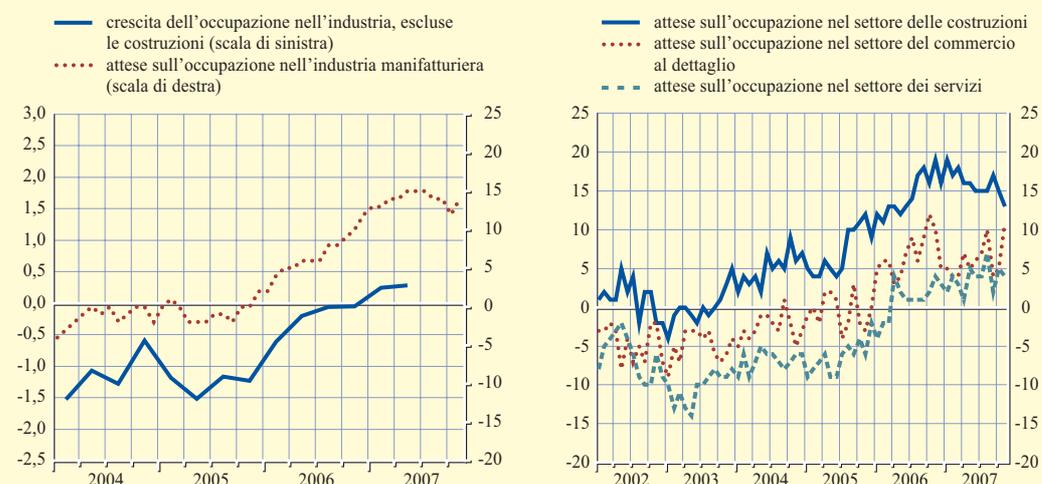
### OCCUPAZIONE

Nel 2006 la crescita dell'occupazione è aumentata in modo sostanziale rispetto al 2005 (cfr. tavola 8), sospinta dalla forte dinamica economica dell'area dell'euro. Le informazioni disponibili indicano che questa solida crescita è continuata nel 2007.

Sulla base dei risultati delle indagini disponibili fino a novembre (cfr. figura 48), la dinamica favorevole in atto nel mercato del lavoro dell'area negli ultimi anni sembra essersi protratta al-

## Figura 48 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.  
Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

l'inizio del quarto trimestre del 2007. Secondo l'indagine PMI di NTC Economics, in novembre l'occupazione ha continuato a crescere, sia nel settore industriale sia nel comparto dei servizi. Un quadro analogo emerge dalle aspettative di occupazione rilevate dalle indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nel terzo trimestre il tasso di crescita trimestrale del PIL in termini reali è stata pari allo 0,7 per cento, in linea con la precedente stima rapida. Le ultime informazioni sull'attività economica provenienti da indagini sul clima di fiducia e da stime basate su indicatori sono coerenti con la valutazione secondo cui la crescita economica è proseguita nel quarto trimestre, anche se a un ritmo più moderato rispetto al periodo precedente. Nel complesso, i fondamentali dell'area restano solidi: la redditività delle imprese mostra una dinamica vivace, la crescita dell'occupazione si mantiene su livelli sostenuti, mentre i tassi di disoccupazione sono scesi a livelli non osservati da venticinque anni.

Questi fattori sono rispecchiati anche dalle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, in base alle quali il tasso di crescita medio annuo del PIL in termini reali sarà compreso tra il 2,4 e il 2,8 per cento nel 2007, tra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2008 e tra l'1,6 e il 2,6 per cento nel 2009. Rispetto alle proiezioni di settembre degli esperti della BCE, l'intervallo indicato per il 2008 è leggermente più basso, mentre la nuova stima per il 2007 si colloca nella parte superiore dell'intervallo individuato a settembre. Le previsioni più recenti formulate da organizzazioni internazionali confermano ampiamente tale quadro.

Lo scenario di una crescita costante del PIL reale sostanzialmente in linea con il livello potenziale si basa sulle prospettive di tenuta dell'economia mondiale e sulle attese che il rallentamento dell'economia statunitense sia compensato dalla crescita sostenuta delle economie emergenti. La forte domanda esterna dovrebbe pertanto continuare a sostenere le esportazioni e gli investimenti dell'area dell'euro. Anche l'aumento dei consumi dovrebbe contribuire all'espansione economica, in linea con l'andamento del reddito reale disponibile e favorito attualmente dalla costante crescita occupazionale. Tuttavia, in considerazione del potenziale impatto sull'economia reale dell'attuale volatilità nei mercati finanziari e della rivalutazione dei premi al rischio, il livello di incertezza rimane elevato.

Le prospettive di crescita sono soggette a rischi verso il basso per tre ordini di motivi distinti. Innanzitutto, l'impatto della rivalutazione dei rischi, in atto nei mercati finanziari sulle condizioni di finanziamento e sulla fiducia nella crescita mondiale e dell'area è potenzialmente più vasto di quanto registrato fino ad ora; permane la possibilità di ulteriori rincari del petrolio e delle materie prime; infine, sono vivi i timori di pressioni protezionistiche e di crescente incertezza sullo scenario mondiale dovuta agli squilibri globali.

## 5 LA FINANZA PUBBLICA

Le previsioni autunnali della Commissione europea confermano per quest'anno un quadro di ulteriore miglioramento dei saldi di bilancio dell'area dell'euro. Il disavanzo delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL dovrebbe diminuire nel 2007 e aumentare leggermente nel 2008. In entrambi gli anni nessun paese dell'area dovrebbe riportare un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Tuttavia, i progressi in termini di risanamento strutturale nei paesi in situazione di squilibrio, ossia quelli che non hanno ancora raggiunto i propri obiettivi di medio termine, sono generalmente deludenti. In molti paesi i miglioramenti previsti risultano inferiori agli impegni presi recentemente a livello politico e non rispettano le disposizioni del Patto di stabilità e crescita (PSC) nella sua versione modificata. La mancanza di piani ambiziosi procrastina inutilmente la situazione di squilibrio fiscale e potrebbe avere risvolti negativi inattesi qualora il contesto macroeconomico divenisse meno favorevole. Essa rende inoltre i paesi interessati meno preparati a fronteggiare le conseguenze dell'invecchiamento della popolazione sui conti pubblici e gli altri rischi per la sostenibilità fiscale nel lungo termine. Tale situazione, ove non venga corretta nei prossimi aggiornamenti dei programmi di stabilità, potrebbe compromettere la credibilità del meccanismo preventivo del PSC. Ciò rende necessario un controllo fermo e convincente da parte dei paesi che, di fatto, attuano politiche di bilancio prudenti.

### ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2007

Le prospettive per i conti pubblici dell'area dell'euro evidenziano un ulteriore miglioramento dei saldi di bilancio nel 2007. Secondo le previsioni autunnali della Commissione europea pubblicate lo scorso novembre, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dovrebbe collocarsi allo 0,8 per cento del PIL nel 2007 (cfr. tavola 9), in calo dall'1,5 del 2006. Rispetto agli aggiornamenti dei programmi di stabilità predisposti alla fine del 2006, questo dato rappresenta un miglioramento di 0,6

**Tavola 9 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Commissione europea, Autumn Forecasts, novembre 2007</b>						
a. Entrate totali	45,0	44,6	45,0	45,6	45,6	45,3
b. Spese totali	48,1	47,4	47,5	47,1	46,4	46,2
di cui:						
c. interessi	3,3	3,1	2,9	2,9	2,9	2,8
d. spese primarie (b - c)	44,8	44,3	44,5	44,2	43,5	43,3
Saldo di bilancio (a - b)	-3,1	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8	-0,9
Saldo primario (a - d)	0,2	0,3	0,4	1,3	2,1	2,0
Saldo corretto per gli effetti del ciclo	-2,7	-2,4	-1,9	-1,2	-0,7	-0,8
Debito lordo	69,1	69,6	70,3	68,6	66,5	65,0
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale annua)	0,8	2,0	1,5	2,8	2,6	2,2
<b>Medie per l'area dell'euro basate sulle informazioni contenute negli aggiornamenti dei Programmi di stabilità<sup>1)</sup></b>						
Saldo di bilancio			-2,4	-2,1	-1,4	-1,1
Saldo primario			0,6	1,0	1,5	1,8
Saldo corretto per gli effetti del ciclo			-1,8	-1,7	-1,1	-0,8
Debito lordo			70,6	69,4	67,8	66,4
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale annua)			1,4	2,6	2,2	2,2

Fonti: Commissione europea, aggiornamenti dei Programmi di stabilità 2006-2007 ed elaborazioni della BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature sono dovute ad arrotondamenti. I dati della Commissione europea includono Cipro e Malta.

1) Le medie per l'area dell'euro nel 2005 includono i dati del programma di stabilità della Francia 2005-2006.

punti percentuali relativamente agli obiettivi iniziali fissati a livello di area dell'euro, ed è dovuto interamente all'effetto base derivante dai risultati migliori del previsto ottenuti nel 2006. A livello di singolo paese, per la prima volta dal 2000 nessun paese dell'area dell'euro dovrebbe registrare quest'anno un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Per i due paesi ancora sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi, ossia Italia e Portogallo, la Commissione prevede un disavanzo rispettivamente inferiore e pari al 3 per cento del PIL. Fra gli altri paesi che nel 2006 si trovavano in situazione di squilibrio di bilancio, solo la Germania dovrebbe conseguire un miglioramento strutturale del saldo di almeno lo 0,5 per cento del PIL, ossia il valore di riferimento previsto per la correzione annua del saldo di bilancio aggiustato per gli effetti del ciclo al netto dei fattori temporanei e *una tantum* da parte dei paesi che non hanno ancora raggiunto i loro obiettivi di medio termine previsti dal PSC. Per gli altri paesi con un disavanzo inferiore al 3 per cento del PIL ma che si trovavano ancora in situazione di squilibrio nel 2006, la Commissione prevede uno sforzo di risanamento inferiore al valore di riferimento dello 0,5 per cento del PIL, nonostante il contesto economico generalmente favorevole. Di conseguenza, soltanto in metà dei paesi dell'area dell'euro i saldi dei conti pubblici nel 2007 dovrebbero risultare in linea con gli obiettivi di bilancio di medio termine.

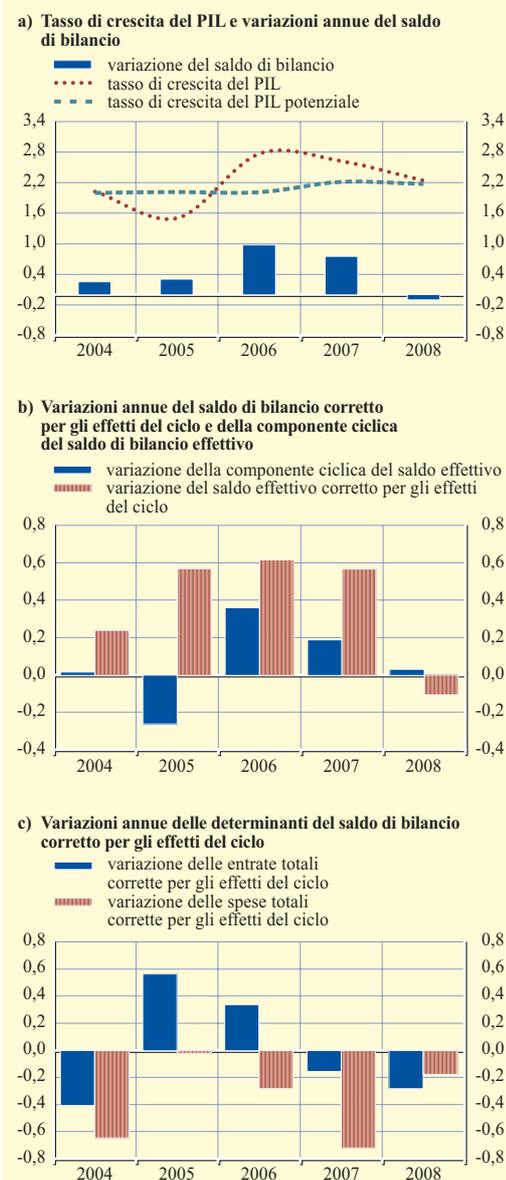
Le previsioni della Commissione segnalano per l'area dell'euro un'ulteriore riduzione del rapporto fra debito pubblico e PIL, dal 68,6 per cento del 2006 al 66,5 per cento nel 2007. Tale andamento riflette il calo del rapporto debito/PIL in tutti i paesi dell'area, con l'eccezione di Irlanda, Francia e Lussemburgo, dove il debito pubblico dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile in termini di PIL.

#### FATTORI SOTTOSTANTI AGLI ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2007

Il miglioramento dei conti pubblici dell'area dell'euro deriva principalmente da una crescita economica relativamente vigorosa (quantificabile in un tasso medio di espansione annua del PIL reale pari al 2,6 per cento nel 2007, cfr. figura 49a) e dal venire meno di significativi fattori temporanei di accrescimento del disavanzo in Italia (pari allo 0,3 per cento del PIL dell'area dell'euro). Questi ultimi consistevano in un incremento dei trasferimenti in conto capitale avvenuto in con-

**Figura 49 Determinanti degli andamenti di bilancio nell'area dell'euro**

(in punti percentuali del PIL; variazioni percentuali)



Fonti: Commissione Europea (*Autumn Forecasts*, novembre 2007) ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'aggregato dell'area dell'euro include Cipro e Malta.

nessione con una sentenza della Corte di giustizia europea in materia di IVA e con la cancellazione dei crediti dello Stato nei confronti della TAV nella seconda metà dello scorso anno.

Il disavanzo aggiustato per gli effetti del ciclo ha continuato a calare nel 2007 (cfr. figura 49b), seppur di poco, se si escludono dal 2006 gli effetti dei due fattori temporanei sopra menzionati concernenti l'Italia. Gli andamenti aggregati riflettono notevoli differenze fra un paese e l'altro. Fra gli Stati membri che nel 2006 presentavano squilibri significativi dei conti pubblici, solo la Germania, l'Italia e il Portogallo dovrebbero registrare miglioramenti considerevoli del saldo aggiustato per gli effetti del ciclo. Al contrario, progressi limitati sono attesi per la Francia e l'Austria e progressi nulli per la Slovenia; la Grecia dovrebbe addirittura registrare un peggioramento del saldo aggiustato per il ciclo. Il miglioramento complessivo previsto per il 2007 per l'area dell'euro è ascrivibile alla contrazione delle spese corrette per gli effetti del ciclo, che dovrebbe più che compensare il debole calo delle entrate (cfr. figura 49c). Come già menzionato, la flessione delle spese nel 2007 riflette in parte il venir meno di fattori temporanei.

I dati trimestrali disponibili fino al secondo trimestre del 2007 evidenziano nel recente passato la maggior crescita in termini relativi delle entrate totali delle amministrazioni pubbliche rispetto a quella delle spese (cfr. figura 50). Sebbene nella prima metà dell'anno la crescita delle entrate abbia registrato una decelerazione rispetto ai livelli elevati osservati in precedenza, gli introiti straordinari e l'aumento delle imposte indirette continuano a svolgere un ruolo positivo per il miglioramento complessivo delle finanze pubbliche, controbilanciando l'impatto dei tagli delle imposte dirette e dei più bassi contributi sociali.

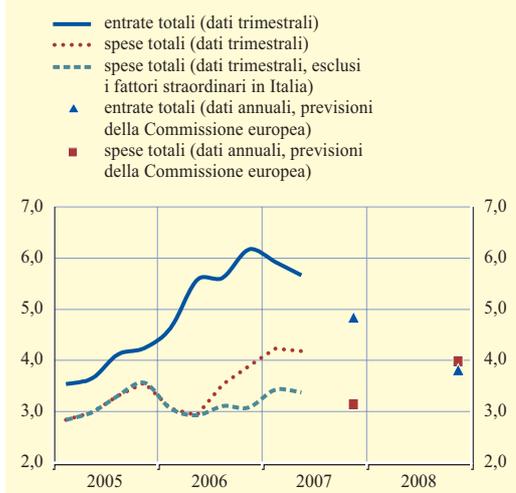
### PROSPETTIVE PER LA FINANZA PUBBLICA NEL 2008

Per il 2008 la Commissione prevede che il disavanzo medio dell'area dell'euro aumenti leggermente, allo 0,9 per cento del PIL. L'orientamento delle politiche fiscali dovrebbe rimanere sostanzialmente neutro poiché si prevede che il ciclo economico produca un impatto per lo più neutrale sui saldi di bilancio mentre gli esborsi per interessi dovrebbero diminuire leggermente. In particolare, fra i paesi in situazione di squilibrio di bilancio, solo Grecia e Malta dovrebbero far registrare un miglioramento annuo del saldo di bilancio strutturale in linea con il valore di riferimento dello 0,5 per cento del PIL stabilito dal PSC; in altri paesi il risanamento dovrebbe segnare una battuta d'arresto o si potrebbe addirittura registrare un peggioramento dei conti: la Commissione prevede un miglioramento lieve del saldo strutturale per il Portogallo, nessun progresso in Italia e Austria e un deterioramento in Francia e Slovenia. Dopo aver raggiunto il proprio obiettivo di medio termine nel 2007, la Germania dovrebbe mancarlo di poco nel 2008.

L'andamento dei conti pubblici dell'area dell'euro riflette in ulteriori riduzioni delle imposte dirette e il calo dei contributi sociali in alcuni paesi, nonché, in qualche caso, l'innalzamento delle

**Figura 50 Statistiche trimestrali dei conti pubblici e previsioni, area dell'euro**

(crescita percentuale anno su anno delle somme mobili di quattro trimestri)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali, Commissione europea.  
Nota: la figura mostra l'andamento delle entrate e delle spese totali in termini di somme mobili di quattro trimestri per il periodo che va dal primo trimestre del 2005 al secondo trimestre del 2007, e le previsioni per il 2007 e il 2008 desunte dall'esercizio previsionale dell'autunno 2007 della Commissione europea. Dalle spese totali della seconda metà del 2006 sono esclusi i fattori straordinari verificatisi in Italia, pari allo 0,3 per cento del PIL.

imposte indirette. Gli sgravi fiscali riguardano principalmente l'aliquota applicata alle imprese, specialmente in Germania, mentre i contributi sociali saranno ridotti in Francia e in Germania. Nel complesso, la riduzione delle entrate dovuta a misure discrezionali dovrebbe contribuire a un lieve calo del loro rapporto al PIL a livello di area, mentre l'incidenza delle uscite sul prodotto dovrebbe diminuire solo leggermente, non producendo pertanto ulteriori progressi in termini di risanamento. Se corretto per gli effetti del ciclo, il decremento delle spese in rapporto al PIL dovrebbe arrestarsi nel 2008. Alcuni governi stanno utilizzando parte degli introiti straordinari che continuano a realizzare per incrementare le spese piuttosto che per accelerare la riduzione del disavanzo e del debito. Contemporaneamente, il rapporto fra il debito delle amministrazioni pubbliche e il PIL dovrebbe ridursi al 65,0 per cento, grazie alla sostanziale stabilità del rapporto fra avanzo primario e PIL. Ad eccezione dell'Irlanda e del Portogallo, il debito dovrebbe diminuire in rapporto al PIL in tutti i paesi dell'area dell'euro, restando tuttavia al di sopra del valore di riferimento del 60 per cento in Belgio, Germania, Grecia, Francia, Italia, Malta e Portogallo.

#### **POLITICHE DI BILANCIO ATTUALI E INSEGNAMENTI DEL PASSATO**

Il protratto miglioramento dei saldi di bilancio osservato nel 2007 e, in particolare, il fatto che nessun paese dell'area dell'euro dovrebbe registrare disavanzi superiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL, vanno accolti con favore. I miglioramenti dei conti pubblici sono stati ovviamente favoriti dalla forte crescita economica, che si è tradotta in elevate entrate fiscali e consistenti introiti straordinari. Tuttavia, l'evidente mancanza di interventi di risanamento nella maggior parte dei paesi in situazione di squilibrio di bilancio è fonte di preoccupazione per almeno due motivi. In primo luogo, l'esperienza storica mostra che una situazione iniziale di debolezza e politiche di bilancio accomodanti possono generare un rapido deterioramento dei saldi dei conti pubblici nel momento in cui muta il contesto economico. In secondo luogo, il mancato rispetto dei requisiti previsti dal PSC mette a repentaglio la credibilità del suo meccanismo preventivo.

L'analisi dell'evoluzione dei conti pubblici alla fine dell'ultimo boom economico, in particolare nel 2000, potrebbe risultare istruttiva. All'epoca, i programmi e le previsioni di bilancio incorporavano l'ipotesi che l'andamento inaspettatamente vigoroso delle entrate sarebbe proseguito. Tuttavia, quanto accaduto dopo il 2000 mostra come previsioni eccessivamente ottimistiche, assieme a posizioni fiscali strutturalmente deboli alla fine di una fase espansiva, portarono a un rapido deterioramento dei conti pubblici. Soprattutto a causa degli introiti sostanzialmente inferiori alle aspettative, il disavanzo di bilancio effettivo si rivelò molto peggiore delle previsioni: per l'area dell'euro (in base alla definizione SEC 95, escludendo gli introiti della vendita delle licenze UMTS) esso è aumentato in rapporto al PIL dall'1,0 per cento del 2000 all'1,9 nel 2001 e al 2,6 nel 2002. In vari paesi dell'area, il disavanzo ha superato rapidamente il valore di riferimento del 3 per cento del PIL negli anni 2001-2003. Vale la pena sottolineare che il peggioramento strutturale dei saldi di bilancio è scaturito principalmente dal lato delle entrate, in seguito a consistenti riduzioni delle imposte, con effetti particolarmente rilevanti provenienti da misure adottate in Germania, Francia, Italia e Paesi Bassi.

La situazione attuale presenta alcuni punti in comune con quella del 2000. La perdurante crescita economica, che secondo le previsioni della Commissione continuerebbe nel 2008, dovrebbe alimentare le entrate pubbliche e abbassare la spesa in rapporto al PIL. Ciononostante, in molti paesi i saldi di bilancio strutturali restano al di sotto degli obiettivi di medio termine, talvolta anche in misura considerevole. Inoltre, vi è chiaramente incertezza riguardo la sostenibilità delle attuali condizioni favorevoli dei conti pubblici, specie dal lato delle entrate. La forte crescita degli introiti fiscali riflette entrate inattese provenienti da fonti che non trovano pieno riscontro nelle definizioni convenzionali della base imponibile e che potrebbero presto venire meno. Nella misura in cui l'incremento delle entrate in rapporto al PIL è riconducibile ai maggiori introiti derivanti dalle imposte dirette cor-

risposte dalle imprese, non si può dare per scontato che esso prosegua, vista la significativa volatilità di questa voce. Anche nel caso delle altre poste dal lato delle entrate, è difficile determinare in che misura i maggiori introiti abbiano natura strutturale o soltanto transitoria. I programmi di bilancio per il 2008 implicano che, tali maggiori introiti, sebbene incerti, possono tradursi in sgravi fiscali o aumenti della spesa, anziché essere utilizzati per ridurre il disavanzo e il debito.

Pertanto, traendo insegnamento dal passato, i governi dovrebbero adottare una strategia di bilancio prudente ed evitare di tradurre le maggiori entrate in riduzioni delle imposte e/o aumenti della spesa privi di copertura finanziaria. Benché in generale un calo delle imposte può con il tempo ridurre le distorsioni e contribuire all'efficienza economica, nel breve termine i suoi effetti possono danneggiare la solidità delle finanze pubbliche laddove le misure di sgravio siano attuate senza prestare la dovuta attenzione all'esigenza di mantenere adeguati margini di sicurezza fiscali. Oltre a compromettere le prospettive di sostenibilità dei conti pubblici, l'adozione di un atteggiamento accomodante in epoche favorevoli rende più impellente la necessità di un inasprimento fiscale in periodi meno propizi.

#### **NECESSITÀ DI OTTEMPERARE AL QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'UE PER LE FINANZE PUBBLICHE**

L'adozione di politiche di bilancio accomodanti in epoche favorevoli mette a repentaglio non soltanto la solidità dei conti pubblici, ma anche, nel lungo periodo, la stabilità macroeconomica. Le attuali intenzioni di vari paesi sul piano delle politiche di bilancio sollevano inoltre seri dubbi sull'impegno dei paesi stessi al rispetto del quadro di riferimento dell'UE, che mira a promuovere il conseguimento di finanze pubbliche sostenibili e favorevoli alla crescita nell'Unione economica e monetaria. In due occasioni nel 2007 i ministri finanziari dell'area dell'euro hanno pubblicamente rinnovato il proprio impegno a conseguire gli obiettivi del PSC e, in particolare, del suo meccanismo preventivo, e hanno assicurato di rafforzarne l'attuazione.

Nella prima di queste occasioni, ossia durante il vertice di Berlino del 20 aprile 2007, i ministri finanziari dei paesi dell'area dell'euro hanno concordato di conseguire al più presto, e comunque non più tardi del 2010, una posizione di bilancio strutturale solida. In contrasto con tale accordo, in gran parte dei paesi con squilibri di bilancio il risanamento strutturale previsto nelle leggi finanziarie per il 2007 e il 2008 è risultato deludente e gli squilibri dei conti pubblici, spesso di considerevole entità, dovrebbero persistere. In base alle previsioni attuali, vi sono forti motivi per dubitare che i paesi si atterrano effettivamente all'obiettivo comune fissato a Berlino e gli intenti attualmente ravvisabili in materia di politiche di bilancio non forniscono alcuna rassicurazione in merito.

Nella seconda occasione, in ottobre, il Consiglio Ecofin ha concordato una serie di misure volte ad accrescere l'efficacia del PSC, in particolare mediante il rafforzamento del meccanismo preventivo. I ministri finanziari hanno inoltre riaffermato l'esigenza di rispettare il valore di riferimento dello 0,5 per cento del PIL previsto per il risanamento strutturale annuo nel quadro del PSC (cfr. riquadro 7).

#### **Riquadro 7**

##### **GLI IMPEGNI POLITICI E IL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA**

La stabilità economica e la crescita sostenibile nel contesto dell'Unione economica e monetaria dipendono fra l'altro dalla determinazione dei governi degli Stati membri a condurre sane politiche fiscali. Al riguardo, sono stati assunti recentemente importanti impegni politici.

Il 20 aprile 2007, nel contesto del dibattito orientativo di primavera sulle politiche di bilancio, i ministri finanziari dell'Eurogruppo hanno ribadito la loro adesione ai principi di sana politica fiscale contenuti nel nuovo Patto di stabilità e crescita (PSC). Dopo aver convenuto che l'area dell'euro si trova in una fase congiunturale favorevole, i ministri si sono impegnati a sfruttare appieno l'attuale crescita economica e il gettito fiscale superiore alle attese per perseguire politiche di bilancio sane in linea con quanto disposto nel PSC. Essi hanno rinnovato l'impegno ad adoperarsi per consolidare le finanze pubbliche nei periodi di congiuntura favorevole, destinando le entrate aggiuntive impreviste alla riduzione del debito e del disavanzo. Dagli Stati membri che non hanno ancora raggiunto il proprio obiettivo di bilancio a medio termine (OMT) era attesa un'accelerazione del ritmo di riduzione del disavanzo e del debito in modo da realizzare almeno un aggiustamento fiscale annuo in termini strutturali dello 0,5 per cento del PIL. I paesi appartenenti all'area dell'euro si sono assunti l'impegno di conseguire i rispettivi OMT nel 2008 o nel 2009 e comunque al più tardi entro il 2010. Infine, i paesi che li hanno già raggiunti sono stati invitati a non alimentare gli squilibri macroeconomici con un allentamento della politica di bilancio nei periodi di congiuntura favorevole.

Il 9 ottobre 2007 il Consiglio Ecofin ha adottato delle conclusioni su come migliorare l'efficacia del PSC. Esse sottolineano l'importanza della piena attuazione del PSC e invitano gli Stati membri che non hanno ancora raggiunto il proprio OMT ad accelerare il ritmo della riduzione del disavanzo e del debito, destinando a questo scopo le entrate superiori a quelle previste. Nello specifico, le suddette conclusioni contengono gli impegni elencati qui di seguito.

- Porsi come priorità fondamentale la realizzazione di progressi verso posizioni di bilancio sostenibili, in linea con quanto previsto con il braccio preventivo del PSC, per prepararsi all'imminente impatto dell'invecchiamento demografico sul bilancio. Tutti i paesi che non hanno ancora raggiunto il loro OMT dovrebbero accelerare il ritmo della riduzione del disavanzo e del debito. In particolare, gli Stati membri dell'area dell'euro o degli AEC II dovrebbero perseguire un aggiustamento annuale corretto per il ciclo, al netto delle misure *una tantum* e di altre misure temporanee, dello 0,5 per cento del PIL come valore di riferimento. Lo sforzo di aggiustamento dovrebbe essere maggiore nei periodi di congiuntura economica favorevole.
- Tenere in maggiore considerazione nella definizione degli OMT della sostenibilità fiscale nel lungo termine e in particolare del futuro impatto dell'invecchiamento demografico. I criteri e le modalità con cui tenere conto delle passività implicite dello Stato saranno discussi agli inizi del 2008. Gli Stati membri specificheranno i nuovi OMT, per i quali esiste l'obbligo di revisione quadriennale, negli aggiornamenti dei rispettivi programmi di stabilità e di convergenza dell'autunno del 2009.
- Riconoscere l'importanza delle regole fiscali e delle istituzioni nazionali, compresi i meccanismi di sorveglianza, per il raggiungimento di solide posizioni fiscali. Quadri di bilancio pluriennali basati su regole possono contribuire ad assicurare il rispetto dei programmi fiscali a medio termine, anche attraverso il contenimento della spesa. La titolarità nazionale del quadro per la politica di bilancio dell'UE viene accresciuta grazie a un adeguato coinvolgimento dei parlamenti nazionali.
- Migliorare la valutazione periodica delle politiche fiscali nazionali con un'analisi più completa della situazione macroeconomica globale e con il ricorso a migliori strumenti di misurazione della posizione di bilancio sottostante degli Stati membri, in particolare allo scopo di evitare politiche procicliche in periodi di congiuntura economica favorevole.

I programmi di stabilità e di convergenza dovrebbero specificare gli ulteriori interventi necessari per colmare il divario tra gli OMT e gli andamenti di bilancio.

Il rafforzamento del braccio preventivo del PSC è importante per garantire il rapido conseguimento degli OMT e per non ricadere nell'errore di ridurre gli sforzi di risanamento strutturale nei periodi di congiuntura favorevole. Il rinnovato impegno del Consiglio Ecofin e le proposte conseguenti sono pertanto da accogliere con favore in linea di principio. Occorre tuttavia evitare che l'affinamento delle modalità di attuazione del Patto accresca eccessivamente la complessità del quadro e ne indebolisca l'approccio fondato su regole.

È fondamentale che tutti i paesi rispettino pienamente gli impegni politici che hanno ribadito. Ogni scostamento tra gli impegni e le azioni politiche contribuisce a pregiudicare la credibilità degli impegni presi a livello di UE e del quadro di riferimento per le politiche di bilancio. A soli due anni di distanza dalla revisione del PSC, volta ad allinearli maggiormente alle circostanze nazionali, tali sviluppi sono inquietanti.

In tali circostanze, il contributo al monitoraggio da parte degli altri paesi, fondamentale per il funzionamento del quadro di riferimento UE per le politiche di bilancio, merita particolare attenzione. Tale contributo può essere fornito dagli Stati membri nel contesto UE del processo di monitoraggio e sorveglianza dei conti pubblici, specie in occasione della discussione dei programmi di stabilità o di convergenza dei singoli paesi. I messaggi forniti in tali occasioni saranno più credibili se accompagnati da solide politiche di bilancio. Al riguardo, i paesi che hanno già conseguito (o sono prossimi a farlo) i propri obiettivi di bilancio di medio termine hanno oggi l'opportunità di dimostrare come politiche di bilancio sane e conformi al PSC siano strumentali ad assicurare la solidità dei conti pubblici e la stabilità macroeconomica.

I paesi in situazione di squilibrio di bilancio devono porsi obiettivi più ambiziosi al fine di cautelarsi a fronte del rischio di shock inattesi. Le prospettive economiche ancora positive forniscono l'occasione per destinare gli ulteriori introiti straordinari a conseguire un più rapido consolidamento fiscale. L'utilizzo di tali introiti per accrescere la spesa o ridurre le imposte senza un'adeguata copertura finanziaria rischia di provocare un rapido deterioramento delle posizioni di bilancio nel momento in cui la congiuntura cessa di essere favorevole.

Nella situazione attuale si rende necessario un attento monitoraggio delle finanze pubbliche, specie nei paesi che presentano squilibri di bilancio significativi e margini di sicurezza inadeguati relativamente al valore di riferimento stabilito per il disavanzo. Per quanto riguarda la sorveglianza multilaterale a livello europeo, tutti gli strumenti a disposizione andrebbero, se necessario, utilizzati a tale scopo. Il nuovo Trattato dell'UE, che rafforza la governance economica dell'area dell'euro, ribadisce le procedure esistenti riguardanti i meccanismi di sorveglianza dei conti pubblici (cfr. il riquadro 8).

#### Riquadro 8

##### IL TRATTATO DI LISBONA

Il 19 ottobre 2007 i capi di Stato o di governo dell'UE hanno raggiunto un accordo su un nuovo Trattato, che firmeranno a Lisbona il 13 dicembre 2007 e che dovrà successivamente essere ratificato da tutti i 27 Stati membri. L'intento è che esso entri in vigore il 1° gennaio 2009 e in ogni caso prima delle elezioni del Parlamento europeo del giugno 2009.

Il nuovo Trattato modifica sia il Trattato che istituisce la Comunità europea sia il Trattato sull'Unione europea, che continueranno a costituire la base per il funzionamento dell'UE. Esso semplifica la struttura dell'Unione: l'attuale articolazione in tre pilastri (uno comunitario e due separati per la politica estera e gli affari interni) viene eliminata e l'Unione, che sarà dotata di personalità giuridica, sostituisce e succede alla Comunità. Il Trattato che istituisce la Comunità europea prenderà il nome di Trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

Il 5 luglio 2007 la BCE ha pubblicato un parere <sup>1)</sup> sull'apertura della conferenza intergovernativa (CIG) incaricata di elaborare il nuovo Trattato. Il parere richiama varie innovazioni introdotte nel Trattato che adotta una Costituzione per l'Europa, firmato dai capi di Stato o di governo di tutti gli Stati membri ma non ratificato <sup>2)</sup>. Il 2 agosto 2007 il Presidente della BCE ha inviato una lettera alla Presidenza della CIG <sup>3)</sup>, nella quale formulava suggerimenti sulla prima stesura del nuovo Trattato in merito alla BCE e al Sistema europeo di banche centrali (SEBC).

### Modifiche apportate ai Trattati

Il nuovo Trattato apporta varie modifiche al quadro istituzionale generale dell'UE. La prima consiste nell'istituzione di una carica permanente di presidente del Consiglio europeo, che sarà eletto con un mandato di due anni e mezzo rinnovabile una volta. Il presidente assicura la rappresentanza esterna dell'Unione europea e presiede le riunioni del Consiglio europeo, composto dai capi di Stato o di governo e dal presidente della Commissione europea. Il Consiglio europeo diventa un'istituzione dell'Unione.

Viene rafforzato l'apparato di politica estera dell'UE, oltre che il ruolo dell'alto rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza. Quest'ultimo ricopre anche la carica di vicepresidente della Commissione incaricato delle relazioni esterne (che comporta un mandato quinquennale) e presiede il Consiglio "Affari esteri", mentre per le altre formazioni del Consiglio viene mantenuto l'attuale sistema di presidenza a rotazione. L'alto rappresentante sarà affiancato da un nuovo servizio europeo per l'azione esterna, costituito da funzionari provenienti dai servizi competenti della Commissione e del Consiglio e da personale dei servizi diplomatici nazionali.

A decorrere dal 2014, i membri della Commissione scenderanno dagli attuali 27 a un numero (compreso il presidente e l'alto rappresentante) corrispondente ai due terzi del numero degli Stati membri e saranno scelti in base a un sistema di rotazione paritaria. Il Parlamento europeo viene coinvolto in un maggior numero di ambiti legislativi e il numero dei suoi membri viene abbassato a 751. La codecisione tra il Consiglio e il Parlamento europeo diventa la procedura legislativa ordinaria.

Per quanto riguarda il Consiglio, viene modificata la definizione di maggioranza qualificata con l'introduzione della cosiddetta "doppia maggioranza" che diventerà obbligatoria dal 2017. In base a tale sistema una misura viene di norma approvata se ha il sostegno del 55% dei membri del Consiglio, rappresentanti Stati membri che totalizzino almeno il 65% della popolazione dell'Unione. Inoltre, aumentano le materie in cui è previsto il voto a maggioranza qualificata.

- 1) Parere della Banca centrale europea del 5 luglio 2007 su richiesta del Consiglio dell'Unione europea in relazione all'apertura di una conferenza intergovernativa invitata ad elaborare un trattato di riforma dei trattati esistenti (CON/2007/20), G.U. C 160 del 13.7.2007, pagg. 2-4.
- 2) Tale trattato è stato oggetto di un articolo dal titolo *La costituzione europea e la BCE* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.
- 3) La lettera è disponibile sui siti Internet della CIG e della BCE.

Sono previste anche altre innovazioni, tra cui: il coinvolgimento dei parlamenti nazionali nel vigilare sul rispetto del principio di sussidiarietà; l'introduzione di una "clausola di uscita" che consente agli Stati membri di uscire dall'Unione secondo una determinata procedura; un riferimento ai criteri di Copenaghen del Consiglio europeo per l'allargamento dell'UE. Inoltre, la Carta dei diritti fondamentali dell'UE diventa giuridicamente vincolante, seppur con alcune possibili deroghe alla sua applicazione. Viene infine semplificato il ricorso alla procedura di "cooperazione rafforzata", che consente la realizzazione di particolari politiche comunitarie a cui siano interessati soltanto alcuni Stati membri.

### **Modifiche ai Trattati di particolare rilevanza per l'Unione economica e monetaria**

Il nuovo Trattato non apporta alcuna modifica sostanziale alle disposizioni in materia di politica economica e monetaria contenute nei Trattati in vigore.

Esso introduce un elenco di obiettivi per l'Unione. La stabilità dei prezzi è già l'obiettivo principale della BCE e del SEBC, e viene ora inclusa tra gli obiettivi dell'UE, uno dei quali consiste nello "sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi". Un altro obiettivo dell'UE è "un'unione economica e monetaria la cui moneta è l'euro".

Alla BCE, che attualmente costituisce un organismo comunitario *sui generis*, è attribuito lo *status* giuridico di istituzione dell'Unione. In questo contesto, la BCE ha ritenuto essenziale che fossero mantenute le proprie caratteristiche istituzionali specifiche oltre che quelle dell'Eurosistema/SEBC. Tali caratteristiche – che comprendono tutti gli aspetti connessi all'indipendenza, i poteri regolamentari e la personalità giuridica della BCE – sono fondamentali per l'assolvimento dei compiti assegnati all'Eurosistema e il nuovo Trattato le preserva interamente.

Viene introdotto il termine "Eurosistema" per indicare la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno adottato l'euro, che si differenzia dal termine "SEBC" con il quale si intendono invece la BCE e le banche centrali nazionali di tutti gli Stati membri dell'UE. A parte le modifiche redazionali di ordine tecnico, non vi sono cambiamenti relativamente ai criteri di convergenza, alla vigilanza prudenziale e alla politica del cambio. Il nuovo Trattato modifica il linguaggio adoperato con riguardo alla rappresentanza esterna dell'area dell'euro nel contesto dell'architettura finanziaria internazionale, chiarendo la situazione attuale senza tuttavia modificare l'assegnazione delle responsabilità in materia di politica economica e monetaria. In particolare, viene introdotto per la prima volta il concetto di "rappresentanza unificata".

Ai sensi del nuovo Trattato, i membri del Comitato esecutivo della BCE sono nominati dal Consiglio europeo a maggioranza qualificata e non più di comune accordo dai governi degli Stati membri.

Fra le altre innovazioni introdotte nell'ambito della *governance* economica è incluso il riconoscimento del cosiddetto "Eurogruppo", che mantiene l'attuale *status* informale e il cui presidente resta in carica per due anni e mezzo. Viene inoltre rafforzato il ruolo dei paesi appartenenti all'area dell'euro. Una nuova disposizione consente loro di adottare a maggioranza qualificata nuovi provvedimenti intesi a rafforzare il coordinamento e la sorveglianza della disciplina di bilancio e di definire orientamenti specifici in materia di politica economica per i paesi dell'area. Quando il Trattato sarà in vigore, le decisioni sulla non conformità degli Stati membri appar-

tenenti all'area dell'euro in rapporto alla procedura per i disavanzi eccessivi e gli indirizzi di massima per la politica economica saranno adottati soltanto dai paesi dell'area e senza lo Stato membro interessato. Infine, i paesi dell'area formuleranno una raccomandazione sulla possibilità per uno Stato membro di adottare l'euro. La decisione finale a tale riguardo, benché adottata dall'intero Consiglio, terrà quindi conto del parere espresso dai membri dell'area dell'euro. Ciò non modifica in alcun modo la procedura attuale, secondo cui la BCE e la Commissione elaborano i rapporti sulla convergenza e la Commissione formula una proposta.

Pur lasciando sostanzialmente invariata l'Unione economica e monetaria (UEM), il nuovo Trattato introduce dunque una serie di sviluppi rilevanti. Esso prende atto di alcune realtà attuali e ridefinisce l'UEM in vari aspetti, offrendo sia un progresso nei meccanismi per una più chiara *governance* economica dell'area dell'euro sia il potenziale per ulteriori sviluppi.

## 6 PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA

Sulla base delle informazioni disponibili al 23 novembre 2007, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso fra il 2,4 e il 2,8 per cento nel 2007, fra l'1,5 e il 2,5 nel 2008 e fra l'1,6 e il 2,6 l'anno seguente. Il tasso di incremento dello IAPC complessivo si porterebbe in media al 2,0-2,2 per cento nel 2007, al 2,0-3,0 nel 2008 e all'1,2-2,4 l'anno seguente.

### Riquadro 9

#### IPOTESI TECNICHE

Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema si fondano su una serie di ipotesi riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi del petrolio e le politiche di bilancio.

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni del petrolio e delle materie prime non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato al 14 novembre 2007. Per quanto riguarda i tassi di interesse a breve termine, misurati dall'Euribor a tre mesi, le attese sono rilevate sui tassi a termine, che riflettono la curva dei rendimenti alla data di chiusura delle ipotesi, e implicano un livello medio del 4,9 per cento nel quarto trimestre del 2007, con una diminuzione al 4,5 per cento nel 2008 e al 4,3 nel 2009. Le aspettative sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano un profilo piatto, al 4,3 per cento registrato a metà di novembre. Lo scenario di base delineato dalle proiezioni tiene conto anche dell'ipotesi di un lieve ampliamento dei differenziali sui tassi bancari attivi nell'orizzonte considerato, di riflesso alla maggiore consapevolezza del rischio attualmente osservata nei mercati finanziari. In base all'evoluzione dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 14 novembre, si assume che i corsi del petrolio siano pari in media a 72,6 dollari al barile nel 2007, a 88,6 nel 2008 e a 83,7 nel 2009. Le quotazioni delle materie prime non energetiche, espresse in dollari, dovrebbero mediamente aumentare del 18,1 per cento nel 2007, dell'8,9 nel 2008 del 4,5 l'anno seguente.

Viene formulata l'ipotesi tecnica secondo cui i tassi di cambio bilaterali si manterrebbero invariati nell'orizzonte considerato sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 14 novembre. Tale ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,46 e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti nella media del 2007 superiore del 3,8 per cento rispetto alla media del 2006, mentre nel 2008 e 2009 più elevato del 2,6 per cento rispetto alla media del 2007.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo.

1) Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro, rappresentano un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono contenute in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. Tuttavia, allo stadio attuale l'incertezza che circonda le proiezioni è presumibilmente più elevata per effetto degli andamenti dei mercati finanziari.

## IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Secondo quanto indicato dalle proiezioni, la crescita dell'economia mondiale all'esterno dell'area dell'euro dovrebbe ridursi nell'orizzonte considerato, pur restando vigorosa. Questa evoluzione è riconducibile in prevalenza al protrarsi della forte espansione economica nei mercati emergenti, che sostituendosi in parte agli Stati Uniti fungono da motore principale della crescita mondiale.

Nel complesso, il tasso di incremento del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro si collocherebbe, in media d'anno, intorno al 5,6 per cento nel 2007 e al 5,2 sia nel 2008 sia nel 2009. L'espansione dei mercati di esportazione esterni dell'area dovrebbe portarsi a circa il 6,0 per cento nel 2007, il 6,9 nel 2008 e il 7,1 l'anno seguente.

## PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Per quanto riguarda il PIL in termini reali dell'area dell'euro, la stima rapida dell'Eurostat indica per il terzo trimestre del 2007 un tasso di crescita pari allo 0,7 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,3 del secondo trimestre. Il tasso di incremento trimestrale del prodotto dovrebbe situarsi intorno allo 0,5 per cento nell'orizzonte di proiezione. In tale contesto, l'espansione del PIL si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo del 2,4-2,8 per cento nel 2007, dell'1,5-2,5 nel 2008 e dell'1,6-2,6 nel 2009.

Tra le componenti interne del PIL, i consumi privati dovrebbero aumentare essenzialmente in linea con il reddito disponibile reale, riflettendo in generale la prevista dinamica dell'occupazione e dei salari reali. Ci si attende che il tasso di risparmio resti pressoché invariato. I consumi collettivi dovrebbero crescere a un ritmo moderato nell'orizzonte di proiezione.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero registrare un certo rallentamento, allorché la riduzione della crescita mondiale e il deterioramento delle condizioni di finanziamento attenueranno il sostegno derivante da prospettive favorevoli per la domanda e i profitti. Gli investimenti privati nell'edilizia residenziale, in particolare, dovrebbero decelerare, di riflesso al normalizzarsi della situazione nei mercati immobiliari di diversi paesi dell'area dell'euro. Complessivamente le proiezioni indicano un tasso di incremento degli investimenti fissi totali compreso, in media d'anno, tra il 4,0 e il 5,0 per cento nel 2007, tra lo 0,9 e il 3,9 nel 2008 e tra lo 0,7 e il 3,9 l'anno seguente.

**Tavola 10** Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue)<sup>1), 2)</sup>

	2006	2007	2008	2009
IAPC	2,2	2,0-2,2	2,0-3,0	1,2-2,4
PIL in termini reali	2,9	2,4-2,8	1,5-2,5	1,6-2,6
Consumi privati	1,9	1,4-1,8	1,4-2,4	1,2-2,8
Consumi collettivi	1,9	1,4-2,6	1,1-2,1	1,0-2,0
Investimenti fissi lordi	5,2	4,0-5,0	0,9-3,9	0,7-3,9
Esportazioni (beni e servizi)	8,0	4,6-7,4	3,5-6,7	3,9-7,1
Importazioni (beni e servizi)	7,6	4,0-6,6	3,3-6,7	3,6-7,0

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti tengono conto dei dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

2) I dati includono la Slovenia dal 2006, ad eccezione di quelli sullo IAPC che comprendono il paese soltanto dal 2007. Dall'esercizio previsorio di settembre 2007 Cipro e Malta sono compresi, quale parte integrante dell'area dell'euro, negli intervalli di proiezione a partire dal 2008. Le variazioni percentuali annue per il 2008 sono calcolate sulla base di una composizione dell'area comprendente Cipro e Malta sia nel 2007 sia nel 2008. Le quote di Cipro, Malta e Slovenia nel PIL dell'area sono pari a circa 0,2, 0,1 e 0,3 per cento rispettivamente.

La crescita delle esportazioni continuerebbe a sostenere l'attività economica, sebbene la quota di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe ridursi lievemente, per effetto della maggiore concorrenza mondiale e di perdite di competitività di prezzo. Il tasso di incremento delle importazioni complessive si collocherebbe, in media d'anno, su un livello lievemente inferiore a quello delle esportazioni complessive, dando luogo nell'insieme a un contributo leggermente positivo delle esportazioni nette alla crescita del PIL nel periodo in esame.

Secondo le proiezioni, proseguirebbe l'evoluzione favorevole del mercato del lavoro. La crescita dell'occupazione totale dovrebbe ridursi nel 2008, in linea con l'andamento previsto per l'attività economica. L'offerta di lavoro aumenterebbe a seguito delle migliori prospettive d'impiego e delle riforme del mercato del lavoro in diversi paesi dell'area. Il tasso di disoccupazione scenderebbe ulteriormente nell'orizzonte temporale di riferimento.

#### PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Dall'agosto 2007 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è aumentato sensibilmente, per effetto soprattutto di ulteriori spinte esercitate dai prezzi dei beni alimentari e dell'energia. In prospettiva, si prevede che l'inflazione continui a risentire per qualche tempo di tali spinte. Le pressioni esterne sui prezzi dovrebbero restare accentuate fino a metà del 2008, prevalentemente a causa del profilo ipotizzato delle quotazioni del petrolio e delle materie prime non energetiche, in particolare quelle alimentari. Nel 2008 e nel 2009, le imposte indirette e i prezzi amministrati dovrebbero esercitare un effetto al rialzo sull'inflazione armonizzata, seppure in misura inferiore rispetto al 2007, quando si è registrato un netto incremento dell'IVA in Germania. Le proiezioni si basano inoltre sull'aspettativa che la dinamica salariale per l'intera economia sia più vigorosa nel 2008-2009 rispetto agli anni precedenti, mentre l'espansione della produttività del lavoro non dovrebbe aumentare marcatamente nell'orizzonte considerato. Gli effetti sull'inflazione della maggiore crescita del costo del lavoro per unità di prodotto sarebbero tuttavia attenuati dalla decelerazione dei margini di profitto. Tenuto conto di questi diversi fattori, si prevede che il tasso di crescita dello IAPC complessivo si porti in media d'anno al 2,0-2,2 per cento nel 2007, al 2,0-3,0 nel 2008 e all'1,2-2,4 nel 2009.

#### CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL SETTEMBRE 2007

Per quanto concerne la crescita del PIL in termini reali, l'intervallo di valori attualmente previsto per il 2007 si colloca nella parte superiore dell'intervallo delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate nel numero di settembre 2007 del Bollettino mensile. L'intervallo per il 2008 è stato corretto verso il basso, di riflesso agli effetti anticipati di prezzi più elevati dell'energia e dei beni alimentari e di un tasso di cambio dell'euro superiore rispetto alle precedenti ipotesi. Quanto all'inflazione, gli intervalli previsti per il 2007 e il 2008 sono stati modificati verso l'alto, rispecchiando principalmente l'ipotesi di prezzi dell'energia e dei beni alimentari più elevati rispetto alle proiezioni di settembre.

**Tavola 11 Confronto con le proiezioni di settembre 2007**

(variazioni percentuali; medie annue)	2006	2007	2008
PIL in termini reali - settembre 2007	2,9	2,2-2,8	1,8-2,8
PIL in termini reali - dicembre 2007	2,9	2,4-2,8	1,5-2,5
IAPC - settembre 2007	2,2	1,9-2,1	1,5-2,5
IAPC - dicembre 2007	2,2	2,0-2,2	2,0-3,0

**Riquadro 10**
**PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI**

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti e, pertanto, risultano in parte superate. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e di altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si collocherebbe tra il 2,5 e il 2,6 per cento nel 2007, tra l'1,9 e il 2,2 nel 2008 e tra il 2,0 e il 2,2 l'anno seguente. Il tasso di incremento dell'inflazione si porterebbe in media d'anno tra il 2,0 e il 2,1 per cento nel 2007, tra il 2,0 e il 2,5 nel 2008 e al 2,0 l'anno successivo. Tutte le previsioni disponibili rientrano negli intervalli delle proiezioni dell'Eurosistema.

**Confronto tra alcune previsioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2007	2008	2009	2007	2008	2009
FMI	ott. 2007	2,5	2,1	n.d.	2,0	2,0	n.d.
Commissione europea	nov. 2007	2,6	2,2	2,1	2,0	2,1	2,0
OCSE	dic. 2007	2,6	1,9	2,0	2,1	2,5	2,0
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	nov. 2007	2,6	2,0	n.d.	2,0	2,0	n.d.
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	ott. 2007	2,6	2,1	2,2	2,0	2,0	2,0
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	dic. 2007	2,4-2,8	1,5-2,5	1,6-2,6	2,0-2,2	2,0-3,0	1,2-2,4

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, autunno 2007; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2007; *Economic Outlook* dell'OCSE, n. 82 - versione preliminare, dicembre 2007; *Consensus Economics Forecasts*; *Survey of Professional Forecasters* della BCE.  
Nota: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni, non viene fornita alcuna precisazione in merito.

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

### 7.1 TASSI DI CAMBIO

*Il generale apprezzamento dell'euro è proseguito negli ultimi mesi, mentre la percezione dei rischi è salita rispetto ai valori storicamente bassi di giugno. In termini effettivi, il 5 dicembre la moneta unica europea era superiore del 5,8 per cento rispetto agli inizi del 2007.*

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Nell'insieme, l'euro si è apprezzato in misura significativa durante il 2007. Dopo un primo rafforzamento generalizzato tra la fine del 2006 e aprile 2007, che ha riflesso in parte il mutare della valutazione degli operatori circa la posizione ciclica relativa dell'area dell'euro rispetto ai suoi principali partner commerciali, il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica non ha in generale evidenziato alcuna tendenza significativa fino all'ultima parte di agosto, in presenza di una notevole volatilità di breve periodo. Dagli inizi di settembre l'euro ha preso ad apprezzarsi sensibilmente, una tendenza proseguita nei due mesi successivi. La forza dell'euro negli ultimi tre mesi sarebbe da ricondurre alla turbolenza sui mercati creditizi internazionali e alle connesse attese di un ampliamento del differenziale di tasso di interesse tra le due principali aree economiche. Il 5 dicembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 24 importanti partner commerciali dell'area – era superiore del 3,9 per cento al livello di fine agosto e del 5,8 per cento a quello degli inizi dell'anno (cfr. figura 51).

L'apprezzamento dell'euro in termini effettivi negli ultimi tre mesi è stato piuttosto generalizzato. La moneta unica si è notevolmente rafforzata sul dollaro statunitense, la sterlina britannica, il renminbi cinese e alcune valute asiatiche collegate al dollaro, mentre si è indebolita nei confronti dello zloty polacco e della corona ceca. In termini degli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro basati sull'andamento dei prezzi al consumo e di quelli alla produzione, in novembre il tasso di cambio effettivo reale dell'euro era mediamente superiore di poco meno del 6 per cento alla propria media del 2006 (cfr. figura 52).

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Il cambio dell'euro con il dollaro statunitense ha seguito un profilo sostanzialmente analogo a quello del tasso effettivo nominale della moneta unica europea negli ultimi mesi e, dopo essersi apprezzato fino alla fine di aprile, non ha in generale evidenziato alcuna tendenza significativa in

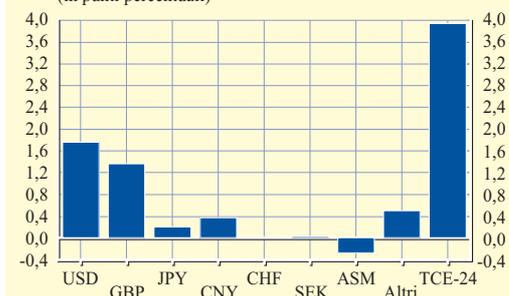
**Figura 51 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)



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

Dal 31 agosto al 5 dicembre 2007  
(in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Note: l'area ombreggiata si riferisce al periodo 31 agosto - 5 dicembre 2007.

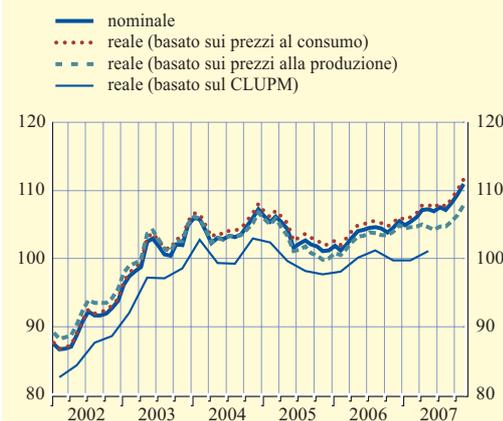
1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti dei più importanti partner commerciali dell'area e di tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

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

presenza di alcune notevoli oscillazioni di breve periodo. Dagli inizi di settembre ha risentito dei timori per le condizioni di liquidità sui mercati monetari e del credito a livello mondiale, che hanno determinato un brusco aumento sia dell'avversione al rischio da parte degli investitori sia della volatilità sui mercati finanziari. Di fatto, la volatilità implicita del cambio euro/dollaro si è quasi raddoppiata rispetto al minimo storico di fine giugno. Sulla moneta statunitense hanno inoltre pesato la pubblicazione di dati che segnalavano un debole andamento dell'economia negli Stati Uniti, soprattutto con riferimento al mercato delle abitazioni e agli indicatori complessivi del clima di fiducia, e le revisioni al ribasso delle prospettive di crescita statunitense operate dagli investitori a partire dall'estate. Il 5 dicembre l'euro era scambiato a 1,47 dollari, un livello superiore del 7,4 per cento a quello di fine agosto e di circa il 12 per cento rispetto agli inizi del 2007 (cfr. figura 53).

**Figura 52 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale <sup>1)</sup>**

(valori mensili/trimestrali; numeri indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-24 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a novembre 2007 (al 2° trimestre 2007 per il TCE-24 reale basato sul CLUPM; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime).

### YEN GIAPPONESE/EURO

Per tutto il 2007 l'euro ha evidenziato forti oscillazioni rispetto allo yen giapponese. L'apprezzamento della moneta unica europea su quella nipponica in atto dalla metà del 2005 è proseguito nella prima parte di quest'anno, portando il cambio a un massimo di 168,68 yen il 13 luglio. Nei mesi successivi il cambio euro/yen ha mostrato ampie oscillazioni, riflettendo in generale il variare della volatilità sui mercati finanziari. Ciò ha a sua volta influito sulla redditività percepita dei *carry trade*, che utilizzano attivamente lo yen come moneta di finanziamento. L'intensificarsi delle tensioni sul mercato statunitense dei mutui *subprime* e gli effetti di trasmissione delle stesse ad altri segmenti di mercato hanno costituito una determinante di rilievo di questi andamenti. Il 5 dicembre l'euro era quotato a 162,33 yen, un livello superiore di circa il 2 per cento a quello di fine agosto e del 3,4 per cento rispetto agli inizi del 2007 (cfr. figura 53).

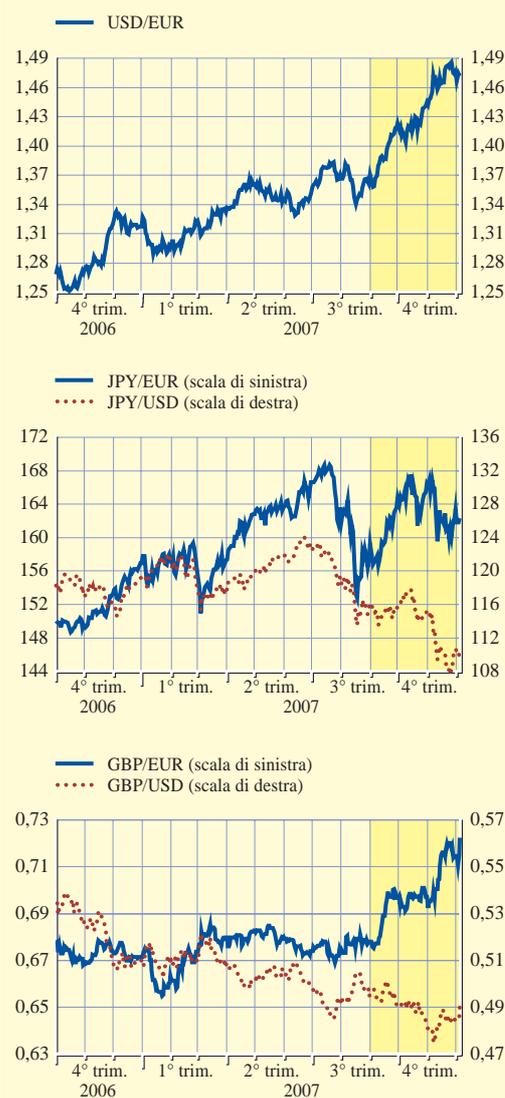
### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Durante i primi undici mesi del 2007 gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 54). La corona slovacca, il cui tasso centrale era stato rivalutato in marzo, è rimasta nella fascia superiore della sua nuova parità centrale nonostante una certa volatilità. Il 5 dicembre era quotata a 33,26 corone per euro, superiore del 6,2 per cento alla parità centrale e dell'1,3 per cento al livello di fine agosto. Nei primi otto mesi del 2007 il lat lettone è rimasto prossimo all'estremità superiore della banda di intervento dell'1 per cento fissata unilateralmente dalla Latvijas Banka, malgrado una lieve intensificazione della volatilità in agosto. Agli inizi di settembre ha teso a indebolirsi rispetto all'euro e si è spostato nella fascia inferiore della banda, per poi riportarsi in quella superiore. Il 5 dicembre il lat era superiore di mezzo punto percentuale alla sua parità centrale all'interno degli AEC II, sostanzialmente invariato rispetto a fine agosto.

Per quanto riguarda le valute degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di agosto e il 5 dicembre l'euro si è apprezzato del 6,6 per cento sulla sterlina britannica e

**Figura 53 Tassi di cambio**

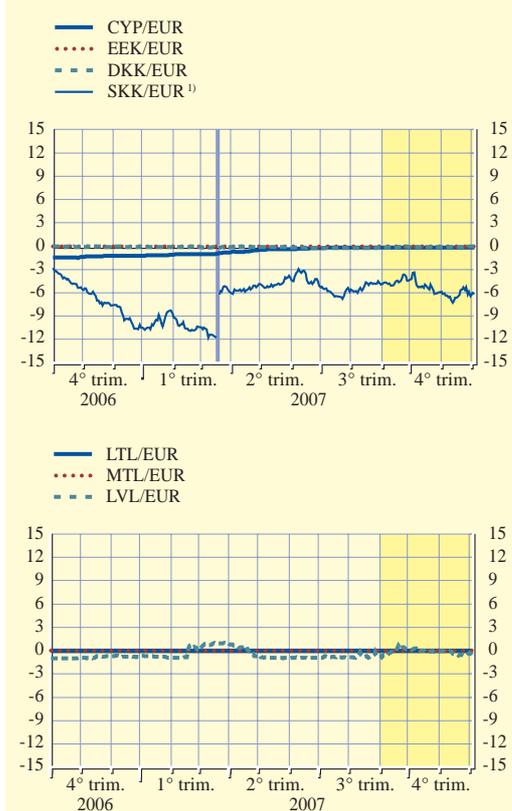
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.  
Nota: L'area ombreggiata si riferisce al periodo 31 agosto - 5 dicembre 2007.

**Figura 54 Tassi di cambio negli AEC II**

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



Fonte: BCE.  
Note: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese i margini di oscillazione sono  $\pm 2,25$  per cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di  $\pm 15$  per cento.  
1) La linea verticale indica la data del 19 marzo 2007 allorché la parità centrale della corona slovacca nei confronti dell'euro è stata rivalutata da SKK 38,4550 a SKK 35,4424.

dell'8,6 per cento sul leu romeno, mentre si è deprezzato rispettivamente del 5,4 e 5,7 per cento nei confronti della corona ceca e dello zloty polacco.

**ALTRE VALUTE**

Nell'insieme, tra la fine di agosto e il 5 dicembre l'euro è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al franco svizzero (a circa 1,65 franchi). Ciò nonostante, in tale periodo la moneta unica si è inizialmente apprezzata, seguendo la tendenza ascendente osservata dalla metà del 2006. A metà ottobre la tendenza ha preso a invertirsi in un contesto di maggiore volatilità, rispecchiando generalmente l'evoluzione del tasso di cambio yen/euro. L'indebolimento dell'euro sarebbe da ricondurre alla generale liquidazione delle posizioni di *carry trade* nei confronti del franco svizzero, rese meno attraenti dall'aumento dell'avversione al rischio e della volatilità.

Tra la fine di agosto e il 5 dicembre l'euro si è apprezzato dell'1,6 per cento nei confronti della corona norvegese e in misura più significativa rispetto alle divise di alcuni tra i principali partner commerciali asiatici (7,4 per cento sul dollaro di Hong Kong, 5,7 per cento sul won coreano, 2 per cento sul dollaro di Singapore e 5,2 per cento sul renminbi cinese).

## 7.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel settembre 2007 il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un avanzo pari allo 0,3 per cento del PIL (26,6 miliardi di euro in termini destagionalizzati), a fronte di un disavanzo dello 0,3 per cento (21,7 miliardi di euro) un anno prima, riflettendo in larga misura il maggiore avanzo del conto dei beni. La scomposizione delle esportazioni di beni in volumi e prezzi, disponibile fino ad agosto, indica che i volumi sono tornati a crescere dopo essersi mantenuti sostanzialmente stabili durante la prima metà dell'anno. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a settembre 2007 gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme considerevoli afflussi netti cumulati per 248,6 miliardi di euro, contro deflussi netti per 16,1 miliardi un anno prima.

### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Nel terzo trimestre l'interscambio con l'esterno dell'area ha registrato un crescita superiore a quella della prima metà dell'anno. Il valore delle esportazioni di beni e servizi è salito del 2,4 per cento (sul trimestre precedente, in termini di medie mobili destagionalizzate), contro l'1,6 per cento del secondo trimestre e l'1,1 per cento del primo (cfr. tavola 12 e figura 55). Le importazioni di beni e servizi sono aumentate del 2,7 per cento nel terzo trimestre, in accelerazione rispetto all'1,4 per cento di crescita del secondo e allo 0,5 del primo.

L'accelerazione va ricondotta principalmente all'interscambio di beni ed è in linea con l'intensificarsi della crescita sia del PIL sia della domanda estera dell'area dell'euro nel terzo trimestre. In tale periodo, le esportazioni e le importazioni di beni sono aumentate rispettivamente del 3,2 e del 3,4 per cento in termini di valore, un incremento molto superiore a quello registrato nella prima parte dell'anno. Gli andamenti nel settore dei beni sono stati in parte controbilanciati dalla debole dinamica dell'interscambio di servizi. Le esportazioni di servizi sono scese dello 0,2 per cento in termini di valore, mentre le importazioni sono aumentate della stessa misura. Ciò rappresenta un sensibile indebolimento dopo il primo e il secondo trimestre, nei quali l'aumento in valore delle esportazioni era stato rispettivamente pari al 5,2 e 2,2 per cento e quello delle importazioni al 2,6 e 3 per cento.

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino ad agosto, indica che la robusta crescita delle esportazioni è principalmente ascrivibile all'andamento dei volumi che, dopo aver ristagnato nella prima metà dell'anno, sono saliti in luglio e agosto

**Figura 55 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 relative al resto del mondo si riferiscono ad agosto 2007.

**Tavola 12 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 ago.	2007 set.	2006 dic.	2007 mar.	2007 giu.	2007 set.	2006 set.	2007 set.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	4,5	0,6	0,8	2,6	2,5	3,0	-21,7	26,6
Beni (saldo)	7,7	3,7	5,2	5,1	5,7	5,7	9,3	65,1
Esportazioni	129,4	128,1	122,4	122,2	124,0	128,0	1.343,6	1.489,9
Importazioni	121,6	124,4	117,3	117,2	118,2	122,3	1.334,4	1.424,8
Servizi (saldo)	4,2	3,4	2,9	3,9	3,8	3,6	36,3	42,7
Esportazioni	39,4	39,4	36,3	38,2	39,0	38,9	422,4	457,2
Importazioni	35,3	36,0	33,4	34,2	35,3	35,3	386,1	414,6
Redditi (saldo)	-0,4	-0,1	-0,1	-0,5	-1,1	0,1	9,5	-4,9
Trasferimenti correnti (saldo)	-7,0	-6,4	-7,2	-5,8	-6,0	-6,4	-76,7	-76,2
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	63,8	-3,7	-14,1	1,6	7,7	35,7	116,6	93,0
Investimenti diretti e di portafoglio	14,7	23,6	21,5	38,4	0,1	22,9	-16,1	248,6
Investimenti diretti	-7,2	-22,6	-17,5	-4,9	-23,0	-9,9	-127,3	-165,9
Investimenti di portafoglio	21,9	46,2	39,0	43,3	23,2	32,8	111,2	414,5
Azioni	-13,9	21,2	17,2	32,0	20,4	18,3	107,7	263,7
Strumenti di debito	35,8	25,0	21,8	11,3	2,7	14,4	3,6	150,8
Obbligazioni e notes	10,6	2,3	32,3	16,0	-2,0	-2,6	55,5	131,2
Strumenti del mercato monetario	25,2	22,7	-10,5	-4,7	4,7	17,0	-52,0	19,7
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	2,6	-0,7	4,0	1,1	1,6	2,4	12,2	10,3
Importazioni	1,0	2,3	1,3	0,5	1,4	2,7	16,1	6,9
<b>Beni</b>								
Esportazioni	2,3	-0,9	4,6	-0,2	1,4	3,2	13,0	10,9
Importazioni	0,7	2,3	1,1	-0,1	0,9	3,4	18,7	6,8
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	3,8	-0,1	2,3	5,2	2,2	-0,2	9,5	8,2
Importazioni	1,7	2,1	2,0	2,6	3,0	0,2	8,0	7,4

Fonte: BCE.

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

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

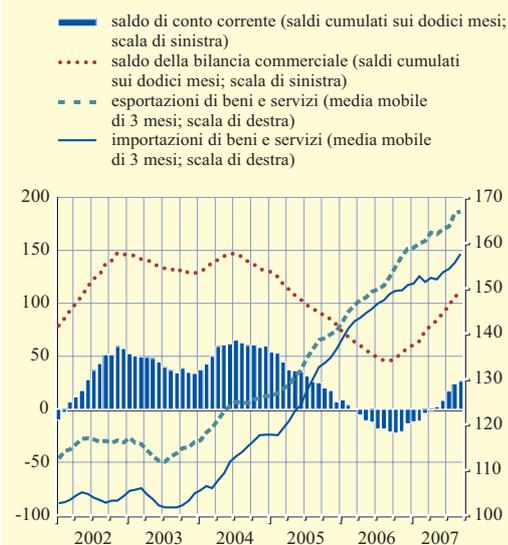
(cfr. figura 55). Il vigore dei volumi delle esportazioni sarebbe seguito a un aumento della domanda estera iniziato durante il secondo trimestre del 2007. Allo stesso tempo, nel periodo fino ad agosto, i prezzi all'esportazione hanno registrato un aumento moderato.

La crescita delle esportazioni dell'area sarebbe in particolare da ricondurre all'aumento molto sensibile di settembre, trainato principalmente dalle esportazioni tedesche. In termini di prodotti, ciò riflette in larga parte gli andamenti dei beni intermedi e di consumo. Una scomposizione geografica mostra che gli incrementi più sensibili riguardano le esportazioni verso i paesi produttori di petrolio e l'Asia, in linea con le tendenze precedenti. Anche le esportazioni verso il Regno Unito e gli Stati Uniti sono tuttavia aumentate, in contrasto con l'andamento rispettivamente stagnante e negativo osservato fino alla prima metà del 2007 (cfr. figura 57).

La forte espansione delle importazioni di beni nel terzo trimestre sembra in parte dovuta alla robusta crescita della domanda interna e all'accelerazione della produzione industriale nell'area dell'euro. La scomposizione in volumi e prezzi dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area indica inoltre che nei tre mesi fino ad agosto i prezzi all'importazione hanno continuato a salire, riflettendo in va-

**Figura 56 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro**

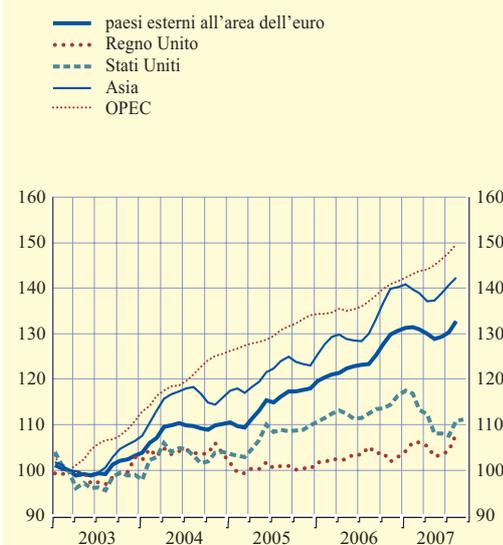
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

**Figura 57 Esportazioni dell'area dell'euro in volume verso alcuni partner commerciali**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono ad agosto 2007 tranne che per gli Stati Uniti (settembre 2007).

ria misura i consistenti aumenti dei prezzi mondiali delle materie prime nonché – in misura minore – gli andamenti dei prezzi all'importazione dei prodotti manifatturieri.

In un orizzonte più lungo, in settembre il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un avanzo di 26,6 miliardi di euro, a fronte di un disavanzo di 21,7 miliardi un anno prima (cfr. figura 56). Tale risultato va ricondotto in larga misura al saldo dei beni che, in termini cumulati su dodici mesi, è aumentato di 55,8 miliardi di euro rispetto all'anno precedente. Per contro, il saldo dei servizi è cresciuto meno, mentre quello dei redditi ha registrato un piccolo disavanzo (4,9 miliardi di euro) contro un avanzo (di 9,5 miliardi) un anno prima. Il saldo dei trasferimenti correnti è rimasto sostanzialmente invariato, evidenziando un disavanzo di 76,2 miliardi di euro.

### CONTO FINANZIARIO

Nel terzo trimestre 2007 gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 22,9 miliardi di euro, contro flussi netti bilanciati nel periodo precedente. Tale risultato è attribuibile principalmente ai maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari (cfr. tavola 12).

I dati del conto finanziario fino a settembre indicano che gli investimenti esteri di portafoglio nell'area dell'euro potrebbero aver risentito solo temporaneamente della turbolenza sui mercati creditizi e della successiva revisione del premio per il rischio da parte degli investitori internazionali. Allo stesso tempo, le strategie in materia di investimenti esteri dei residenti dell'area sembrano ancora improntate a una certa cautela.

In una prospettiva di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a settembre gli afflussi netti cumulati per investimenti diretti e di portafoglio sono stati pari a 248,6 miliardi di euro, a fronte di deflus-

si netti per 16,1 miliardi un anno prima. L'inversione di segno dei flussi netti di capitali ha riflesso un aumento significativo degli afflussi netti per investimenti di portafoglio (303,3 miliardi di euro), compensato in misura limitata dagli accresciuti deflussi per investimenti diretti (cfr. figura 58).

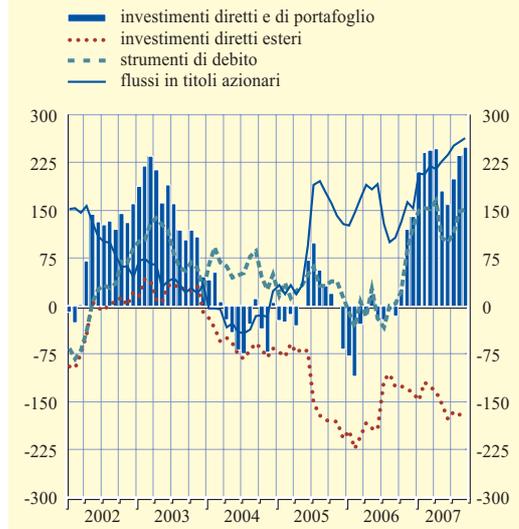
L'evoluzione dei flussi cumulati degli investimenti di portafoglio negli ultimi dodici mesi ha continuato a essere determinata principalmente da un incremento degli afflussi netti per titoli azionari e, in misura inferiore, per strumenti di debito (del mercato monetario, oltre che obbligazioni e *notes*) dell'area dell'euro. I flussi netti in entrata per strumenti di debito sono quasi interamente ascrivibili ai maggiori acquisti netti di obbligazioni e *notes* dell'area da parte di non residenti. Per contro, la crescita degli afflussi netti cumulati di titoli azionari è da ricondurre sia ai maggiori investimenti esteri in azioni dell'area sia ai minori acquisti netti di azioni estere da parte di residenti dell'area. Tali andamenti potrebbero essere stati sostenuti dalle attese di un'evoluzione favorevole nella crescita relativa degli utili delle imprese dell'area.

Dalla scomposizione geografica si evince che a fine 2006 le consistenze in essere degli investimenti diretti esteri dell'area dell'euro (per 3.100 miliardi di euro) erano allocate principalmente nel Regno Unito (26 per cento), negli Stati Uniti (20 per cento), nei centri finanziari *offshore* (11 per cento), in Svizzera (10 per cento) e nei paesi che hanno aderito all'UE a partire dal 2004 (7 per cento). L'insieme degli investimenti diretti in Brasile, Russia, India e Cina ha rappresentato il 5 per cento del totale. In termini di provenienza, lo stock di investimenti diretti esteri nell'area dell'euro (2.700 miliardi di euro) può essere scomposto come segue: 38 per cento Regno Unito, 24 per cento Stati Uniti, 13 per cento centri finanziari *offshore*, 8 per cento Svizzera e appena 1 per cento ciascuno per il gruppo di paesi che hanno aderito all'UE a partire dal 2004 e per quello composto da Brasile, Russia, India e Cina.

Dal lato delle attività degli investimenti di portafoglio, le disponibilità in titoli esteri nell'area dell'euro riguardano strumenti emessi negli Stati Uniti (34 per cento), nel Regno Unito (24 per cento) e nei centri finanziari *offshore* (12 per cento). Quelli emessi in Brasile, Russia, India e Cina costituiscono il 4 per cento del totale. Allo stesso tempo, a fine 2006 la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro registrava passività nette per 1.000 miliardi di euro (corrispondenti a circa il 12 per cento del PIL dell'area), contro gli 800 miliardi di un anno prima. L'aumento è dovuto principalmente alle rivalutazioni dovute a movimenti dei cambi (151,9 miliardi di euro) e alle transazioni finanziarie nette (118,0 miliardi).

**Figura 58 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro**

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



Fonte: BCE.

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
<b>I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA</b>	
1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	S8
1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9
<b>2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO</b>	
2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3 Statistiche monetarie	S12
2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM	S14
2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM	S21
2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S22
2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S24
2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore	S25
<b>3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO</b>	
3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale	S26
3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro	S30
3.3 Famiglie	S32
3.4 Società non finanziarie	S33
3.5 Società di assicurazione e fondi pensione	S34
<b>4 MERCATI FINANZIARI</b>	
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S35
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S36
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S38
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S42
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario	S44
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato	S45
4.8 Indici del mercato azionario	S46
<b>5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO</b>	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S47
5.2 Produzione e domanda	S50
5.3 Mercato del lavoro	S54

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

<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S55
6.2	Debito	S56
6.3	Variazione del debito	S57
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S58
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	S59
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S60
7.2	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
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S72
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S73
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S74
9.2	Stati Uniti e Giappone	S75
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	<b>S76</b>
	<b>NOTE TECNICHE</b>	<b>S77</b>
	<b>NOTE GENERALI</b>	<b>S83</b>

#### **ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 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 <sup>9</sup>
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati



## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>1)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,5	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,7	3,08	3,86
2006 4° trim.	6,8	8,7	9,0	-	11,2	16,5	3,59	3,86
2007 1° trim.	7,0	9,1	10,2	-	10,6	16,3	3,82	4,08
2° trim.	6,2	9,2	10,6	-	10,5	18,5	4,07	4,42
3° trim.	6,5	10,3	11,5	-	11,0	20,1	4,49	4,48
2007 giu.	6,1	9,5	11,0	11,1	10,8	19,3	4,15	4,66
lug.	6,8	10,4	11,7	11,4	11,0	20,7	4,22	4,63
ago.	6,7	10,5	11,6	11,5	11,2	20,5	4,54	4,43
set.	6,0	10,2	11,3	11,7	11,0	19,2	4,74	4,37
ott.	6,5	11,2	12,3	.	11,2	.	4,69	4,40
nov.	.	.	.	.	.	.	4,64	4,26

### 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	8,9
2006	2,2	5,1	2,6	2,8	4,0	83,3	1,5	8,2
2007 1° trim.	1,9	2,9	2,3	3,2	3,9	84,6	1,8	7,6
2° trim.	1,9	2,4	2,5	2,5	2,7	84,6	1,7	7,5
3° trim.	1,9	2,1	.	2,7	3,9	84,3	.	7,3
2007 giu.	1,9	2,3	-	-	2,5	-	-	7,4
lug.	1,8	1,8	-	-	4,0	84,3	-	7,4
ago.	1,7	1,8	-	-	4,4	-	-	7,4
set.	2,1	2,7	-	-	3,3	-	-	7,3
ott.	2,6	3,3	-	-	.	84,2	-	7,2
nov.	3,0	.	-	-	.	-	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2005	19,9	47,9	-208,8	141,3	320,1	103,3	104,2	1,2441
2006	-3,7	23,0	-136,4	276,4	325,8	103,6	104,5	1,2556
2006 4° trim.	21,0	16,9	-52,5	116,9	325,8	104,6	105,4	1,2887
2007 1° trim.	4,8	8,6	-14,6	129,8	331,5	105,5	106,1	1,3106
2° trim.	1,2	20,3	-69,1	69,5	325,3	107,1	107,7	1,3481
3° trim.	11,9	19,5	-29,7	98,3	340,5	107,6	108,2	1,3738
2007 giu.	13,9	11,3	-37,4	70,6	325,3	106,9	107,4	1,3419
lug.	5,7	9,4	0,1	30,2	328,8	107,6	108,1	1,3716
ago.	1,7	4,5	-7,2	21,9	330,4	107,1	107,7	1,3622
set.	4,5	5,6	-22,6	46,2	340,5	108,2	108,8	1,3896
ott.	.	.	.	.	346,6	109,4	110,0	1,4227
nov.	.	.	.	.	.	111,0	111,6	1,4684

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

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

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



## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

### 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	9 novembre 2007	16 novembre 2007	23 novembre 2007	30 novembre 2007
<b>Oro e crediti in oro</b>	185.473	185.420	185.391	185.357
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	143.006	141.545	141.910	142.164
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	23.354	23.165	24.191	25.167
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	17.729	15.685	15.826	14.504
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	425.010	447.883	454.265	463.068
Operazioni di rifinanziamento principali	160.003	182.002	169.000	178.001
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	265.005	265.005	285.006	285.004
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	1	874	256	60
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	2	3	3
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	17.821	20.106	20.241	20.972
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	96.491	95.050	95.267	95.865
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	37.110	37.110	37.110	37.103
<b>Altre attività</b>	302.478	305.797	311.322	313.066
<b>Attività totali</b>	<b>1.248.472</b>	<b>1.271.761</b>	<b>1.285.523</b>	<b>1.297.266</b>

#### 2. Passività

	9 novembre 2007	16 novembre 2007	23 novembre 2007	30 novembre 2007
<b>Banconote in circolazione</b>	642.123	640.622	639.283	645.697
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	191.088	215.273	194.998	203.794
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	190.806	215.070	194.758	203.522
Depositi overnight	270	192	216	267
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	12	11	24	5
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	168	170	169	137
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	53.415	53.351	81.545	75.096
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	26.797	27.257	28.305	28.748
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	182	901	311	240
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	18.795	16.358	18.268	19.443
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.398	5.398	5.398	5.398
<b>Altre passività</b>	110.545	112.468	117.280	118.744
<b>Rivalutazioni</b>	131.060	131.060	131.060	131.060
<b>Capitale e riserve</b>	68.901	68.903	68.906	68.909
<b>Passività totali</b>	<b>1.248.472</b>	<b>1.271.761</b>	<b>1.285.523</b>	<b>1.297.266</b>

Fonte: BCE.

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

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

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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)	
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato		
1	2	3	4	5	6	7		
Operazioni di rifinanziamento principali								
2007	8 ago.	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
	10	322.684	342	218.000	4,00	4,12	4,16	7
	17	283.439	349	171.000	4,00	4,11	4,14	7
	24	304.089	348	182.000	4,00	4,11	4,14	7
	31	287.241	308	170.000	4,00	4,14	4,16	7
	7 nov.	275.580	300	160.000	4,00	4,14	4,15	7
	14	280.458	298	182.000	4,00	4,15	4,16	7
	21	277.051	299	169.000	4,00	4,17	4,19	7
	28	257.966	283	178.000	4,00	4,18	4,20	7
	5 dic.	253.519	273	163.000	4,00	4,18	4,20	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2007	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
	1 nov.	87.587	157	50.000	-	4,45	4,53	91
	23	147.977	130	60.000	-	4,55	4,61	90
	29	132.386	175	50.000	-	4,65	4,70	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)	
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato		
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
2006	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
	9 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	40.235	18	24.500	4,00	-	-	-	1
	12	Raccolta di depositi a tempo determinato	40.080	22	30.000	4,00	-	-	-	5
	13 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	27.750	10	27.750	4,00	-	-	-	1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							1
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.	16.822,3	8.955,9	694,0	2.089,3	1.392,1	3.690,9	
ago.	16.890,0	8.994,1	713,9	2.086,8	1.407,8	3.687,5	
set.	16.968,2	9.073,2	745,5	2.075,7	1.424,9	3.649,0	

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

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 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.	192,5	193,4	0,9	0,0	4,18
13 nov.	193,7	194,4	0,7	0,0	4,12
11 dic.	195,9	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità				Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema						Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema				Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>4)</sup>		
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 2° trim.	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7
2007 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
9 ott.	321,9	194,3	262,3	0,3	0,0	1,6	0,9	637,3	63,7	-118,0	193,4	832,3
13 nov.	327,6	180,2	265,0	0,1	0,0	0,6	5,1	640,1	55,9	-123,3	194,4	835,1

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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 1° trim.	1.576,7	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,6
2° trim.	1.651,5	751,5	17,7	0,6	733,1	249,8	213,2	2,2	34,3	-	17,8	354,1	15,4	263,0
2007 lug.	1.669,9	762,7	17,7	0,6	744,3	254,5	216,8	2,2	35,5	-	17,5	357,5	15,7	262,0
ago.	1.649,6	730,5	17,7	0,6	712,1	256,1	217,4	2,2	36,6	-	17,6	360,6	15,6	269,2
set.	1.707,3	753,5	17,8	0,6	735,1	259,5	219,3	2,2	38,0	-	17,7	368,8	15,6	292,3
ott. <sup>(p)</sup>	1.781,8	800,2	17,8	0,6	781,8	262,3	220,4	2,2	39,8	-	17,9	378,1	15,6	307,6
IFM escluso l'Eurosistema														
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.973,9	14.904,2	810,5	9.160,3	4.933,4	3.555,2	1.276,5	645,8	1.632,8	83,5	1.194,5	4.330,1	172,6	1.733,9
2007 1° trim.	27.107,8	15.340,0	801,4	9.441,0	5.097,6	3.661,0	1.282,2	685,8	1.693,0	92,4	1.244,5	4.684,7	195,1	1.890,1
2° trim.	28.066,3	15.775,4	798,2	9.712,6	5.264,6	3.759,0	1.281,7	761,2	1.716,1	96,6	1.273,9	4.888,9	201,7	2.070,9
2007 lug.	28.140,3	15.881,4	799,7	9.809,8	5.271,9	3.774,4	1.257,7	777,0	1.739,7	97,1	1.260,1	4.928,0	198,2	2.001,2
ago.	28.161,5	15.964,3	793,1	9.848,9	5.322,3	3.741,9	1.228,5	780,4	1.733,0	95,5	1.248,4	4.917,6	198,4	1.995,4
set.	28.481,1	16.160,8	793,2	9.945,5	5.422,1	3.747,5	1.214,5	804,0	1.728,9	95,6	1.255,9	4.879,7	203,0	2.138,6
ott. <sup>(p)</sup>	29.141,3	16.566,0	943,6	10.045,1	5.577,3	3.811,6	1.214,3	862,9	1.734,4	98,5	1.307,5	4.984,9	216,5	2.156,1

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 1° trim.	1.576,7	632,7	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
2° trim.	1.651,5	652,6	495,2	51,2	23,3	420,7	-	0,1	207,0	51,0	245,6
2007 lug.	1.669,9	660,0	511,4	53,3	21,8	436,4	-	0,1	209,5	43,9	244,8
ago.	1.649,6	657,0	482,8	52,9	17,5	412,5	-	0,1	212,3	46,9	250,5
set.	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
ott. <sup>(p)</sup>	1.781,8	661,9	561,6	54,9	22,9	483,8	-	0,1	228,7	39,6	289,9
IFM escluso l'Eurosistema											
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.973,9	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	697,7	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.330,5
2007 1° trim.	27.107,8	-	13.595,8	139,0	8.060,9	5.395,9	758,7	4.424,8	1.529,7	4.255,7	2.543,1
2° trim.	28.066,3	-	14.021,0	169,8	8.278,3	5.572,9	795,6	4.523,4	1.551,2	4.451,8	2.723,2
2007 lug.	28.140,3	-	14.038,8	126,8	8.324,5	5.587,6	809,7	4.549,1	1.568,4	4.498,5	2.675,9
ago.	28.161,5	-	14.042,7	120,6	8.319,4	5.602,6	801,7	4.576,4	1.567,7	4.539,2	2.633,8
set.	28.481,1	-	14.241,4	144,2	8.403,8	5.693,4	776,7	4.574,4	1.583,6	4.525,9	2.779,1
ott. <sup>(p)</sup>	29.141,3	-	14.613,4	129,3	8.625,4	5.858,7	782,4	4.646,5	1.637,6	4.630,0	2.831,4

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.
- 3) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 4) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

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

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 1° trim.	20.649,7	10.262,7	821,1	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,5
2° trim.	21.414,0	10.529,2	816,0	9.713,2	2.258,3	1.494,9	763,4	880,3	5.243,0	217,1	2.286,1
2007 lug.	21.462,9	10.627,9	817,4	9.810,4	2.253,7	1.474,6	779,2	865,9	5.285,5	213,8	2.216,1
ago.	21.453,4	10.660,4	810,9	9.849,5	2.228,5	1.446,0	782,5	854,2	5.278,2	214,0	2.218,2
set.	21.705,0	10.757,1	811,0	9.946,1	2.240,1	1.433,8	806,2	856,7	5.248,4	218,6	2.384,1
ott. <sup>(p)</sup>	22.211,5	11.007,1	961,4	10.045,7	2.299,8	1.434,7	865,1	894,2	5.363,0	232,1	2.415,4
<b>Transazioni</b>											
2005	1.608,0	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,0	1,4	240,4
2006	1.997,9	877,3	-14,4	891,6	10,6	-96,8	107,4	98,5	801,7	6,4	203,5
2007 1° trim.	884,6	254,0	-8,2	262,2	63,2	19,0	44,2	20,8	394,4	0,5	151,8
2° trim.	788,0	282,0	-5,4	287,4	84,4	11,0	73,4	16,7	222,3	3,2	179,4
2007 lug.	77,8	101,7	1,4	100,3	-4,0	-20,6	16,6	-10,6	64,2	-3,3	-70,2
ago.	-12,5	32,9	-6,6	39,5	-25,9	-29,7	3,8	-10,5	-11,0	0,1	1,9
set.	326,6	108,9	0,3	108,6	13,6	-11,3	24,8	1,9	32,4	4,6	165,2
ott. <sup>(p)</sup>	327,1	78,2	-3,7	81,9	53,3	5,2	48,1	26,6	148,2	4,7	16,2

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	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
2° trim.	21.414,0	604,9	221,0	8.301,6	699,1	2.773,1	1.346,8	4.502,8	2.968,8	-4,1
2007 lug.	21.462,9	612,9	180,1	8.346,2	712,6	2.774,1	1.366,2	4.542,4	2.920,8	7,7
ago.	21.453,4	610,5	173,6	8.336,9	706,1	2.807,0	1.368,3	4.586,1	2.884,2	-19,3
set.	21.705,0	610,4	196,0	8.422,9	681,0	2.807,6	1.389,5	4.574,2	3.047,5	-24,0
ott. <sup>(p)</sup>	22.211,5	613,5	184,2	8.648,2	683,9	2.872,4	1.435,0	4.669,5	3.121,3	-16,6
<b>Transazioni</b>										
2005	1.608,0	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	95,5	448,0	333,9	-50,8
2006	1.997,9	59,4	-15,2	683,7	27,0	285,6	57,2	601,6	253,2	45,4
2007 1° trim.	884,6	-4,2	24,8	157,1	54,5	117,5	38,9	292,5	196,8	6,9
2° trim.	788,0	16,5	37,2	225,1	30,5	70,8	2,4	230,5	183,4	-8,4
2007 lug.	77,8	8,0	-41,5	47,1	14,4	4,7	19,7	58,4	-48,8	15,8
ago.	-12,5	-2,3	-6,5	-10,3	-6,9	31,8	3,8	40,4	-34,8	-27,7
set.	326,6	-0,1	22,4	98,6	-25,9	18,6	16,2	53,8	137,6	5,4
ott. <sup>(p)</sup>	327,1	3,1	-16,5	75,6	13,2	20,3	9,9	125,5	78,4	17,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	425,8
2006	3.676,6	2.953,1	6.629,7	1.102,1	7.731,8	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	636,8
2007 1° trim.	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,3	8.002,0	-	5.604,1	2.301,4	10.978,1	9.444,7	755,9
2° trim.	3.785,1	3.170,7	6.955,8	1.228,4	8.184,2	-	5.728,1	2.297,9	11.324,9	9.684,5	728,3
2007 lug.	3.805,4	3.228,3	7.033,8	1.235,5	8.269,3	-	5.765,6	2.286,4	11.436,7	9.782,9	728,5
ago.	3.825,2	3.273,7	7.098,9	1.243,1	8.342,0	-	5.795,4	2.265,6	11.553,0	9.888,8	696,1
set.	3.817,3	3.316,3	7.133,6	1.259,9	8.393,5	-	5.790,6	2.253,4	11.642,8	9.955,0	669,3
ott. <sup>(p)</sup>	3.838,3	3.420,7	7.259,1	1.271,4	8.530,4	-	5.896,0	2.400,8	11.838,2	10.063,2	677,6
Transazioni											
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	400,8	94,5	835,5	700,4	0,1
2006	255,5	309,9	565,4	130,2	695,6	-	427,0	-114,1	1.105,0	896,5	200,2
2007 1° trim.	63,6	105,4	169,0	91,1	260,1	-	150,0	-23,7	298,7	258,8	127,0
2° trim.	37,7	108,0	145,7	32,1	177,8	-	123,8	-0,1	354,8	255,5	-27,0
2007 lug.	21,0	58,8	79,8	7,8	87,6	-	42,3	-11,8	119,5	101,4	3,1
ago.	19,4	45,1	64,5	10,4	74,9	-	26,8	-21,9	118,3	106,4	-32,7
set.	-5,1	47,0	41,9	19,8	61,7	-	9,9	-11,2	102,3	78,2	-30,4
ott. <sup>(p)</sup>	22,4	73,5	95,9	20,4	116,3	-	22,7	-2,8	155,9	90,4	11,8
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	339,6
giu.	6,1	13,9	9,5	19,9	11,0	11,1	9,3	-3,7	11,6	10,8	270,0
2007 lug.	6,8	15,0	10,4	19,4	11,7	11,4	9,2	-3,7	11,6	11,0	270,8
ago.	6,7	15,3	10,5	17,9	11,6	11,5	9,2	-4,1	11,8	11,2	242,6
set.	6,0	15,4	10,2	17,9	11,3	11,7	8,9	-4,3	11,6	11,0	204,4
ott. <sup>(p)</sup>	6,5	17,0	11,2	18,9	12,3	.	8,4	-4,1	12,2	11,2	200,3

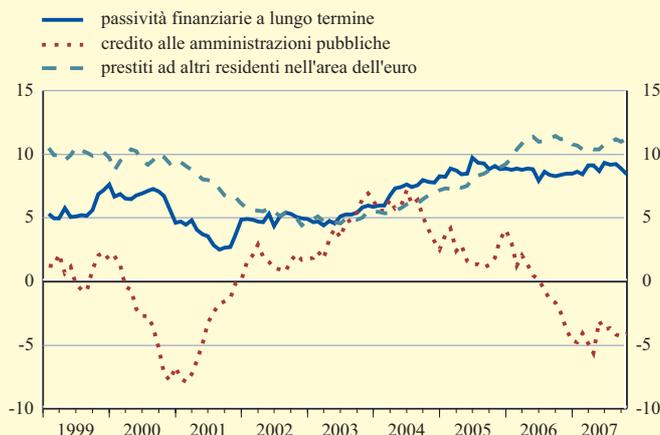
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

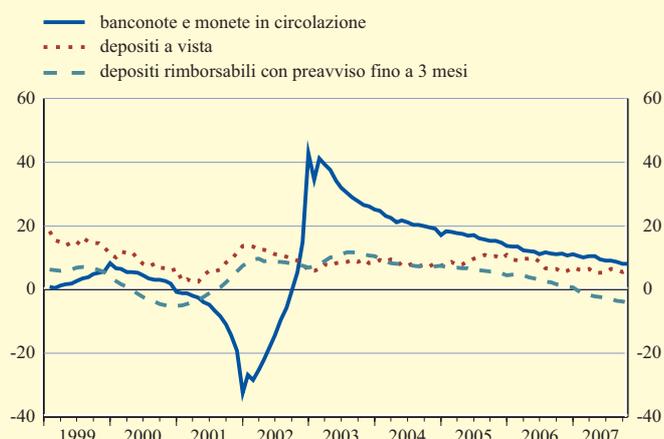
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

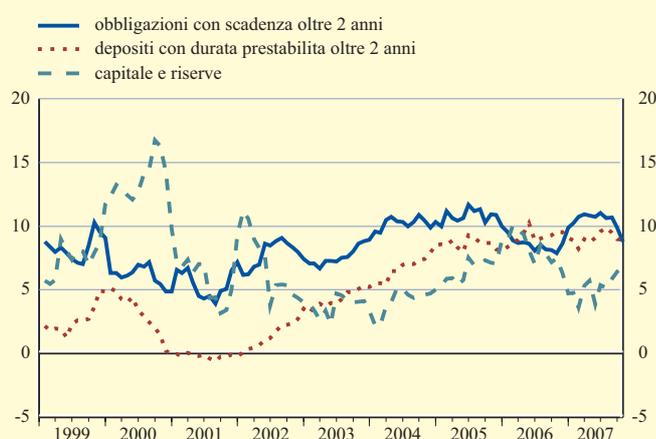
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
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
2° trim.	599,2	3.186,0	1.645,2	1.525,5	285,1	700,5	242,8	2.522,3	109,4	1.748,6	1.347,7
2007 lug.	604,7	3.200,8	1.709,4	1.518,9	290,6	704,8	240,1	2.527,8	110,7	1.764,6	1.362,4
ago.	608,2	3.217,0	1.762,9	1.510,8	287,2	695,4	260,5	2.549,7	111,1	1.767,8	1.366,8
set.	610,6	3.206,7	1.807,8	1.508,5	298,0	679,9	282,0	2.525,6	113,0	1.769,8	1.382,2
ott. <sup>(p)</sup>	617,8	3.220,5	1.883,4	1.537,3	288,7	684,5	298,2	2.564,5	120,6	1.780,4	1.430,5
<b>Transazioni</b>											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	95,5
2006	57,5	198,0	300,8	9,2	31,2	28,8	70,2	216,3	15,5	137,8	57,4
2007 1° trim.	12,6	51,0	120,9	-15,4	8,4	40,9	41,8	68,3	4,6	40,4	36,6
2° trim.	7,0	30,6	118,5	-10,5	3,4	28,3	0,4	62,7	1,7	52,9	6,5
2007 lug.	5,5	15,5	65,4	-6,6	5,6	5,2	-2,9	9,5	1,2	16,5	15,1
ago.	3,6	15,9	53,2	-8,2	-3,5	-9,8	23,7	17,4	0,5	2,9	6,1
set.	2,4	-7,5	49,1	-2,1	14,2	-16,3	21,9	-6,5	1,9	4,0	10,5
ott. <sup>(p)</sup>	7,2	15,2	84,0	-10,5	-9,3	14,9	14,8	-4,0	0,8	13,2	12,8
<b>Variazioni percentuali</b>											
2005 dic.	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 dic.	11,0	6,8	27,2	0,6	13,0	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 mar.	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,3	12,2	51,9	11,0	20,6	9,0	5,3
giu.	9,2	5,5	35,1	-2,5	14,6	14,4	49,2	11,0	17,6	9,6	5,4
2007 lug.	9,2	6,4	37,5	-2,9	14,3	14,4	46,9	10,6	17,0	9,9	5,2
ago.	8,7	6,3	38,6	-3,5	11,2	12,8	44,9	10,7	15,4	9,5	5,9
set.	8,2	5,6	38,2	-3,6	11,7	9,5	55,5	9,9	15,1	9,0	6,4
ott. <sup>(p)</sup>	8,1	6,2	41,8	-4,2	12,8	11,4	50,6	8,8	13,8	8,9	6,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)


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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

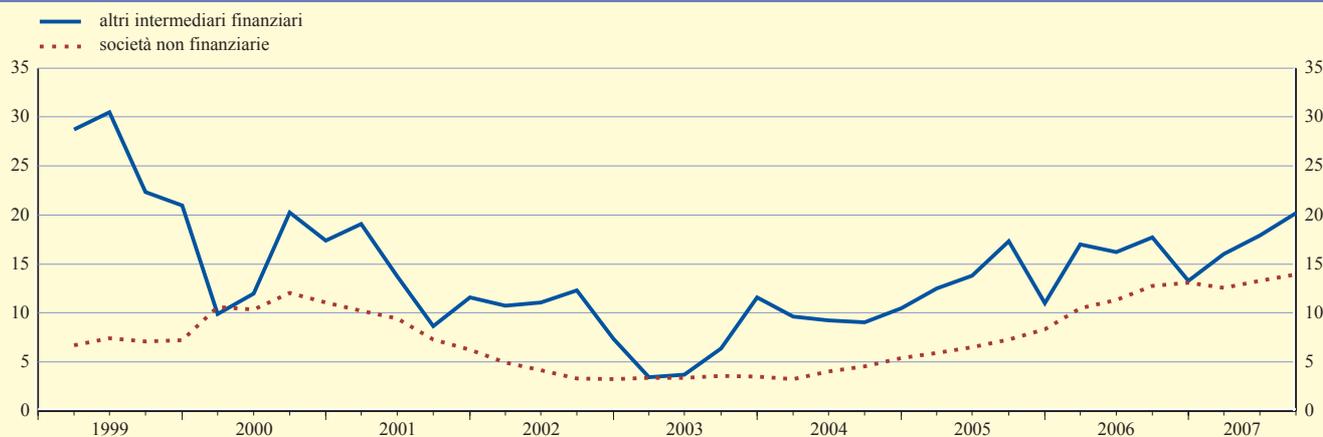
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>4)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
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
2° trim.	110,5	83,5	802,2	502,3	4.107,9	1.223,3	777,1	2.107,5
2007 lug.	111,5	84,7	813,2	506,0	4.168,9	1.241,1	791,7	2.136,2
ago.	110,6	85,4	821,0	506,8	4.186,8	1.230,4	803,0	2.153,3
set.	111,9	87,9	851,1	532,7	4.230,8	1.252,7	811,1	2.167,0
ott. <sup>(p)</sup>	115,5	90,4	884,5	527,3	4.273,5	1.250,6	829,2	2.193,6
Transazioni								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007 1° trim.	15,8	16,6	71,1	67,9	105,6	31,2	29,5	44,9
2° trim.	12,0	11,8	29,0	13,9	161,0	57,8	40,0	63,3
2007 lug.	1,1	1,2	12,3	5,1	61,8	17,7	14,7	29,4
ago.	-0,9	0,8	8,7	1,4	17,2	-11,4	11,4	17,2
set.	1,4	2,5	33,9	28,3	49,5	24,0	9,5	15,9
ott. <sup>(p)</sup>	3,6	2,5	15,5	-4,3	41,0	-1,3	17,7	24,6
Variazioni percentuali								
2005 dic.	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 dic.	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 mar.	20,4	26,1	16,0	19,6	12,6	9,9	18,7	12,1
giu.	30,7	40,6	17,9	20,4	13,3	11,1	20,1	12,2
2007 lug.	24,0	31,9	20,6	24,4	13,6	11,5	19,4	12,8
ago.	27,9	39,9	19,7	22,3	14,2	12,9	20,4	12,8
set.	25,5	40,2	20,2	22,7	13,9	13,0	19,9	12,4
ott. <sup>(p)</sup>	30,1	46,6	22,8	22,3	13,9	11,8	20,7	12,7

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

4) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

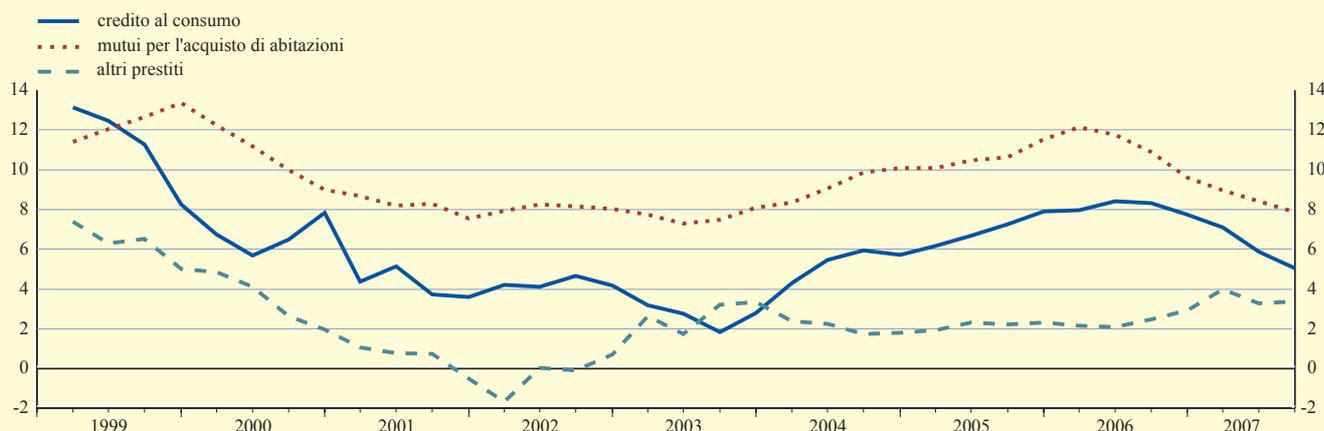
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
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
2° trim.	4.692,0	602,3	134,9	204,6	262,8	3.336,7	16,4	72,6	3.247,7	753,0	150,3	103,8	498,9
2007 lug.	4.716,2	606,4	136,0	205,0	265,5	3.358,7	15,8	73,1	3.269,9	751,0	146,5	104,3	500,2
ago.	4.730,5	606,0	134,9	204,4	266,7	3.374,1	15,8	73,1	3.285,2	750,4	144,2	104,4	501,8
set.	4.751,6	606,9	134,4	204,3	268,1	3.392,3	16,3	73,5	3.302,6	752,4	146,9	104,3	501,2
ott. <sup>(p)</sup>	4.771,7	612,6	136,3	205,1	271,2	3.406,9	16,2	73,8	3.316,9	752,2	146,0	104,3	501,9
<b>Transazioni</b>													
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
2° trim.	85,3	13,4	3,1	2,5	7,9	66,0	0,3	0,8	64,9	5,8	2,9	1,9	1,1
2007 lug.	25,1	4,2	1,2	0,4	2,6	22,5	-0,2	0,4	22,3	-1,5	-3,8	0,6	1,7
ago.	14,5	-0,4	-1,0	-0,6	1,2	15,3	0,1	0,1	15,2	-0,5	-2,3	0,2	1,7
set.	23,8	0,6	-0,4	0,1	1,0	19,5	0,5	0,4	18,7	3,7	3,0	0,3	0,5
ott. <sup>(p)</sup>	21,8	5,5	2,0	0,9	2,7	15,6	-0,1	0,3	15,3	0,7	-0,7	0,3	1,2
<b>Variazioni percentuali</b>													
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
giu.	7,2	5,9	4,4	0,6	11,2	8,4	11,0	4,6	8,5	3,3	0,6	5,3	3,7
2007 lug.	7,0	5,9	4,8	0,5	11,1	8,1	9,6	4,6	8,2	3,3	0,6	5,7	3,6
ago.	7,0	5,8	4,7	0,5	10,8	8,1	9,9	4,6	8,2	3,3	-0,1	5,7	3,8
set.	6,8	5,1	4,1	0,1	9,7	7,9	8,7	4,5	8,0	3,4	1,2	5,4	3,6
ott. <sup>(p)</sup>	6,8	5,5	4,5	0,5	10,1	7,9	10,6	4,5	7,9	3,3	1,2	5,2	3,6

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

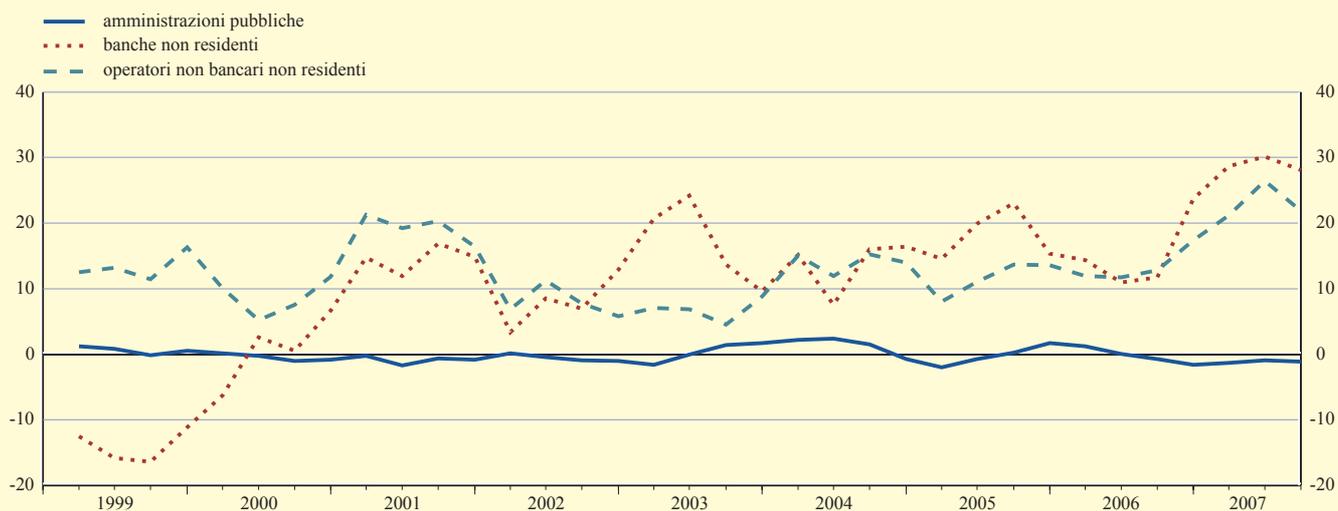
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 1° trim.	801,4	97,2	225,2	447,8	31,2	3.169,7	2.265,1	904,6	60,0	844,6
2° trim.	798,2	95,7	218,8	446,1	37,6	3.286,4	2.334,3	952,0	61,4	890,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	793,2	92,4	213,9	447,8	39,1	3.301,4	2.354,1	947,3	59,9	887,5
<b>Transazioni</b>										
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,6	-2,8	132,3
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.	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,3	79,6	55,7	1,5	54,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	-5,0	-3,2	-5,0	1,7	1,5	76,0	57,5	18,5	-1,6	20,0
<b>Variazioni percentuali</b>										
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 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.	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,5	-7,4	29,7
set. <sup>(p)</sup>	-1,1	-8,2	-6,3	2,3	9,7	26,2	28,1	21,9	-8,8	24,6

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

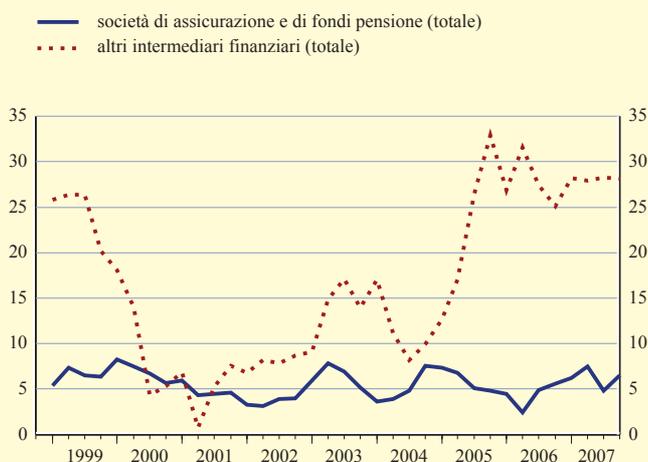
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze</b>														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 1° trim.	658,8	72,3	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.264,7	318,6	267,7	515,7	11,4	0,3	151,0
2007 2° trim.	656,4	65,0	58,0	512,2	0,8	1,2	19,2	1.347,3	321,0	288,2	571,7	11,5	0,2	154,6
2007 lug.	670,8	72,7	61,2	514,0	0,9	1,2	20,8	1.369,0	321,9	290,7	589,2	13,4	0,3	153,6
ago.	665,7	61,4	68,0	513,6	0,8	1,1	20,8	1.364,2	302,0	303,0	588,6	11,8	0,2	158,6
set.	676,6	67,8	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.386,5	326,2	305,9	581,0	13,0	0,8	159,5
ott. <sup>(p)</sup>	695,3	73,7	73,5	524,5	0,8	1,1	21,8	1.425,3	317,8	340,2	599,3	12,4	0,8	154,6
<b>Transazioni</b>														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 1° trim.	8,6	2,1	1,0	7,6	0,1	-0,2	-2,0	124,8	35,8	16,2	46,2	0,7	0,0	26,0
2007 2° trim.	-2,8	-7,7	-0,3	9,2	-0,2	0,0	-3,7	82,8	3,0	21,0	56,5	0,1	0,0	2,2
2007 lug.	14,5	7,7	3,3	1,8	0,1	0,0	1,6	23,0	1,1	2,9	18,0	1,9	0,0	-1,0
ago.	-5,2	-11,3	6,8	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-5,1	-20,0	12,3	-0,7	-1,6	-0,1	4,9
set.	13,6	6,5	-4,9	11,7	0,0	0,0	0,3	26,8	25,4	4,6	-9,4	1,2	0,6	4,3
ott. <sup>(p)</sup>	18,9	6,0	10,7	1,5	0,0	0,8	41,2	41,2	-7,8	35,0	19,3	-0,5	0,0	-4,8
<b>Variazioni percentuali</b>														
2005 dic.	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	-	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 dic.	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 mar.	7,5	10,4	15,9	5,9	-2,9	-	16,0	27,9	15,6	37,6	38,1	4,1	-	12,4
giu.	4,8	-5,6	21,1	5,7	-20,8	-	-13,3	28,3	13,5	35,6	41,4	5,9	-	10,5
2007 lug.	5,9	10,8	18,0	5,2	-11,7	-	-16,6	31,8	20,2	37,6	42,6	36,0	-	12,5
ago.	4,7	-0,8	30,8	4,4	-21,3	-	-27,7	31,3	15,6	41,6	42,4	25,3	-	12,8
set.	6,5	1,4	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,2	18,7	31,1	38,5	29,0	-	11,0
ott. <sup>(p)</sup>	9,5	11,6	52,6	6,9	-19,9	-	-22,1	31,8	21,1	44,0	36,9	22,9	-	15,1

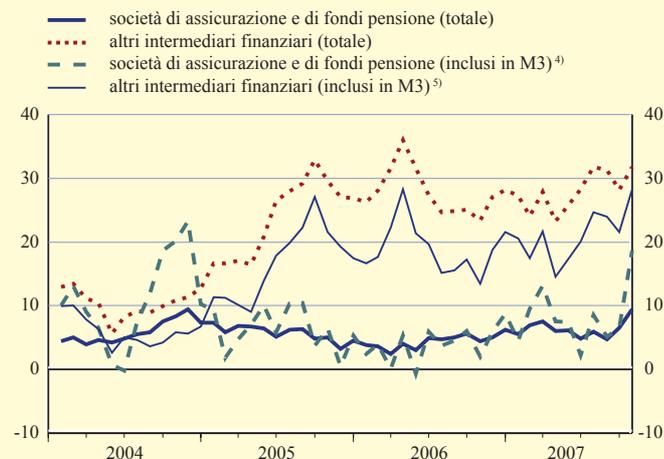
### F8 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

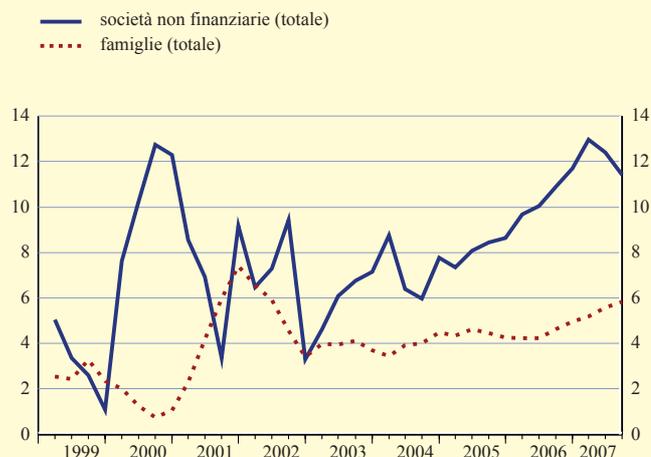
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società non finanziarie						Famiglie <sup>3)</sup>							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze</b>														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 1° trim.	1.349,0	833,0	379,3	68,9	39,4	1,3	27,0	4.589,5	1.727,5	745,0	593,1	1.342,2	105,4	76,4
2° trim.	1.386,0	861,6	392,5	68,2	36,1	1,3	26,4	4.678,1	1.785,8	802,3	577,1	1.329,0	106,2	77,7
2007 lug.	1.385,6	840,5	415,5	67,8	34,7	1,5	25,6	4.679,9	1.766,6	832,9	572,2	1.318,8	106,8	82,6
ago.	1.388,7	825,8	435,1	68,0	31,9	1,5	26,6	4.678,2	1.739,4	860,4	569,0	1.315,2	107,2	87,0
set.	1.405,3	845,1	438,5	64,3	31,6	1,4	24,4	4.706,2	1.754,3	886,4	565,7	1.308,0	107,9	84,0
ott. <sup>(p)</sup>	1.415,4	836,9	459,6	64,2	29,0	1,4	24,3	4.854,9	1.730,5	927,4	559,6	1.442,2	109,0	86,3
<b>Transazioni</b>														
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007 1° trim.	3,3	-19,8	23,5	-0,6	-1,4	-0,7	2,2	25,1	-29,1	70,9	-14,8	-13,9	5,5	6,4
2° trim.	38,1	29,2	13,6	-0,6	-3,4	0,0	-0,6	89,5	58,5	58,0	-15,9	-13,1	0,8	1,4
2007 lug.	0,2	-20,8	23,4	-0,3	-1,3	0,1	-0,8	2,2	-19,1	30,9	-4,8	-10,2	0,7	4,8
ago.	3,0	-14,8	19,5	0,2	-2,9	0,0	1,0	-2,3	-27,3	27,4	-3,5	-3,6	0,4	4,4
set.	20,5	20,5	4,8	-2,4	-0,2	0,0	-2,2	29,5	15,3	27,0	-3,2	-7,2	0,7	-3,0
ott. <sup>(p)</sup>	10,7	-7,6	20,5	-0,1	-2,0	-0,1	-0,1	2,5	-23,8	40,3	-4,4	-13,0	1,1	2,3
<b>Variazioni percentuali</b>														
2005 dic.	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 dic.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 mar.	13,0	12,0	22,6	-2,2	-16,1	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,0	-4,8	-1,9	22,1	38,7
giu.	12,4	10,1	26,2	-4,8	-18,0	-29,5	20,0	5,6	3,2	40,2	-6,3	-2,5	19,2	32,9
2007 lug.	12,9	8,6	32,5	-4,2	-19,6	-26,2	9,0	5,4	2,5	41,1	-6,6	-3,2	18,4	31,1
ago.	12,0	7,4	32,6	-4,1	-26,7	-59,9	3,6	5,6	2,8	41,9	-7,0	-3,3	16,9	30,1
set.	11,4	7,2	32,4	-8,6	-28,4	-26,9	-2,9	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
ott. <sup>(p)</sup>	11,5	7,4	31,1	-8,7	-30,8	-32,0	-2,6	5,8	1,8	46,5	-7,4	-4,1	14,6	29,0

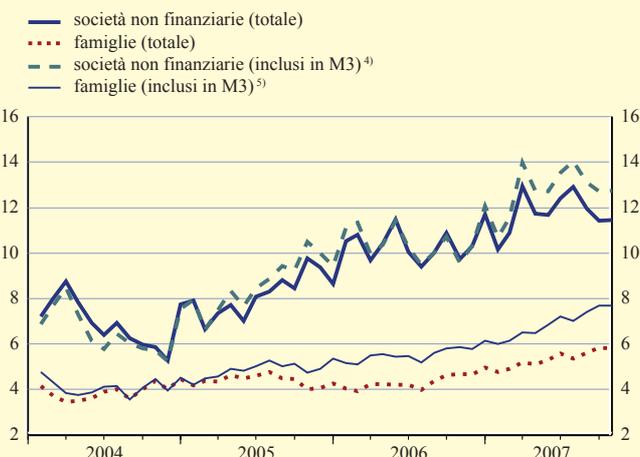
### F10 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

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

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

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

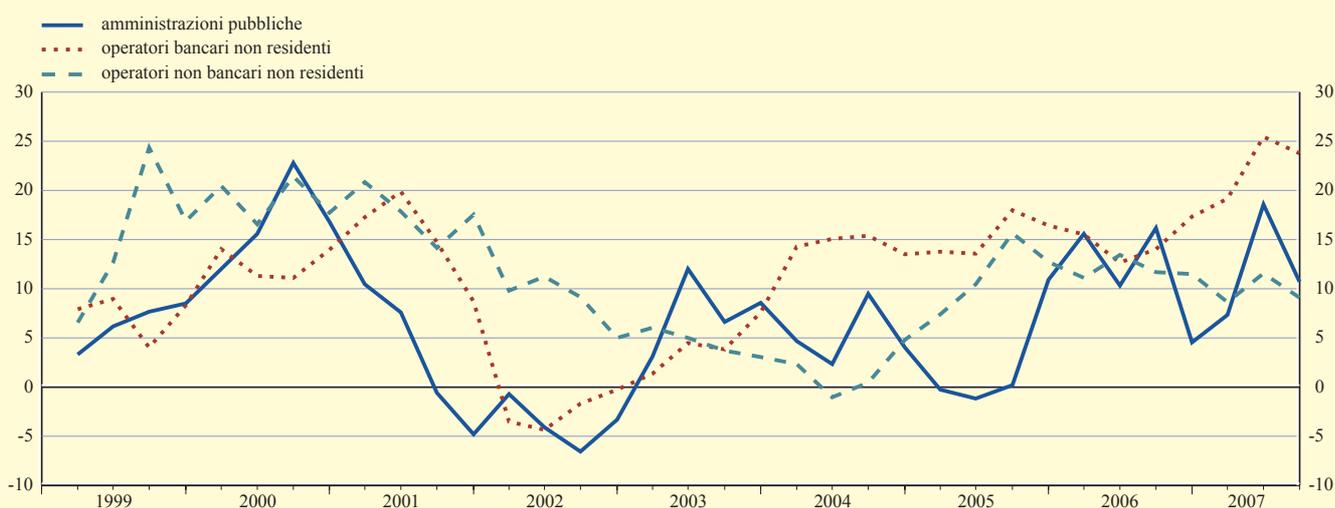
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 1° trim.	337,8	139,0	42,1	88,8	67,9	3.663,9	2.778,3	885,6	132,4	753,2
2° trim.	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3.821,5	2.898,7	922,8	137,5	785,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	373,4	144,2	60,0	97,5	71,7	3.873,9	2.946,7	927,2	145,5	781,7
<b>Transazioni</b>										
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006	14,2	-24,5	7,0	8,7	22,9	476,6	385,8	90,8	2,8	88,0
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.	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,7	136,1	41,6	5,2	36,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	-7,4	-26,2	16,1	2,3	0,4	127,0	103,9	23,1	8,0	15,1
<b>Variazioni percentuali</b>										
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 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.	18,5	21,9	10,5	12,2	25,3	21,8	25,4	11,5	7,1	12,3
set. <sup>(p)</sup>	10,7	-3,6	44,0	13,6	19,0	19,9	23,8	9,1	9,0	9,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

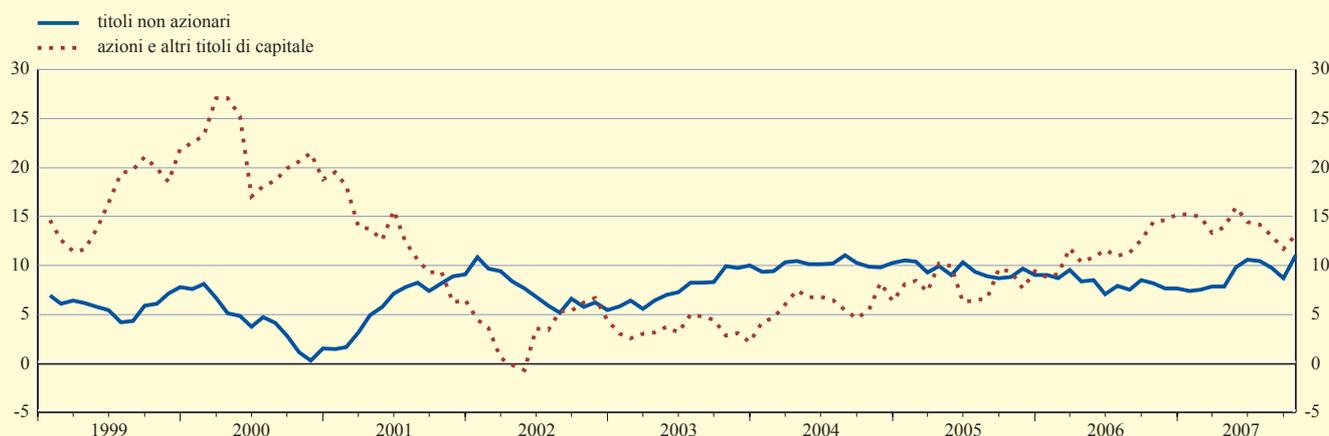
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 1° trim.	4.842,7	1.616,6	76,5	1.266,6	15,6	651,7	34,1	1.181,7	1.576,5	399,7	844,8	332,0
2° trim.	5.010,6	1.637,2	78,9	1.266,1	15,6	727,1	34,1	1.251,6	1.623,3	406,8	867,1	349,4
2007 lug.	5.045,7	1.651,0	88,7	1.242,4	15,4	741,2	35,8	1.271,3	1.607,5	407,2	852,9	347,4
ago.	5.002,0	1.649,3	83,7	1.213,4	15,2	746,5	33,9	1.260,1	1.587,6	407,2	841,1	339,2
set.	4.973,6	1.646,8	82,1	1.199,8	14,7	768,4	35,6	1.226,1	1.606,6	412,3	843,6	350,8
ott. <sup>(p)</sup>	5.066,8	1.649,8	84,6	1.199,6	14,7	823,8	39,1	1.255,2	1.655,2	426,8	880,8	347,6
<b>Transazioni</b>												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 1° trim.	190,1	55,6	5,2	2,7	-0,8	37,0	7,6	82,9	78,5	20,6	20,7	37,2
2° trim.	172,3	26,3	2,4	-0,1	0,3	73,1	0,2	70,2	35,2	5,5	16,6	13,2
2007 lug.	43,0	12,9	10,1	-23,3	-0,2	14,6	2,0	26,8	-10,8	1,2	-10,7	-1,3
ago.	-43,9	-2,1	-5,2	-29,4	-0,3	5,8	-1,9	-10,8	-17,4	0,1	-10,5	-7,0
set.	-4,6	-3,5	0,8	-13,3	0,0	22,0	2,8	-13,4	18,5	6,0	1,9	10,5
ott. <sup>(p)</sup>	146,2	46,5	3,3	4,5	0,2	44,1	3,9	43,6	52,2	28,0	26,6	-2,4
<b>Variazioni percentuali</b>												
2005 dic.	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 mar.	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,3	21,3	40,6	25,2	13,3	21,0	6,4	24,1
giu.	10,6	8,6	25,9	-8,8	-7,1	28,0	43,4	29,5	14,4	17,8	7,5	31,0
2007 lug.	10,5	8,5	34,4	-9,3	-7,8	28,1	47,0	27,7	14,2	19,6	5,9	32,4
ago.	9,7	7,7	27,2	-9,7	-10,5	29,4	35,7	25,8	13,0	18,5	5,2	29,3
set.	8,7	6,4	27,2	-9,8	-5,7	31,2	48,8	21,2	11,7	19,2	3,7	25,4
ott. <sup>(p)</sup>	11,0	8,6	31,3	-8,8	-3,6	35,8	57,3	23,1	13,1	26,9	4,9	20,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

(miliardi di euro)

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

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

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 <sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 1° trim.	5.395,9	90,5	9,5	5,6	0,5	1,4	1,2	8.199,9	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
2° trim.	5.572,9	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8.448,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.693,4	91,2	8,8	5,4	0,4	1,3	0,9	8.548,0	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
Non residenti dell'area dell'euro														
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 1° trim.	2.778,3	46,4	53,6	34,3	2,5	2,5	11,2	885,6	51,1	48,9	31,8	1,6	2,2	9,4
2° trim.	2.898,7	45,0	55,0	34,8	2,6	2,4	11,8	922,8	51,2	48,8	32,3	1,3	1,8	9,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	2.946,7	46,0	54,0	34,1	2,7	2,4	11,5	927,2	49,8	50,2	33,4	1,1	1,9	9,7

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

	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8		3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6		3,5
2007 1° trim.	4.673,7	80,7	19,3	9,8	1,7		3,5
2° trim.	4.797,0	80,2	19,8	10,1	1,6		3,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.859,7	80,8	19,2	9,7	1,6		3,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

**2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	4.933,4	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 1° trim.	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5	
2° trim.	5.264,6	-	-	-	-	-	10.510,8	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.422,1	-	-	-	-	-	10.738,7	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
<b>Non residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6	
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6	
2007 1° trim.	2.265,1	51,7	48,3	27,7	2,2	2,5	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1	
2° trim.	2.334,3	50,3	49,7	28,7	1,9	2,4	952,0	39,4	60,6	43,1	1,0	3,8	8,4	
3° trim. <sup>(p)</sup>	2.354,1	48,9	51,1	28,6	2,0	2,5	947,3	38,8	61,2	43,6	1,1	3,8	8,3	

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>3)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emessi da residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5	
2006	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1.922,3	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7	
2007 1° trim.	1.693,0	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1.968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8	
2° trim.	1.716,1	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	2.042,9	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7	
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.728,9	95,3	4,7	2,3	0,3	0,2	2.018,6	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7	
<b>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</b>														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6	
2006	514,4	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	594,2	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2	
2007 1° trim.	545,3	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	636,3	38,2	61,8	36,9	4,4	0,6	14,8	
2° trim.	584,1	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	667,6	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7	
3° trim. <sup>(p)</sup>	576,2	53,8	46,2	26,8	0,7	0,4	650,0	35,4	64,6	38,8	4,3	0,7	15,0	

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2006 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.	5.137,9	316,9	1.908,6	145,2	1.763,3	1.777,9	601,0	180,3	353,2
3° trim.	5.359,0	317,5	1.985,0	178,4	1.806,6	1.874,4	631,3	181,5	369,2
4° trim.	5.551,3	320,6	2.005,8	170,6	1.835,2	2.022,0	670,6	187,9	344,3
2007 1° trim.	5.712,9	332,4	2.031,5	181,0	1.850,6	2.068,7	718,7	188,9	372,7
2° trim. <sup>(p)</sup>	6.002,9	349,7	2.042,3	192,8	1.849,4	2.216,4	784,5	194,7	415,3

### 2. Passività

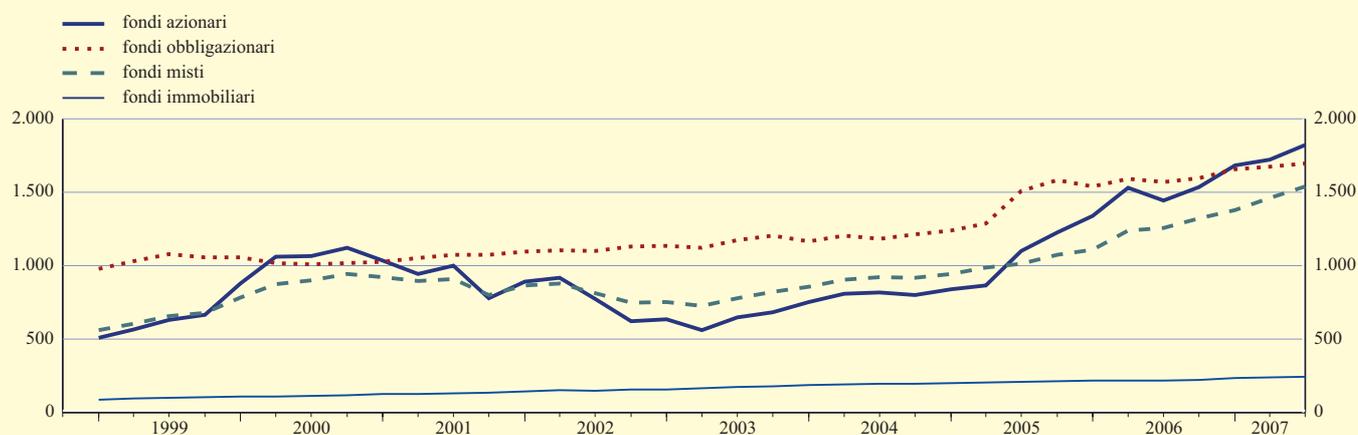
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2006 1° trim.	5.199,6	73,6	4.871,3	254,7
2° trim.	5.137,9	76,4	4.789,5	272,0
3° trim.	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
4° trim.	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 1° trim.	5.712,9	82,2	5.349,4	281,7
2° trim. <sup>(p)</sup>	6.002,9	90,8	5.596,6	315,5

### 3. Totale delle attività e passività per strategia di investimento e tipologia di investitore

	Totale 1	Per strategia di investimento				Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8
2006 1° trim.	5.199,6	1.531,9	1.592,6	1.239,4	214,0	621,5	3.999,0	1.200,5
2° trim.	5.137,9	1.443,3	1.569,3	1.257,0	217,4	650,9	3.913,2	1.224,7
3° trim.	5.359,0	1.533,3	1.594,2	1.321,5	221,2	688,9	4.085,5	1.273,5
4° trim.	5.551,3	1.680,5	1.657,0	1.376,0	231,8	606,0	4.252,1	1.299,2
2007 1° trim.	5.712,9	1.723,2	1.674,9	1.459,3	238,4	617,1	4.372,4	1.340,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	6.002,9	1.822,9	1.693,8	1.539,4	244,1	702,9	4.591,3	1.411,6

## 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	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Fondi azionari</b>									
2006 1° trim.	1.531,9	55,1	51,5	6,3	45,2	1.309,6	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.	1.533,3	53,8	76,1	33,2	42,9	1.284,3	66,8	-	52,3
4° trim.	1.680,5	56,1	66,0	22,7	43,3	1.429,3	74,3	-	54,8
2007 1° trim.	1.723,2	59,3	65,7	25,7	40,0	1.461,2	78,4	-	58,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.822,9	60,9	67,9	27,4	40,5	1.545,4	83,9	-	64,9
<b>Fondi obbligazionari</b>									
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.	1.674,9	112,3	1.356,5	95,1	1.261,4	44,5	52,5	-	109,0
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.693,8	115,1	1.346,9	99,6	1.247,3	62,9	55,7	-	113,2
<b>Fondi misti</b>									
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	318,7	253,6	0,2	128,5
3° trim.	1.321,5	68,5	510,6	45,2	465,4	332,3	272,3	0,3	137,4
4° trim.	1.376,0	71,0	519,4	43,4	476,0	364,2	292,8	0,4	128,2
2007 1° trim.	1.459,3	73,8	530,5	45,5	485,0	380,8	322,3	0,3	151,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.539,4	83,6	528,9	50,2	478,8	400,2	346,1	0,9	179,6
<b>Fondi immobiliari</b>									
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.	238,4	18,9	6,7	1,9	4,8	2,3	9,6	188,4	12,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	244,1	18,9	6,6	1,9	4,7	2,1	10,1	193,1	13,2

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

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
<b>Fondi aperti al pubblico</b>							
2006 1° trim.	3.999,0	263,4	1.334,4	1.551,3	427,5	150,2	272,2
2° trim.	3.913,2	257,1	1.321,4	1.449,8	452,2	151,2	281,5
3° trim.	4.085,5	260,6	1.374,1	1.531,3	470,9	151,2	297,3
4° trim.	4.252,1	265,4	1.402,4	1.650,2	498,2	155,2	280,6
2007 1° trim.	4.372,4	274,3	1.420,7	1.693,3	529,0	155,6	299,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	4.591,3	284,5	1.430,0	1.817,2	576,9	160,1	322,7
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
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.	1.340,6	58,0	610,8	375,4	189,7	33,3	73,2
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.411,6	65,3	612,3	399,2	207,6	34,7	92,6

Fonte: BCE.



## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

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

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>2° trim. 2007</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						487,7
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-31,9
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.052,2	107,5	671,9	52,7	220,1	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	39,6	6,1	26,4	3,8	3,3	
Consumo di capitale fisso	316,7	86,3	178,2	11,1	41,1	
Margine operativo lordo e reddito misto <sup>1)</sup>	561,4	285,8	249,5	26,2	0,0	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						
Redditi da lavoro dipendente						4,1
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	903,2	46,4	364,2	423,2	69,3	133,2
Interessi	456,0	44,3	76,0	266,5	69,3	79,6
Altri redditi da capitale	447,2	2,2	288,2	156,8	0,0	53,7
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	1.883,6	1.580,8	29,8	38,1	234,8	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	285,7	210,4	57,9	17,0	0,4	4,8
Contributi sociali	393,8	393,8				0,8
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	393,0	1,4	17,4	25,7	348,4	0,6
Altri trasferimenti correnti	176,9	69,6	23,4	46,9	37,0	7,2
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44,7	32,9	10,3	0,9	0,7	1,1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44,6			44,6		0,7
Altro	87,6	36,8	13,1	1,4	36,3	5,4
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	1.867,0	1.382,3	-39,4	34,8	489,2	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.680,1	1.238,5			441,6	
Spese per consumi individuali	1.507,9	1.238,5			269,4	
Spese per consumi collettivi	172,1				172,1	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	17,9	0,1	3,6	14,2	0,0	0,1
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	187,0	161,7	-43,0	20,7	47,7	-8,0
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	495,7	165,1	268,2	10,3	52,1	
Investimenti fissi lordi	496,5	165,3	269,1	10,1	52,0	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-0,8	-0,2	-0,9	0,2	0,1	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,5	-0,1	0,7	0,2	-0,3	-0,5
Trasferimenti in conto capitale	35,0	8,9	2,1	1,9	22,1	4,4
Imposte in conto capitale	5,9	5,7	0,2	0,0		0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	29,1	3,2	1,8	1,9	22,1	4,4
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	9,6	83,0	-120,2	20,1	26,7	-9,6
Discrepanza statistica	0,0	-5,0	5,0	0,0	0,0	0,0

Fonti: BCE e Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						455,8
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	1.969,9	485,6	1.126,0	93,8	264,5	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	237,7					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.207,6					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	561,4	285,8	249,5	26,2	0,0	
Redditi da lavoro dipendente	1.053,7	1.053,7				2,6
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	278,5				278,5	-1,2
Redditi da capitale	893,2	287,8	144,6	435,1	25,7	143,2
Interessi	450,6	69,0	41,2	332,6	7,7	85,0
Altri redditi da capitale	442,7	218,8	103,4	102,5	18,0	58,2
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	1.883,6	1.580,8	29,8	38,1	234,8	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	289,8				289,8	0,6
Contributi sociali	393,6	1,1	17,9	40,6	334,0	1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	391,0	391,0				2,5
Altri trasferimenti correnti	158,3	84,6	11,7	45,8	16,3	25,9
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44,6			44,6		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44,2	34,3	8,8	0,9	0,3	1,1
Altro	69,5	50,3	2,9	0,3	16,0	23,6
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	1.867,0	1.382,3	-39,4	34,8	489,2	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	18,0	18,0				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	187,0	161,7	-43,0	20,7	47,7	-8,0
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	316,7	86,3	178,2	11,1	41,1	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	37,1	9,0	15,5	0,8	11,9	2,3
Imposte in conto capitale	5,9				5,9	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	31,2	9,0	15,5	0,8	6,0	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
<b>2° trim. 2007</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		17.278,4	13.870,3	20.882,9	9.703,0	6.071,4	2.742,5	13.961,2
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				185,0				
Banconote, monete e depositi		5.364,8	1.630,7	2.404,3	1.367,9	751,6	529,4	3.785,2
Titoli di debito a breve termine		45,6	123,4	102,3	257,2	227,6	25,4	774,2
Titoli di debito a lungo termine		1.419,4	158,2	3.449,2	1.882,7	1.927,2	206,3	2.153,2
Prestiti		21,4	1.744,7	11.370,6	1.326,2	350,5	355,3	1.427,4
<i>di cui a lungo termine</i>		18,0	964,9	8.567,3	999,5	296,8	316,2	.
Azioni e altre partecipazioni		5.129,4	7.552,3	1.795,8	4.585,9	2.376,5	1.083,9	5.100,7
Azioni quotate		1.252,5	1.915,3	688,6	2.394,8	852,9	393,3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.213,0	5.218,4	831,4	1.524,9	460,8	549,6	.
Quote di fondi di investimento		1.663,9	418,5	275,8	666,3	1.062,8	141,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.003,1	133,2	1,9	0,0	145,9	3,1	192,1
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		294,8	2.527,8	1.573,8	283,1	292,1	539,1	528,4
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni attività finanziarie		156,8	196,2	722,7	294,1	74,4	115,5	477,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,6				0,6
Banconote, monete e depositi		103,6	38,3	90,1	81,6	5,5	91,1	188,3
Titoli di debito a breve termine		-1,5	5,0	10,0	31,8	10,3	7,1	36,5
Titoli di debito a lungo termine		-0,9	14,8	144,9	33,0	44,7	4,5	109,2
Prestiti		0,5	46,6	338,0	35,4	4,0	3,1	24,1
<i>di cui a lungo termine</i>		0,5	11,3	213,0	34,3	-1,1	0,0	.
Azioni e altre partecipazioni		17,0	84,7	33,0	119,3	8,2	3,2	108,8
Azioni quotate		2,4	38,2	0,0	50,0	-0,7	0,1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		9,7	57,2	27,1	23,6	6,5	-0,5	.
Quote di fondi di investimento		4,9	-10,7	5,9	45,7	2,4	3,5	.
Riserve tecniche di assicurazione		58,0	0,9	0,0	0,0	3,6	0,0	3,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-19,9	5,8	107,2	-6,9	-1,9	6,5	6,9
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-29,8	199,1	22,8	-0,8	13,4	49,5	107,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-7,0				
Banconote, monete e depositi		-5,3	-3,2	-11,9	-2,1	2,9	0,2	-24,1
Titoli di debito a breve termine		-0,6	4,5	1,9	1,7	0,7	0,1	-2,5
Titoli di debito a lungo termine		-55,2	-5,2	-8,8	-54,4	-26,7	-3,2	-42,7
Prestiti		0,0	6,7	-23,5	-9,7	0,3	-1,3	12,6
<i>di cui a lungo termine</i>		0,0	7,8	-10,4	-10,0	0,2	-1,3	.
Azioni e altre partecipazioni		35,6	178,3	55,6	85,5	41,9	53,6	153,1
Azioni quotate		40,8	36,4	50,6	77,7	5,6	46,6	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-28,0	139,2	2,6	3,8	10,4	3,8	.
Quote di fondi di investimento		22,8	2,7	2,4	4,0	25,9	3,2	.
Riserve tecniche di assicurazione		-2,3	0,0	0,0	0,0	-5,0	0,0	-4,7
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-2,0	18,1	16,5	-21,8	-0,7	0,0	16,2
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		17.405,4	14.265,6	21.628,4	9.996,3	6.159,3	2.907,5	14.546,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				177,5				
Banconote, monete e depositi		5.463,1	1.665,8	2.482,5	1.447,4	760,0	620,6	3.949,4
Titoli di debito a breve termine		43,5	133,0	114,2	290,7	238,7	32,6	808,1
Titoli di debito a lungo termine		1.363,2	167,8	3.585,3	1.861,3	1.945,2	207,7	2.219,7
Prestiti		21,8	1.798,0	11.685,1	1.351,9	354,9	357,2	1.464,1
<i>di cui a lungo termine</i>		18,5	984,0	8.770,0	1.023,8	295,8	314,9	.
Azioni e altre partecipazioni		5.182,1	7.815,3	1.884,3	4.790,7	2.426,5	1.140,7	5.362,6
Azioni quotate		1.295,7	1.989,9	739,2	2.522,5	857,9	440,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.194,7	5.414,9	861,1	1.552,2	477,6	552,9	.
Quote di fondi di investimento		1.691,7	410,5	284,1	716,0	1.091,1	147,8	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.058,7	134,0	1,9	0,0	144,5	3,1	190,6
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		273,0	2.551,7	1.697,4	254,3	289,5	545,7	551,6
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>2° trim. 2007</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		5.544,0	22.276,5	21.296,4	9.641,0	6.192,2	6.760,0	12.614,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			23,5	12.883,2	214,0	3,9	337,5	2.371,6
Titoli di debito a breve termine			281,0	357,4	69,1	0,1	612,5	235,6
Titoli di debito a lungo termine			429,5	2.594,0	1.375,9	26,1	4.358,6	2.412,1
Prestiti		5.096,7	6.380,1		1.294,5	183,7	1.080,2	2.560,8
<i>di cui a lungo termine</i>		4.771,7	4.300,3		601,6	78,7	922,4	
Azioni e altre partecipazioni			12.497,1	3.360,5	6.470,4	662,4	4,9	4.629,2
Azioni quotate			4.664,1	1.100,2	342,0	328,4	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.833,0	1.244,5	858,8	334,0	4,9	
Quote di fondi di investimento				1.015,9	5.269,6			
Riserve tecniche di assicurazione		32,6	329,8	53,2	0,6	5.062,6	0,5	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		414,7	2.335,4	2.048,1	216,4	253,5	365,8	405,3
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.161,6	11.734,5	-8.406,2	-413,6	62,0	-120,8	-4.017,5	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		78,7	311,5	705,7	281,6	83,8	88,8	487,1
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	484,1	4,9	0,0	-12,7	122,3
Titoli di debito a breve termine			22,8	12,8	-3,1	0,1	43,4	23,3
Titoli di debito a lungo termine			15,9	83,0	65,9	-0,3	63,5	122,3
Prestiti		97,5	202,9		52,5	16,0	-8,8	91,6
<i>di cui a lungo termine</i>		90,7	104,8		20,6	-0,3	-11,1	
Azioni e altre partecipazioni			58,1	46,1	165,9	2,7	0,0	101,3
Azioni quotate			34,9	0,5	2,6	0,3	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			23,2	2,8	20,5	2,4	0,0	
Quote di fondi di investimento				42,8	142,8			
Riserve tecniche di assicurazione		-0,1	2,0	0,4	0,0	63,3	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-18,7	9,7	79,3	-4,5	2,0	3,5	26,3
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	9,6	78,0	-115,3	17,0	12,5	-9,4	26,7	-9,6
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		8,7	389,2	-30,3	70,3	12,3	-98,1	17,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	-22,7	1,9	0,0	0,0	-22,7
Titoli di debito a breve termine			0,6	0,9	-0,1	0,0	-0,1	4,3
Titoli di debito a lungo termine			-6,8	-7,6	-21,6	-0,5	-116,1	-43,7
Prestiti		6,3	11,0		-12,1	-6,7	-0,1	-13,2
<i>di cui a lungo termine</i>		7,8	21,6		-9,0	-4,9	-0,1	
Azioni e altre partecipazioni			369,7	3,9	89,1	25,9	0,7	114,4
Azioni quotate			361,9	20,4	18,1	9,4	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7,8	-21,6	18,1	16,4	0,7	
Quote di fondi di investimento				5,2	52,9			
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	-12,0	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		2,4	14,7	-4,8	13,1	5,6	17,5	-22,2
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-97,9	-38,6	-190,1	53,1	-71,1	1,1	147,6	91,0
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		5.631,4	22.977,1	21.971,9	9.992,9	6.288,3	6.750,6	13.118,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			23,5	13.344,6	220,8	3,8	324,8	2.471,2
Titoli di debito a breve termine			304,4	371,1	66,0	0,2	655,8	263,3
Titoli di debito a lungo termine			438,6	2.669,4	1.420,2	25,3	4.306,0	2.490,8
Prestiti		5.200,4	6.594,1		1.334,9	193,1	1.071,3	2.639,2
<i>di cui a lungo termine</i>		4.870,2	4.426,7		613,2	73,5	911,3	
Azioni e altre partecipazioni			12.925,0	3.410,6	6.725,4	690,9	5,6	4.844,9
Azioni quotate			5.060,9	1.121,1	362,7	338,1	0,0	
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.864,0	1.225,7	897,4	352,8	5,6	
Quote di fondi di investimento				1.063,8	5.465,3			
Riserve tecniche di assicurazione		32,5	331,8	53,6	0,6	5.113,9	0,5	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		398,4	2.359,8	2.122,6	225,0	261,1	386,7	409,4
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.249,9	11.773,9	-8.711,6	-343,5	3,4	-129,0	-3.843,2	

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	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.664,0	3.770,3	3.876,2	3.952,4	3.991,6	4.027,3	4.069,2	4.109,1
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	110,7	123,0	130,8	132,9	133,5	131,1	131,4	132,2
Consumo di capitale fisso	1.074,6	1.122,3	1.174,8	1.200,5	1.213,2	1.225,2	1.235,9	1.246,3
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	1.890,8	1.989,2	2.049,6	2.093,0	2.122,8	2.162,6	2.199,2	2.235,8
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.281,3	2.332,6	2.543,9	2.711,1	2.801,3	2.914,8	3.003,7	3.100,6
Interessi	1.267,0	1.241,2	1.325,0	1.438,6	1.515,7	1.591,6	1.659,0	1.721,1
Altri redditi da capitale	1.014,3	1.091,4	1.219,0	1.272,6	1.285,7	1.323,2	1.344,7	1.379,5
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	6.407,5	6.689,6	6.909,3	7.069,6	7.150,7	7.232,9	7.328,8	7.417,7
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	856,8	882,3	932,0	972,0	990,6	1.023,4	1.037,1	1.059,9
Contributi sociali	1.388,3	1.427,2	1.468,6	1.499,4	1.516,1	1.530,1	1.541,3	1.554,2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.408,0	1.452,8	1.496,8	1.520,2	1.531,2	1.541,8	1.548,9	1.558,9
Altri trasferimenti correnti	658,3	683,2	702,5	700,4	702,9	704,7	708,8	717,5
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	174,0	175,8	175,8	175,4	175,5	174,8	175,5	176,7
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	174,6	176,3	176,7	175,9	175,7	174,8	175,8	176,9
Altro	309,8	331,1	350,1	349,1	351,8	355,2	357,6	363,9
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	6.337,6	6.612,0	6.823,3	6.984,9	7.064,2	7.143,8	7.239,8	7.329,3
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	5.854,3	6.075,9	6.307,3	6.442,1	6.501,2	6.562,3	6.615,9	6.664,1
Spese per consumi individuali	5.232,7	5.430,7	5.645,2	5.770,6	5.825,9	5.880,9	5.929,0	5.974,2
Spese per consumi collettivi	621,5	645,1	662,1	671,4	675,3	681,4	686,9	690,0
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	54,5	57,5	59,1	60,7	61,3	61,7	61,9	62,4
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	483,5	536,4	516,4	543,2	563,3	581,9	624,3	665,4
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.526,8	1.606,5	1.693,9	1.769,5	1.810,4	1.838,3	1.878,9	1.914,3
Investimenti fissi lordi	1.525,8	1.597,4	1.682,3	1.745,4	1.773,6	1.809,3	1.854,8	1.889,0
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	1,1	9,1	11,6	24,1	36,8	29,1	24,0	25,3
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,6	-1,1	-0,1	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1
Trasferimenti in conto capitale	182,6	166,9	179,3	162,2	174,8	190,5	191,1	191,7
Imposte in conto capitale	35,9	29,8	24,2	23,8	22,5	22,3	22,9	23,4
Altri trasferimenti in conto capitale	146,8	137,1	155,1	138,4	152,4	168,2	168,2	168,3
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	42,9	69,9	11,0	-14,4	-22,5	-18,9	-4,4	11,2

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	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	6.740,1	7.004,9	7.231,5	7.378,8	7.461,0	7.546,2	7.635,7	7.723,4
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	760,8	796,4	838,8	874,5	885,1	903,3	922,4	936,2
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	7.500,9	7.801,3	8.070,2	8.253,3	8.346,1	8.449,5	8.558,1	8.659,6
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	1.890,8	1.989,2	2.049,6	2.093,0	2.122,8	2.162,6	2.199,2	2.235,8
Redditi da lavoro dipendente	3.671,2	3.777,4	3.881,8	3.958,1	3.997,4	4.033,1	4.075,2	4.115,1
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	880,7	933,1	981,1	1.017,7	1.028,7	1.044,4	1.061,8	1.076,0
Redditi da capitale	2.246,2	2.322,5	2.540,8	2.711,9	2.803,1	2.907,6	2.996,3	3.091,4
Interessi	1.236,2	1.210,5	1.298,9	1.414,3	1.493,5	1.568,2	1.633,9	1.698,8
Altri redditi da capitale	1.010,0	1.112,0	1.241,9	1.297,6	1.309,6	1.339,3	1.362,4	1.392,6
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	6.407,5	6.689,6	6.909,3	7.069,6	7.150,7	7.232,9	7.328,8	7.417,7
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	858,7	885,4	935,7	976,6	995,2	1.028,2	1.042,3	1.066,8
Contributi sociali	1.387,3	1.426,2	1.468,1	1.498,9	1.515,5	1.529,6	1.540,8	1.553,6
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.401,5	1.445,3	1.489,2	1.512,7	1.523,7	1.534,4	1.541,1	1.550,9
Altri trasferimenti correnti	593,9	610,9	620,9	619,1	619,8	618,7	622,9	630,7
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	174,6	176,3	176,7	175,9	175,7	174,8	175,8	176,9
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	171,3	173,5	174,3	173,2	172,9	172,3	173,1	174,4
Altro	248,0	261,2	269,9	270,0	271,2	271,6	274,0	279,4
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	6.337,6	6.612,0	6.823,3	6.984,9	7.064,2	7.143,8	7.239,8	7.329,3
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	54,7	57,6	59,4	61,0	61,6	62,0	62,2	62,7
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	483,5	536,4	516,4	543,2	563,3	581,9	624,3	665,4
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.074,6	1.122,3	1.174,8	1.200,5	1.213,2	1.225,2	1.235,9	1.246,3
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	194,8	183,5	192,9	174,8	187,6	204,1	206,4	206,5
Imposte in conto capitale	35,9	29,8	24,2	23,8	22,5	22,3	22,9	23,4
Altri trasferimenti in conto capitale	158,9	153,8	168,7	151,0	165,1	181,8	183,5	183,2
<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	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.671,2	3.777,4	3.881,8	3.958,1	3.997,4	4.033,1	4.075,2	4.115,1
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.230,9	1.285,0	1.334,8	1.368,6	1.389,3	1.410,2	1.431,2	1.452,2
Interessi attivi (+)	237,5	230,4	226,9	237,7	246,3	255,9	262,3	268,8
Interessi passivi (-)	124,1	124,1	127,6	137,1	146,6	154,5	161,8	169,1
Altri redditi da capitali attivi (+)	615,3	648,0	694,0	718,2	722,0	733,0	739,6	749,2
Altri redditi da capitali passivi (-)	8,7	9,2	9,4	9,4	9,5	9,4	9,5	9,5
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	702,5	706,5	739,4	763,6	770,8	788,6	796,9	810,0
Contributi sociali netti (-)	1.384,5	1.423,4	1.464,5	1.495,1	1.511,7	1.525,8	1.536,9	1.549,8
Prestazioni sociali nette (+)	1.396,7	1.440,3	1.483,9	1.507,2	1.518,2	1.528,9	1.535,5	1.545,4
Trasferimenti correnti netti attivi (-)	65,1	64,7	68,2	65,5	63,9	63,9	65,7	65,8
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>4.997,0</b>	<b>5.182,7</b>	<b>5.348,7</b>	<b>5.450,2</b>	<b>5.498,6</b>	<b>5.546,7</b>	<b>5.604,5</b>	<b>5.658,2</b>
Spese per consumi finali (-)	4.316,1	4.482,4	4.649,1	4.749,6	4.792,8	4.836,7	4.874,8	4.911,6
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	54,4	57,3	58,9	60,6	61,1	61,5	61,7	62,2
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>735,2</b>	<b>757,5</b>	<b>758,5</b>	<b>761,2</b>	<b>766,9</b>	<b>771,5</b>	<b>791,4</b>	<b>808,8</b>
Consumo di capitale fisso (-)	288,0	303,3	318,7	326,5	330,5	334,5	337,6	340,6
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	12,6	18,9	24,4	22,2	27,2	30,2	28,6	25,9
Altre variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup>	247,1	285,3	600,1	481,4	333,3	456,9	366,8	476,5
<b>= Variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup></b>	<b>706,9</b>	<b>758,4</b>	<b>1.064,4</b>	<b>938,3</b>	<b>796,9</b>	<b>924,1</b>	<b>849,2</b>	<b>970,6</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	497,9	527,3	558,9	583,6	597,7	609,6	625,2	636,2
Consumo di capitale fisso (-)	288,0	303,3	318,7	326,5	330,5	334,5	337,6	340,6
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi	222,3	248,5	240,1	247,4	267,3	279,0	276,0	289,0
di cui depositi inclusi in M3 <sup>2)</sup>	166,1	168,5	207,7	215,7	226,1	242,1	251,6	279,1
Titoli di debito a breve termine	-34,4	7,0	-18,7	2,9	12,8	16,0	23,0	13,0
Titoli di debito a lungo termine	18,4	67,8	22,2	28,2	70,0	61,3	52,6	44,2
Azioni e altre partecipazioni	85,5	-13,5	116,0	22,1	-26,9	-33,7	-3,6	14,1
Azioni quotate	27,1	-47,7	3,5	-27,0	-31,4	-13,2	2,0	-0,8
Azioni non quotate e altre partecipazioni	-19,2	36,7	56,8	26,7	20,5	8,2	24,3	32,4
Quote di fondi di investimento	77,6	-2,5	55,7	22,4	-16,0	-28,7	-29,9	-17,5
di cui quote di fondi del mercato monetario	14,4	-19,4	-10,1	-8,9	-9,8	-4,8	2,2	9,6
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	231,0	251,2	300,3	300,8	297,9	276,5	255,3	252,6
Finanziamento (-)								
Prestiti	264,2	314,2	391,7	415,7	413,0	392,4	384,3	365,9
di cui da IFM dell'area dell'euro	219,9	288,9	371,7	397,9	386,5	360,4	352,8	334,0
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	265,5	235,1	522,3	433,0	331,2	430,7	337,7	498,2
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	29,0	56,9	129,4	68,9	55,2	48,8	33,5	44,0
Flussi netti restanti (+)	-56,0	-4,2	-95,7	-6,3	-64,7	-37,2	-28,5	-114,2
<b>= Variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup></b>	<b>706,9</b>	<b>758,4</b>	<b>1.064,4</b>	<b>938,3</b>	<b>796,9</b>	<b>924,1</b>	<b>849,2</b>	<b>970,6</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Banconote, monete e depositi	4.579,1	4.827,3	5.078,3	5.181,8	5.204,8	5.343,0	5.364,8	5.463,1
di cui depositi inclusi in M3 <sup>2)</sup>	3.405,1	3.576,6	3.787,0	3.887,9	3.911,3	4.025,1	4.073,0	4.175,5
Titoli di debito a breve termine	24,7	32,7	15,6	33,6	37,0	30,2	45,6	43,5
Titoli di debito a lungo termine	1.304,1	1.356,4	1.338,8	1.373,1	1.383,2	1.391,5	1.419,4	1.363,2
Azioni e altre partecipazioni	3.699,5	3.921,1	4.559,3	4.669,8	4.798,4	4.956,3	5.129,4	5.182,1
Azioni quotate	774,1	832,0	1.000,7	1.041,7	1.128,4	1.192,1	1.252,5	1.295,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	1.437,1	1.592,2	1.918,2	1.998,9	2.042,1	2.119,0	2.213,0	2.194,7
Quote di fondi di investimento	1.488,3	1.496,9	1.640,5	1.629,2	1.627,9	1.645,2	1.663,9	1.691,7
di cui quote di fondi del mercato monetario	263,8	249,0	235,3	215,9	211,1	186,3	195,1	208,5
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	3.541,0	3.849,1	4.278,8	4.426,1	4.517,4	4.604,0	4.668,9	4.722,8
Restanti attività finanziarie	188,7	224,3	174,4	193,3	189,0	195,1	203,1	199,7
Passività (-)								
Prestiti	3.929,4	4.256,5	4.632,8	4.837,4	4.919,5	5.017,1	5.096,7	5.200,4
di cui da IFM dell'area dell'euro	3.561,4	3.860,7	4.257,3	4.456,6	4.534,8	4.617,9	4.696,2	4.781,3
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>9.407,7</b>	<b>9.954,3</b>	<b>10.812,4</b>	<b>11.040,2</b>	<b>11.210,2</b>	<b>11.503,0</b>	<b>11.734,5</b>	<b>11.773,9</b>

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	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	3.831,0	3.983,2	4.102,4		4.180,8	4.226,0	4.282,6	4.338,4
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.309,7	2.379,8	2.442,3		2.490,3	2.515,2	2.540,1	2.598,0
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	59,1	66,2	72,1		73,2	73,4	73,6	74,4
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.462,2	1.537,2	1.587,9		1.617,4	1.637,4	1.668,9	1.723,4
Consumo di capitale fisso (-)	608,8	633,5	663,2		676,3	682,9	689,4	700,6
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	853,4	903,7	924,8		941,0	954,5	979,6	1.022,7
Redditi da capitale attivi (+)	320,1	372,6	426,4		442,7	450,1	461,2	465,5
Interessi attivi	126,6	121,7	131,1		140,9	147,2	152,5	156,7
Altri redditi da capitale	193,5	251,0	295,3		301,8	302,9	308,7	308,8
Interest and rents payable (-)	228,2	226,3	234,7		252,5	264,2	277,3	289,5
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	945,3	1.050,0	1.116,5		1.131,2	1.140,4	1.163,5	1.177,6
Utili distribuiti (-)	692,3	751,0	834,2		865,0	873,6	897,1	904,7
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	116,6	134,6	147,4		159,6	170,0	184,8	189,6
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,4	73,6	74,2		75,5	76,3	76,7	77,3
Prestazioni sociali da erogare (-)	59,8	60,4	62,2		62,2	62,4	61,9	62,0
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	42,7	49,6	48,8		46,7	46,4	45,6	46,7
Variazione della ricchezza netta delle famiglie in fondi pensione (-)	13,0	12,8	11,8		13,3	14,0	14,7	14,6
= <b>Risparmio netto</b>	94,3	115,1	86,3		59,9	50,3	36,1	37,2
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	192,3	210,7	232,4		266,1	282,8	285,7	299,1
Investimenti fissi lordi (+)	801,5	839,7	884,4		918,8	932,4	948,1	973,1
Consumo di capitale fisso (-)	608,8	633,5	663,2		676,3	682,9	689,4	700,6
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	-0,4	4,5	11,1		23,6	33,3	27,0	21,7
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi di cui depositi inclusi in M3 <sup>1)</sup>	106,6	91,0	144,9		154,5	145,7	167,4	194,1
Titoli di debito a breve termine	63,0	73,8	99,3		108,9	116,8	138,5	157,7
Titoli di debito a lungo termine	-27,2	-55,1	-21,9		-0,5	-13,6	3,7	-9,0
Azioni e altre partecipazioni	139,1	66,4	132,5		130,6	136,9	161,1	175,9
Restanti attività nette (+)	175,4	183,0	173,4		221,6	183,3	186,4	198,6
Finanziamento (-)	41,7	80,3	54,2		122,5	147,1	147,3	128,3
Debito								
Prestiti di cui da IFM dell'area dell'euro	297,0	216,4	397,2		556,2	602,4	633,7	650,2
Titoli di debito	219,1	195,6	382,4		530,2	560,4	578,2	593,9
Riserve di fondi pensione	110,3	169,1	269,2		380,2	431,3	452,5	449,8
Azioni e altre partecipazioni	62,9	7,3	2,2		12,6	28,2	41,1	43,8
Azioni quotate	15,1	13,5	12,6		13,4	13,8	14,5	12,5
Azioni non quotate e altre partecipazioni	190,2	188,5	172,0		227,5	164,4	202,0	215,9
Trasferimenti netti di capitale attivi (-)	19,2	11,9	100,5		114,2	37,3	33,4	43,2
= <b>Risparmio netto</b>	171,0	176,6	71,4		113,3	127,1	168,6	172,7
Restanti attività nette (+)	46,4	56,3	60,0		51,3	65,0	79,8	83,6
= <b>Risparmio netto</b>	94,3	115,1	86,3		59,9	50,3	36,1	37,2
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Banconote, monete e depositi di cui depositi inclusi in M3 <sup>1)</sup>	1.164,3	1.237,8	1.393,2		1.452,1	1.491,3	1.563,9	1.630,7
Titoli di debito	984,2	1.042,9	1.147,3		1.167,0	1.199,4	1.277,4	1.284,5
Prestiti	406,9	322,8	290,3		306,6	292,7	287,3	281,6
Azioni e altre partecipazioni	1.341,7	1.394,9	1.521,5		1.596,3	1.627,1	1.694,8	1.744,7
Restanti attività finanziarie nette (+)	4.823,8	5.319,7	6.273,3		6.643,7	6.946,8	7.302,5	7.552,3
Passività	233,4	279,5	261,1		323,2	304,4	299,0	349,0
Debiti								
Prestiti di cui da IFM dell'area dell'euro	6.029,2	6.211,5	6.606,7		6.977,2	7.088,2	7.226,8	7.420,4
Titoli di debito	5.112,5	5.242,5	5.622,6		5.965,0	6.069,7	6.200,9	6.380,1
Riserve di fondi pensione	3.092,6	3.215,1	3.478,1		3.714,3	3.806,7	3.918,3	4.034,0
Azioni e altre partecipazioni	628,2	667,8	670,2		691,5	694,0	697,7	710,4
Azioni quotate	288,5	301,2	313,8		320,7	324,4	328,3	329,8
Azioni non quotate e altre partecipazioni	8.069,9	8.979,1	10.458,1		11.016,1	11.375,5	12.087,8	12.497,1
Restanti attività finanziarie nette (+)	2.732,0	2.987,1	3.681,0		3.945,4	4.082,5	4.457,1	4.664,1
= <b>Risparmio netto</b>	5.337,9	5.992,0	6.777,1		7.070,8	7.293,0	7.630,7	7.833,0

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	3° trim. 2005- 2° trim. 2006	4° trim. 2005- 3° trim. 2006	1° trim. 2006- 4° trim. 2006	2° trim. 2006- 1° trim. 2007	3° trim. 2006- 2° trim. 2007
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario (+)								
Banconote, monete e depositi	29,7	50,0	25,6	36,6	48,9	64,8	81,7	72,6
<i>di cui depositi inclusi in M3<sup>1)</sup></i>	7,0	12,4	7,0	7,8	8,2	12,4	17,9	2,3
Titoli di debito a breve termine	10,8	22,4	20,5	-0,4	-8,8	0,2	12,6	26,5
Titoli di debito a lungo termine	140,8	132,8	129,2	133,6	145,0	143,9	148,7	161,9
Prestiti	11,6	6,6	-2,6	10,2	10,7	4,5	-9,2	-6,9
Azioni e altre partecipazioni	58,9	45,2	137,1	144,9	141,4	124,8	89,3	69,0
Azioni quotate	9,5	13,0	31,6	24,1	14,7	16,9	12,4	5,3
Azioni non quotate e altre partecipazioni	5,1	-1,1	18,2	21,5	25,5	20,3	13,0	15,3
Quote di fondi di investimento	44,3	33,3	87,3	99,2	101,1	87,5	63,8	48,4
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	6,8	3,3	-0,9	-4,3	-5,6	2,3	3,3	-0,5
Restanti attività nette (+)	-3,6	9,9	9,1	8,2	15,0	13,0	26,5	24,6
Finanziamento (-)								
Titoli di debito	5,0	-1,8	0,1	-0,4	-0,4	4,0	4,0	3,6
Prestiti	12,4	4,4	12,5	27,6	37,1	32,6	33,9	43,5
Azioni e altre partecipazioni	11,4	12,9	8,5	6,8	10,8	7,1	9,4	11,1
Riserve tecniche di assicurazione	237,0	261,2	335,3	335,0	334,1	314,0	299,5	297,0
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	210,3	229,5	291,8	296,0	291,4	267,0	249,0	247,6
Riserve premi e riserve sinistri	26,8	31,6	43,5	39,0	42,7	47,0	50,5	49,4
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>-17,7</b>	<b>-9,8</b>	<b>-37,5</b>	<b>-35,9</b>	<b>-29,3</b>	<b>-6,5</b>	<b>2,8</b>	<b>-7,4</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	107,3	110,3	190,4	127,3	125,2	192,1	153,6	245,7
Altre attività nette	-10,1	159,2	43,5	-14,9	0,7	-51,5	-67,6	-82,9
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	98,3	20,7	117,4	83,9	86,2	49,9	36,4	101,2
Riserve tecniche di assicurazione	33,7	84,3	139,4	72,4	61,3	58,0	44,5	39,1
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	34,2	64,6	145,6	75,1	63,9	62,0	47,0	46,6
Riserve premi e riserve sinistri	-0,5	19,8	-6,2	-2,7	-2,6	-4,0	-2,5	-7,5
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-34,8</b>	<b>164,3</b>	<b>-22,9</b>	<b>-43,9</b>	<b>-21,6</b>	<b>32,6</b>	<b>5,1</b>	<b>22,5</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Banconote, monete e depositi	579,0	630,8	659,3	684,3	704,3	724,3	751,6	760,0
<i>di cui depositi inclusi in M3<sup>1)</sup></i>	121,1	132,6	141,6	139,7	143,3	153,4	154,7	143,2
Titoli di debito	69,5	205,9	212,1	213,4	213,4	212,7	227,6	238,7
Debito	1.489,0	1.659,4	1.808,8	1.843,4	1.910,8	1.902,5	1.927,2	1.945,2
Prestiti	363,5	358,9	362,5	372,2	371,8	361,7	350,5	354,9
Azioni e altre partecipazioni	1.528,9	1.684,3	2.011,8	2.111,9	2.213,0	2.328,7	2.376,5	2.426,5
Azioni quotate	526,1	574,9	701,5	717,2	761,2	832,1	852,9	857,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	306,4	336,6	397,1	422,0	435,3	457,5	460,8	477,6
Quote di fondi di investimento	696,4	772,9	913,2	972,7	1.016,5	1.039,1	1.062,8	1.091,1
<i>di cui quote di fondi del mercato monetario</i>	65,8	69,0	83,3	87,0	87,2	87,3	89,5	90,0
Restanti attività nette (+)	106,7	122,5	159,6	167,4	176,4	176,5	180,7	169,1
Passività (-)								
Titoli di debito	23,4	21,9	22,0	22,3	23,0	26,2	26,1	25,5
Prestiti	126,8	120,0	132,0	158,1	169,0	164,9	183,7	193,1
Azioni e altre partecipazioni	429,7	463,3	589,3	578,6	628,5	646,3	662,4	690,9
Riserve tecniche di assicurazione	3.789,4	4.134,9	4.609,6	4.777,8	4.882,9	4.981,5	5.062,6	5.113,9
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.208,5	3.502,6	3.940,0	4.092,8	4.183,6	4.268,9	4.335,9	4.387,1
Riserve premi e riserve sinistri	580,9	632,3	669,6	685,0	699,3	712,6	726,7	726,8
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-232,8</b>	<b>-78,2</b>	<b>-138,7</b>	<b>-144,2</b>	<b>-113,7</b>	<b>-112,5</b>	<b>-120,8</b>	<b>-129,0</b>

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

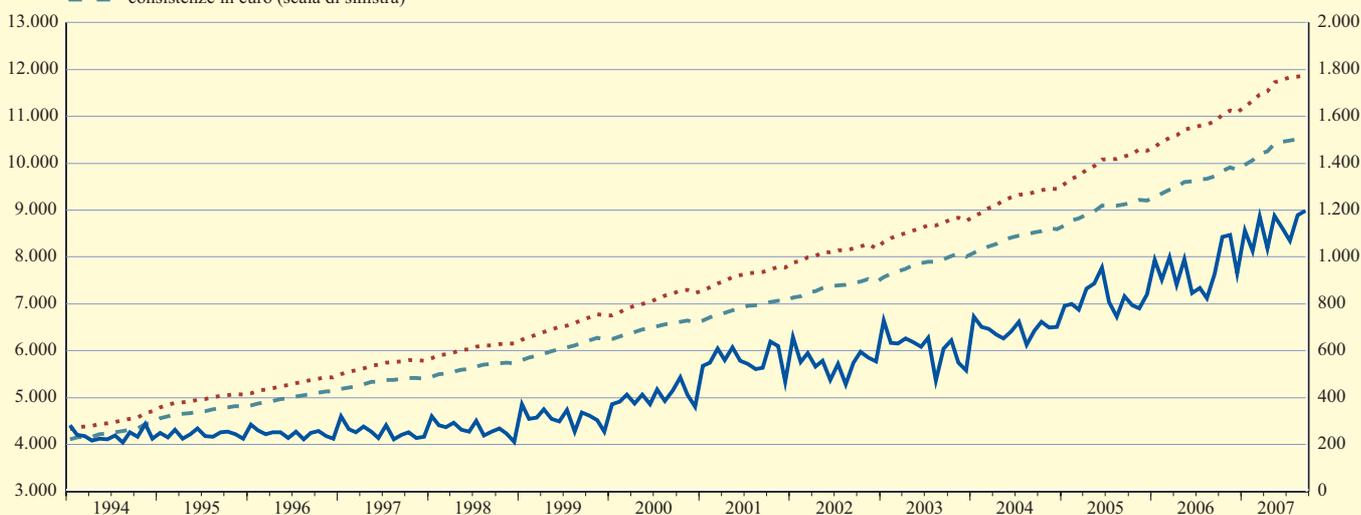
(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute						
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>													
2006 set.	11.522,2	1.004,2	120,2	9.723,4	882,1	50,1	10.896,5	928,0	56,9	7,3	63,0	6,9	
ott.	11.617,7	1.106,3	93,3	9.826,8	1.023,0	101,6	11.031,9	1.086,0	122,2	7,9	112,7	8,0	
nov.	11.756,2	1.134,7	137,7	9.918,2	1.036,6	90,8	11.123,2	1.092,7	107,4	8,2	94,7	8,2	
dic.	11.732,4	977,3	-24,7	9.863,7	885,4	-55,8	11.078,7	930,1	-59,8	7,9	51,6	8,6	
2007 gen.	11.831,0	1.145,7	98,9	9.960,8	1.052,1	97,5	11.205,7	1.111,7	116,0	7,9	74,8	8,9	
feb.	11.940,9	1.044,7	110,0	10.057,3	958,3	96,6	11.321,8	1.024,4	123,5	8,2	94,8	9,3	
mar.	12.172,5	1.258,0	230,4	10.194,1	1.119,0	135,5	11.464,3	1.171,6	141,7	8,5	107,4	10,1	
apr.	12.195,2	1.039,8	22,4	10.249,3	981,4	54,8	11.530,1	1.036,4	72,0	8,5	63,2	9,0	
mag.	12.408,6	1.216,4	214,3	10.410,4	1.113,9	162,0	11.718,8	1.175,4	183,9	9,0	138,0	9,7	
giu.	12.538,9	1.219,7	130,2	10.454,6	1.067,5	44,2	11.776,3	1.123,7	54,7	9,2	48,6	9,6	
lug.	12.546,0	1.074,8	6,0	10.486,7	1.002,6	31,2	11.826,6	1.068,3	52,4	9,2	68,1	9,5	
ago.	12.575,2	1.183,1	29,4	10.513,9	1.130,5	27,4	11.849,2	1.178,9	28,4	9,2	85,5	9,2	
set.	12.669,2	1.240,7	92,3	10.573,5	1.151,4	58,0	11.879,7	1.196,8	46,9	9,1	58,4	8,2	
<b>A lungo termine</b>													
2006 set.	10.473,0	218,6	94,0	8.823,6	156,8	55,2	9.858,2	176,2	63,3	7,5	58,1	7,3	
ott.	10.574,2	224,8	98,8	8.894,0	173,9	68,4	9.951,3	207,0	86,7	8,1	95,1	8,2	
nov.	10.709,3	226,0	134,2	8.988,6	167,2	93,9	10.044,7	193,4	108,6	8,3	93,8	9,0	
dic.	10.730,7	171,6	18,8	9.007,7	133,1	16,1	10.071,4	153,2	13,1	8,2	59,3	9,1	
2007 gen.	10.806,9	231,3	76,2	9.058,0	176,6	50,5	10.140,3	200,4	61,5	8,1	67,7	9,3	
feb.	10.906,1	237,4	99,4	9.140,9	189,6	83,1	10.237,0	223,2	104,6	8,4	82,4	9,5	
mar.	11.043,4	277,6	137,2	9.237,0	212,6	95,9	10.336,0	233,4	101,0	8,6	77,8	9,9	
apr.	11.084,8	181,7	41,1	9.268,3	155,2	31,0	10.373,2	176,9	44,7	8,6	52,9	8,9	
mag.	11.271,3	266,4	188,2	9.403,4	198,7	136,7	10.529,2	225,0	152,0	9,1	108,3	9,1	
giu.	11.371,5	258,6	98,8	9.468,3	190,2	63,5	10.609,8	216,6	77,0	8,9	46,7	8,8	
lug.	11.401,5	197,8	29,5	9.482,9	161,6	14,3	10.636,5	187,6	28,5	8,8	49,7	8,4	
ago.	11.395,4	102,4	-6,6	9.475,7	86,6	-7,7	10.634,4	103,8	-2,6	8,6	50,4	7,7	
set.	11.420,6	155,1	23,8	9.493,4	130,3	16,4	10.623,8	142,8	13,5	8,0	9,0	6,2	

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

(miliardi di euro)

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



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

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

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

(miliardi di euro; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

### 1. Consistenze ed emissioni lordi

	Consistenze						Emissioni lordi					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Totale</b>											
2005	10.269	4.119	933	607	4.327	283	9.874	6.988	325	1.031	1.435	95
2006	11.079	4.563	1.167	636	4.408	305	11.334	8.377	420	1.113	1.339	85
2006 4° trim.	11.079	4.563	1.167	636	4.408	305	3.109	2.364	147	334	241	23
2007 1° trim.	11.464	4.758	1.260	648	4.489	309	3.308	2.446	140	285	415	23
2° trim.	11.776	4.865	1.318	684	4.601	308	3.335	2.359	117	453	389	18
3° trim.	11.880	4.951	1.356	677	4.586	310	3.444	2.601	87	392	345	19
2007 giu.	11.776	4.865	1.318	684	4.601	308	1.124	785	37	164	132	6
lug.	11.827	4.902	1.347	693	4.577	307	1.068	749	46	152	115	6
ago.	11.849	4.930	1.358	683	4.571	308	1.179	920	22	135	97	5
set.	11.880	4.951	1.356	677	4.586	310	1.197	932	20	105	132	8
	<b>A breve termine</b>											
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.007	568	12	94	329	4	9.172	7.372	60	1.023	686	31
2006 4° trim.	1.007	568	12	94	329	4	2.555	2.085	14	305	144	7
2007 1° trim.	1.128	621	12	106	385	4	2.651	2.132	16	271	222	8
2° trim.	1.166	623	11	120	407	5	2.717	2.072	12	413	210	9
3° trim.	1.256	712	12	117	409	7	3.010	2.404	9	378	207	11
2007 giu.	1.166	623	11	120	407	5	907	686	5	145	69	3
lug.	1.190	642	10	128	406	5	881	672	3	142	60	3
ago.	1.215	666	11	119	413	5	1.075	862	3	134	72	3
set.	1.256	712	12	117	409	7	1.054	870	2	102	75	5
	<b>A lungo termine<sup>1)</sup></b>											
2005	9.323	3.637	926	516	3.966	278	2.077	942	280	88	706	61
2006	10.071	3.995	1.155	542	4.079	301	2.162	1.005	360	90	653	54
2006 4° trim.	10.071	3.995	1.155	542	4.079	301	554	279	133	29	97	16
2007 1° trim.	10.336	4.137	1.248	542	4.105	304	657	313	123	13	192	14
2° trim.	10.610	4.242	1.307	563	4.194	304	619	287	105	40	179	8
3° trim.	10.624	4.239	1.344	560	4.177	304	434	197	78	14	138	8
2007 giu.	10.610	4.242	1.307	563	4.194	304	217	99	32	19	64	3
lug.	10.637	4.261	1.337	566	4.171	302	188	77	43	10	55	3
ago.	10.634	4.264	1.347	564	4.158	303	104	57	18	1	25	2
set.	10.624	4.239	1.344	560	4.177	304	143	62	17	3	58	3
	<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>											
2005	6.724	2.020	462	408	3.616	217	1.229	414	92	53	622	48
2006	7.050	2.138	543	413	3.719	237	1.292	478	142	56	576	39
2006 4° trim.	7.050	2.138	543	413	3.719	237	281	117	46	18	90	10
2007 1° trim.	7.163	2.211	568	413	3.728	243	402	172	40	9	169	13
2° trim.	7.306	2.256	583	426	3.798	244	339	132	28	24	147	7
3° trim.	7.304	2.253	590	421	3.793	247	261	100	24	7	123	7
2007 giu.	7.306	2.256	583	426	3.798	244	120	51	5	11	50	2
lug.	7.297	2.267	588	426	3.771	245	109	41	10	5	50	3
ago.	7.299	2.269	595	425	3.764	245	66	32	12	0	21	2
set.	7.304	2.253	590	421	3.793	247	86	27	2	1	52	3
	<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>											
2005	2.266	1.350	458	92	306	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.603	1.507	604	115	314	64	716	405	215	31	51	15
2006 4° trim.	2.603	1.507	604	115	314	64	232	124	86	11	5	6
2007 1° trim.	2.725	1.560	670	115	320	61	213	114	82	4	13	1
2° trim.	2.846	1.603	714	126	343	59	227	111	76	16	23	1
3° trim.	2.869	1.605	741	127	338	57	135	69	50	7	8	1
2007 giu.	2.846	1.603	714	126	343	59	82	38	27	7	9	1
lug.	2.871	1.602	738	128	345	57	64	24	32	5	3	0
ago.	2.866	1.606	740	127	336	57	27	19	5	1	2	1
set.	2.869	1.605	741	127	338	57	44	26	13	1	4	0

Fonte: BCE.

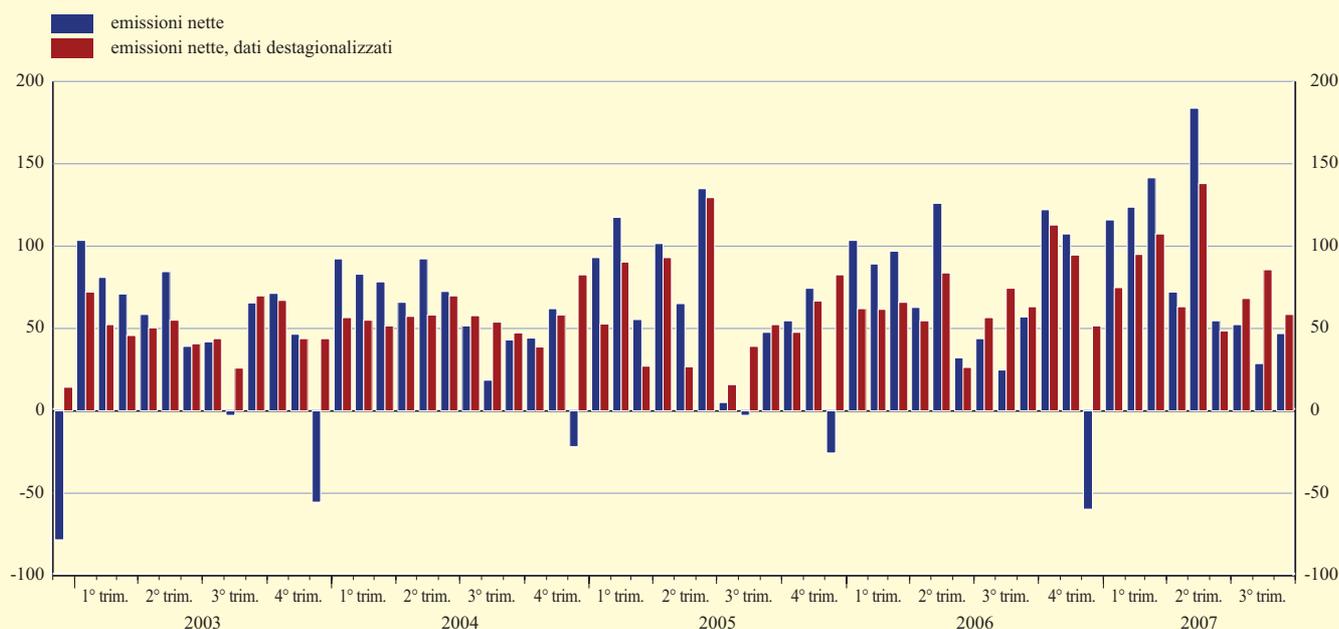
1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2005	720,4	319,8	175,8	20,9	171,5	32,4	723,3	323,7	172,5	20,8	173,8	32,6
2006	805,6	418,6	241,7	32,5	90,5	22,4	807,2	423,9	238,0	32,8	90,1	22,4
2006 4° trim.	169,8	97,8	99,0	7,6	-41,2	6,7	258,9	133,1	70,8	11,9	38,2	5,0
2007 1° trim.	381,2	187,1	94,6	13,0	82,7	3,9	276,9	122,5	111,9	10,6	29,3	2,6
2° trim.	310,6	102,5	59,5	36,3	112,4	-0,1	249,8	110,7	46,1	28,1	65,7	-0,9
3° trim.	127,7	99,6	42,1	-4,9	-11,1	2,1	212,0	125,2	70,2	2,1	8,4	6,1
2007 giu.	54,7	-7,7	21,3	14,3	26,5	0,3	48,6	15,3	4,7	16,1	13,9	-1,4
lug.	52,4	37,1	29,3	10,1	-23,0	-1,1	68,1	33,0	32,5	8,5	-5,8	0,0
ago.	28,4	33,6	10,8	-10,3	-6,3	0,6	85,5	53,1	30,6	-6,5	6,0	2,4
set.	46,9	29,0	2,0	-4,7	18,1	2,6	58,4	39,1	7,1	0,2	8,3	3,7
	A lungo termine											
2005	712,8	296,4	176,2	21,3	186,3	32,7	713,9	298,0	173,0	21,0	189,1	32,8
2006	758,8	348,5	236,3	29,2	121,5	23,3	758,8	350,4	232,8	29,0	123,3	23,3
2006 4° trim.	208,4	96,3	98,3	9,8	-3,2	7,2	248,1	121,2	70,1	7,3	44,0	5,5
2007 1° trim.	267,1	141,1	94,9	1,0	26,7	3,3	227,9	107,2	111,9	7,4	-0,9	2,1
2° trim.	273,7	101,3	60,6	22,3	90,2	-0,6	207,9	97,1	47,1	15,8	49,2	-1,3
3° trim.	39,4	13,2	41,5	-1,5	-14,0	0,3	109,1	26,9	70,0	1,1	7,0	4,1
2007 giu.	77,0	20,4	22,0	13,8	20,5	0,4	46,7	25,5	5,2	10,7	6,7	-1,5
lug.	28,5	18,8	30,2	2,4	-21,8	-1,2	49,7	17,2	33,7	1,2	-2,6	0,2
ago.	-2,6	2,7	9,7	-1,7	-13,8	0,6	50,4	20,4	29,6	0,8	-2,6	2,3
set.	13,5	-8,3	1,6	-2,3	21,6	0,8	9,0	-10,6	6,6	-0,9	12,3	1,6

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



Fonte: BCE.

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

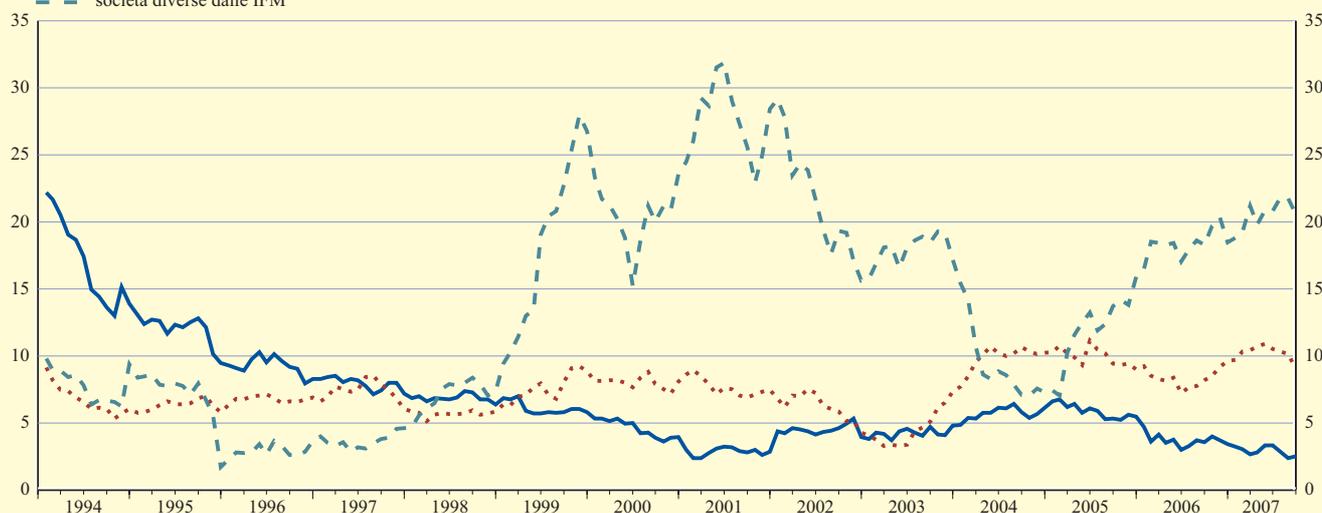
(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2006 set.	7,3	9,0	26,4	3,9	2,2	10,4	6,9	9,1	23,4	4,2	1,7	8,1
ott.	7,9	9,6	29,1	3,5	2,6	9,5	8,0	10,2	27,8	4,1	2,3	8,5
nov.	8,2	10,0	29,6	4,7	2,5	8,8	8,2	9,4	29,1	3,6	3,2	7,0
dic.	7,9	10,2	26,0	5,4	2,1	7,9	8,6	10,9	26,8	4,1	3,2	5,6
2007 gen.	7,9	10,5	26,6	4,5	1,9	7,4	8,9	11,9	27,9	4,9	2,7	4,4
feb.	8,2	10,7	27,3	4,7	2,1	5,8	9,3	12,2	30,6	7,5	2,3	2,1
mar.	8,5	10,4	30,0	5,7	2,4	6,7	10,1	11,8	36,7	7,3	3,1	5,1
apr.	8,5	10,6	27,9	6,0	2,6	7,3	9,0	10,9	28,1	7,7	2,9	6,1
mag.	9,0	10,4	29,7	6,0	3,5	5,1	9,7	11,5	30,1	8,1	3,8	3,3
giu.	9,2	10,6	28,2	8,2	3,8	3,4	9,6	10,4	29,4	12,4	4,3	1,1
lug.	9,2	10,8	28,9	10,1	3,3	2,6	9,5	9,7	30,1	15,5	3,9	0,7
ago.	9,2	11,0	28,9	9,7	3,1	2,6	9,2	9,9	27,5	12,0	3,9	3,0
set.	9,1	10,9	27,6	8,3	3,2	4,2	8,2	10,2	19,4	9,5	3,3	3,4
	A lungo termine											
2006 set.	7,5	8,2	26,1	5,3	3,1	10,9	7,3	8,7	22,6	4,9	2,6	8,5
ott.	8,1	8,5	28,8	4,7	3,6	10,0	8,2	9,5	27,3	3,7	3,2	9,0
nov.	8,3	9,2	29,3	5,1	3,3	9,4	9,0	10,6	28,8	2,5	3,9	7,6
dic.	8,2	9,6	25,6	5,7	3,1	8,4	9,1	10,6	26,7	3,8	4,3	6,2
2007 gen.	8,1	9,7	26,3	5,4	2,9	7,6	9,3	11,4	27,8	6,0	3,6	4,8
feb.	8,4	10,3	27,1	4,8	2,9	6,0	9,5	12,4	30,8	6,2	2,6	2,6
mar.	8,6	10,4	29,7	5,3	2,4	6,9	9,9	12,1	37,0	5,6	2,1	5,2
apr.	8,6	10,7	27,8	4,8	2,5	7,4	8,9	11,9	28,5	5,8	1,7	5,8
mag.	9,1	10,9	29,7	4,2	3,2	5,1	9,1	11,2	30,4	6,0	2,5	2,8
giu.	8,9	10,5	28,4	6,3	3,3	3,4	8,8	10,4	29,9	8,8	2,4	0,6
lug.	8,8	10,3	29,3	7,2	2,9	2,7	8,4	9,3	30,9	8,3	2,1	0,6
ago.	8,6	10,2	29,2	7,0	2,4	2,6	7,7	8,0	27,9	7,9	2,1	2,7
set.	8,0	9,0	27,9	5,9	2,4	3,5	6,2	6,1	19,7	6,3	2,8	1,9

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- amministrazioni pubbliche
- ... IFM (incluso l'Eurosistema)
- - società diverse dalle IFM



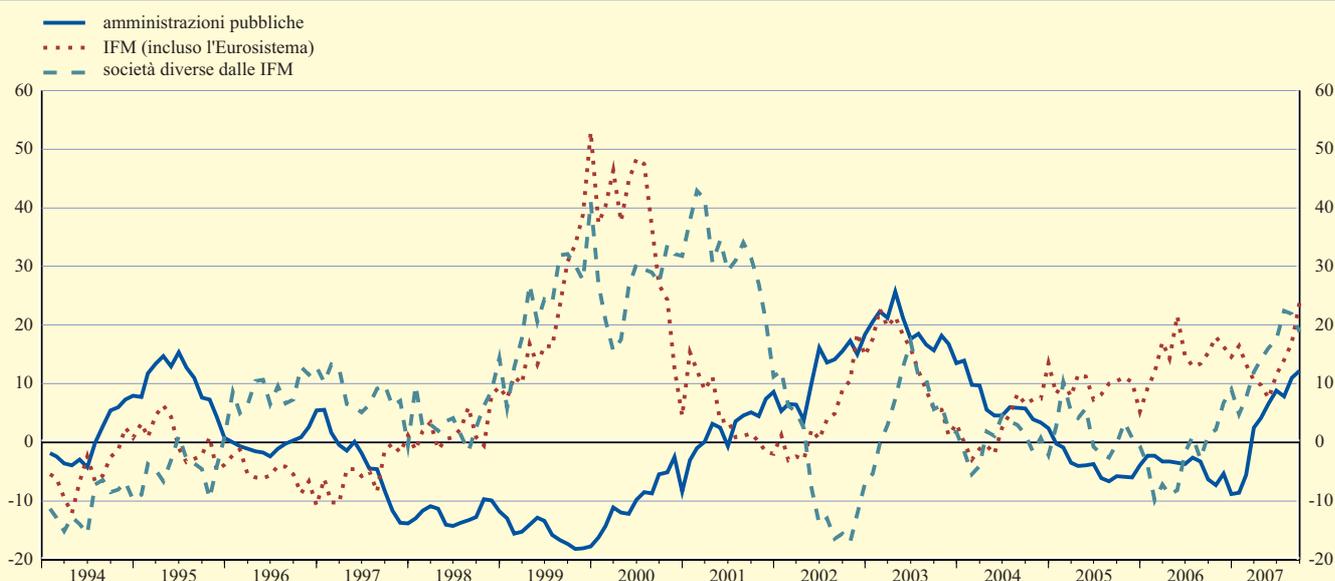
Fonte: BCE.

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

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile						
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	18	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	5,5	0,4	5,5	15,0	19,5	18,6	35,6	22,3	9,9	4,8	4,8
2006	4,5	4,7	13,8	0,9	3,1	13,4	16,4	11,8	41,1	28,0	5,2	4,5	4,5
2006 4° trim.	5,1	5,5	19,9	1,1	3,1	11,1	15,5	11,0	36,2	27,3	5,5	4,8	4,8
2007 1° trim.	5,3	6,4	20,5	2,7	2,9	7,9	15,2	12,1	33,2	21,8	1,5	4,1	4,1
2° trim.	5,5	7,6	19,8	2,7	2,6	7,7	16,5	12,1	37,5	18,9	5,7	-0,7	-0,7
3° trim.	5,4	8,0	17,5	4,6	2,3	5,1	16,2	11,1	39,3	19,5	4,7	-5,4	-5,4
2007 apr.	5,4	7,7	19,8	2,5	2,2	9,0	16,2	12,3	35,5	19,7	5,7	1,8	1,8
mag.	5,7	7,4	20,9	2,1	3,0	7,4	16,5	12,1	38,0	16,9	6,0	-3,3	-3,3
giu.	5,7	8,2	17,0	3,9	3,0	5,3	16,9	11,8	39,2	19,6	7,0	-3,6	-3,6
lug.	5,4	8,4	17,5	4,9	2,2	5,0	16,6	11,0	40,2	20,2	6,5	-6,1	-6,1
ago.	5,3	8,2	18,2	5,1	1,9	4,9	16,0	11,1	39,2	19,1	3,3	-5,7	-5,7
set.	5,0	6,8	16,6	3,9	2,5	5,8	15,3	10,6	38,1	18,6	1,5	-5,1	-5,1
	Euro												
2005	4,3	0,9	8,9	-0,1	5,4	15,3	18,9	17,3	35,0	22,1	10,3	5,4	5,4
2006	3,8	3,1	11,2	0,1	3,2	13,6	15,2	10,1	37,6	30,9	5,4	3,6	3,6
2006 4° trim.	4,3	4,1	15,0	-0,3	3,3	11,1	14,5	9,5	33,4	30,2	5,6	3,8	3,8
2007 1° trim.	4,7	5,4	16,0	1,1	3,2	7,9	14,0	10,9	29,7	23,2	1,5	3,6	3,6
2° trim.	4,8	6,8	16,2	0,8	2,9	7,6	15,8	11,2	35,0	19,6	5,8	-1,3	-1,3
3° trim.	4,7	7,1	14,5	3,3	2,5	5,3	15,7	10,3	37,6	18,6	4,8	-6,3	-6,3
2007 apr.	4,7	7,0	16,3	0,6	2,5	8,9	15,5	11,4	32,9	20,9	5,8	1,4	1,4
mag.	5,1	6,6	17,2	0,2	3,3	7,2	15,8	11,1	35,7	17,5	6,1	-3,9	-3,9
giu.	5,0	7,2	14,0	2,3	3,2	5,3	16,4	10,9	37,5	19,4	7,1	-4,3	-4,3
lug.	4,7	7,4	14,7	3,7	2,4	5,1	15,9	9,9	38,4	19,4	6,6	-7,0	-7,0
ago.	4,6	7,4	15,1	3,8	2,1	5,1	15,5	10,5	37,4	18,0	3,4	-6,7	-6,7
set.	4,5	5,9	13,5	2,4	2,9	6,1	14,8	9,9	36,4	17,6	1,7	-6,1	-6,1

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



Fonte: BCE.

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

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

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

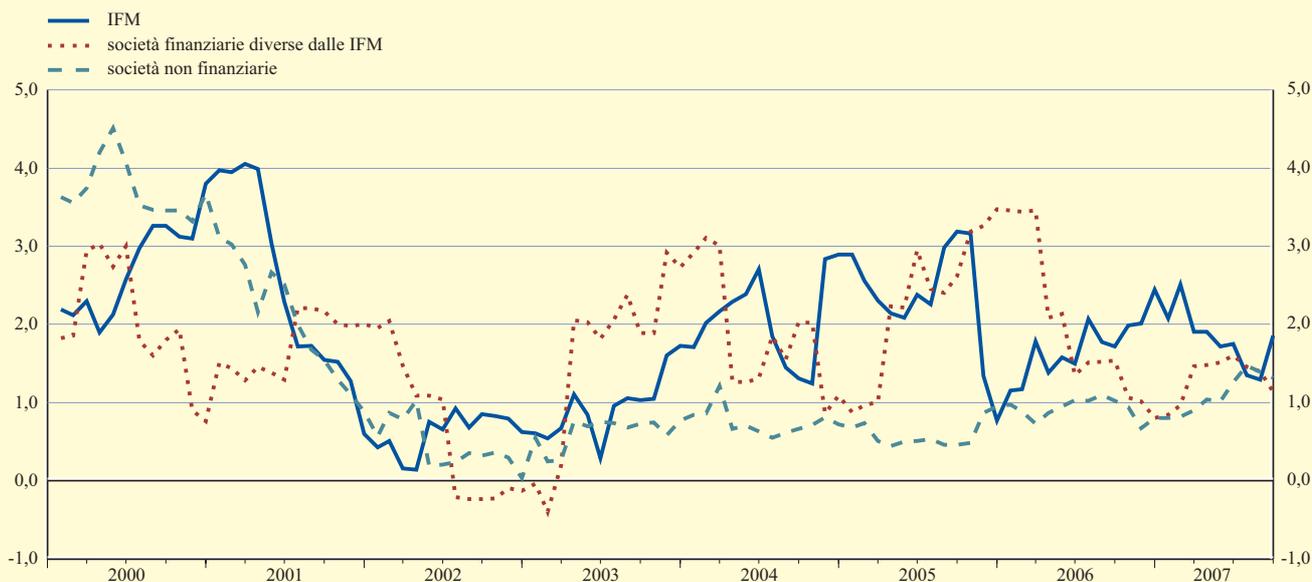
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 set.	4.834,1	103,0	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.585,2	0,5
ott.	4.666,6	103,1	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
nov.	4.889,2	103,4	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
dic.	5.063,5	103,5	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 gen.	5.296,6	103,6	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.875,0	1,0
feb.	5.436,6	103,6	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.935,1	0,9
mar.	5.637,3	103,7	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.094,9	0,7
apr.	5.662,8	103,8	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.140,1	0,9
mag.	5.373,0	103,9	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.941,8	0,9
giu.	5.384,8	104,0	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.949,1	1,0
lug.	5.381,0	104,1	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.918,2	1,0
ago.	5.545,2	104,2	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.990,8	1,1
set.	5.684,5	104,2	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.090,7	1,0
ott.	5.866,0	104,3	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.235,9	0,9
nov.	5.922,6	104,4	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,5	0,7
dic.	6.139,4	104,6	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.459,9	0,8
2007 gen.	6.310,4	104,6	1,0	1.111,3	2,1	641,7	0,8	4.557,4	0,8
feb.	6.223,4	104,8	1,1	1.081,2	2,5	633,4	1,0	4.508,8	0,8
mar.	6.423,5	104,8	1,1	1.099,9	1,9	644,6	1,5	4.678,9	0,9
apr.	6.671,7	105,0	1,2	1.156,5	1,9	670,5	1,5	4.844,7	1,0
mag.	6.944,3	105,1	1,2	1.161,3	1,7	684,0	1,5	5.099,0	1,0
giu.	6.862,1	105,4	1,4	1.115,5	1,8	671,8	1,6	5.074,8	1,3
lug.	6.639,8	105,7	1,5	1.081,1	1,4	607,5	1,5	4.951,1	1,5
ago.	6.521,5	105,6	1,4	1.041,6	1,3	582,6	1,4	4.897,3	1,4
set.	6.651,9	105,7	1,4	1.030,5	1,9	595,9	1,1	5.025,5	1,3

#### FI9 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

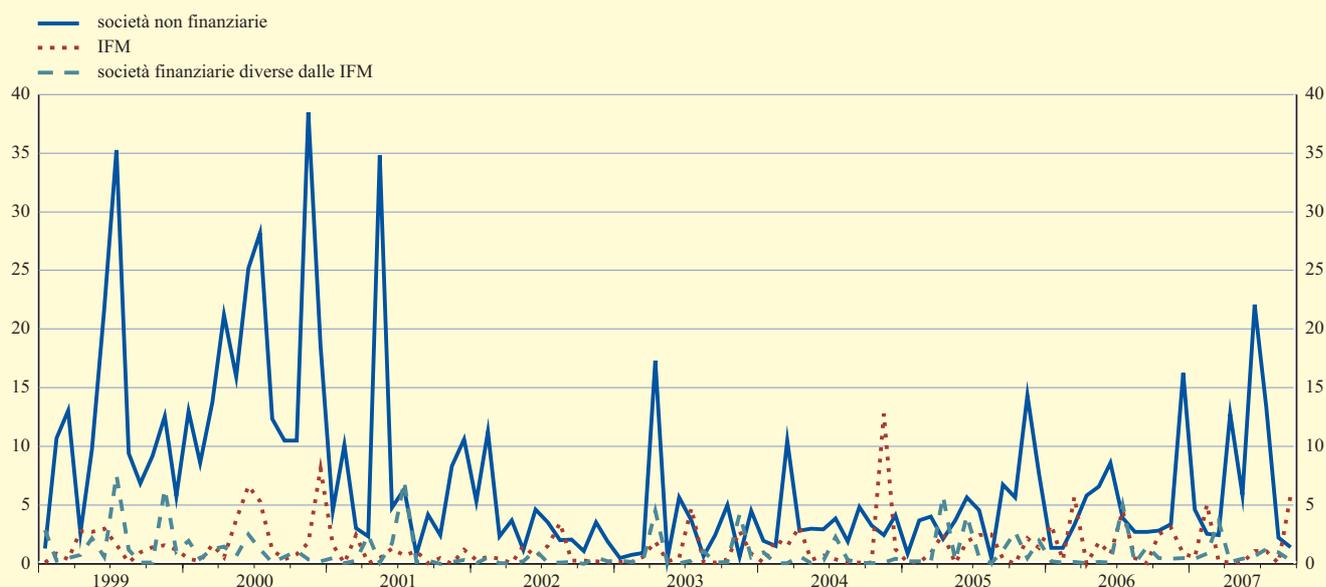
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005 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	0,4	0,0	0,4	5,8	1,8	4,0
giu.	23,7	1,6	22,2	1,0	0,0	1,0	0,6	0,0	0,6	22,1	1,6	20,5
lug.	15,7	1,8	13,8	1,1	0,0	1,1	1,2	0,3	0,9	13,3	1,5	11,8
ago.	3,2	6,6	-3,4	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	2,2	5,1	-2,8
set.	7,5	2,5	5,1	5,9	0,0	5,9	0,2	0,3	-0,1	1,4	2,1	-0,7

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

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



Fonte: BCE.

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

## 4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie						Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2)3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita					
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2006 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	3,46	3,66	3,23		
dic.	0,92	3,27	3,31	2,79	2,38	2,87	1,51	3,47	4,95	3,87	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	3,83	3,72	3,64		
apr.	1,04	3,59	3,68	2,78	2,42	3,20	1,75	3,74	4,01	3,87	3,70		
mag.	1,06	3,62	3,51	2,72	2,43	3,25	1,78	3,74	3,80	3,72	3,73		
giu.	1,08	3,78	3,79	2,64	2,42	3,32	1,77	3,94	4,09	4,16	3,90		
lug.	1,10	3,86	3,90	2,97	2,45	3,40	1,81	4,01	4,16	4,51	3,95		
ago.	1,14	3,93	3,93	3,01	2,53	3,46	1,89	4,08	4,33	4,20	3,93		
set.	1,15	4,06	3,98	2,93	2,58	3,50	1,91	4,14	4,35	4,42	3,97		

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 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	4,61	4,90	5,27	5,38	5,14
mar.	10,22	7,51	6,68	8,34	8,14	4,79	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
apr.	10,29	7,77	6,69	8,24	8,15	4,85	4,73	4,75	4,67	5,00	5,29	5,57	5,21
mag.	10,32	8,10	6,73	8,30	8,27	4,88	4,80	4,81	4,74	5,02	5,38	5,65	5,32
giu.	10,38	8,07	6,66	8,25	8,25	5,00	4,93	4,90	4,82	5,15	5,49	5,77	5,37
lug.	10,49	8,06	6,76	8,30	8,35	5,06	4,93	5,02	4,91	5,26	5,54	5,80	5,41
ago.	10,55	8,43	6,85	8,31	8,48	5,15	4,98	5,08	4,90	5,24	5,36	5,93	5,47
set.	10,56	8,47	6,82	8,37	8,53	5,22	4,99	5,08	4,98	5,36	5,46	5,87	5,44

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6
2006 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	4,51	4,69	4,71
mar.	6,04	5,30	5,45	4,88	4,66	4,81	4,87
apr.	6,12	5,37	5,47	4,88	4,70	4,99	4,90
mag.	6,12	5,43	5,57	4,95	4,72	5,10	5,12
giu.	6,17	5,53	5,70	5,03	4,89	5,28	5,17
lug.	6,30	5,58	5,77	5,09	4,90	4,95	5,17
ago.	6,35	5,77	5,86	5,17	5,01	5,46	5,29
set.	6,49	5,93	5,88	5,17	5,20	5,58	5,40

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 3) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

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

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

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

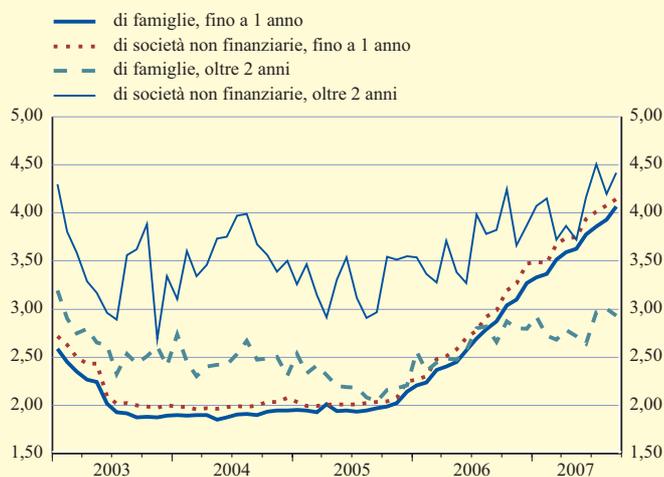
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni	
2006 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
ago.	1,14	3,58	3,03	2,53	3,46	1,89	4,03	4,07	3,89
set.	1,15	3,68	3,05	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93

#### 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 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	5,44	4,90	4,84
apr.	5,14	4,48	4,80	8,67	6,96	5,97	5,50	4,94	4,87
mag.	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,98	4,90
giu.	5,20	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96
lug.	5,28	4,57	4,89	8,80	6,95	6,06	5,70	5,15	5,00
ago.	5,35	4,58	4,90	8,85	6,97	6,08	5,76	5,24	5,05
set.	5,36	4,64	4,94	9,02	7,00	6,13	5,91	5,33	5,13

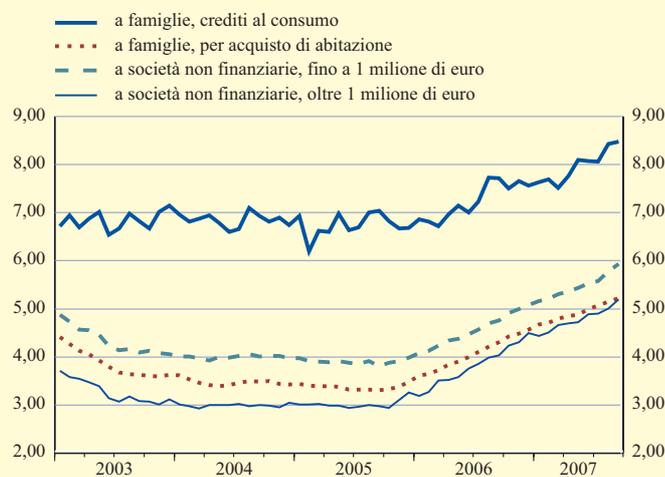
#### F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



#### F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

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



Fonte: BCE.

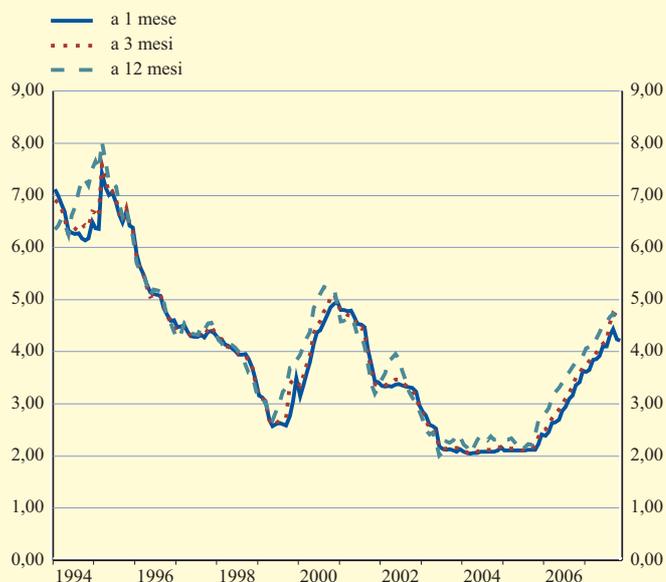
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
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 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
ott.	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	5,15	0,97
nov.	4,02	4,22	4,64	4,63	4,61	4,96	0,91

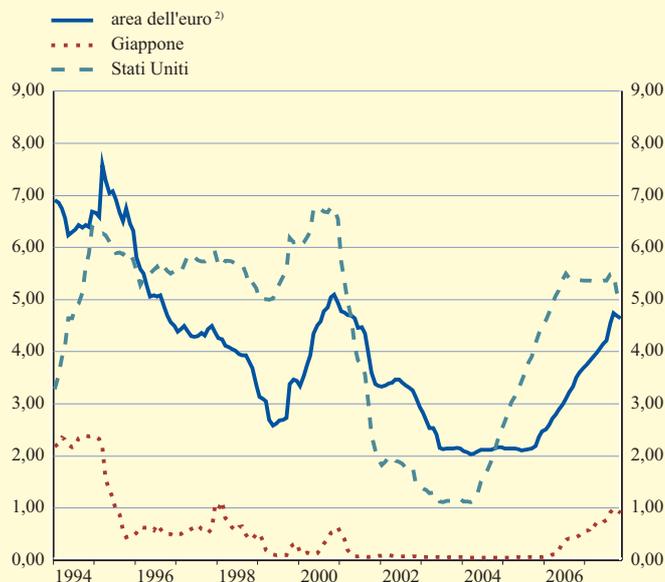
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

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



#### F24 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

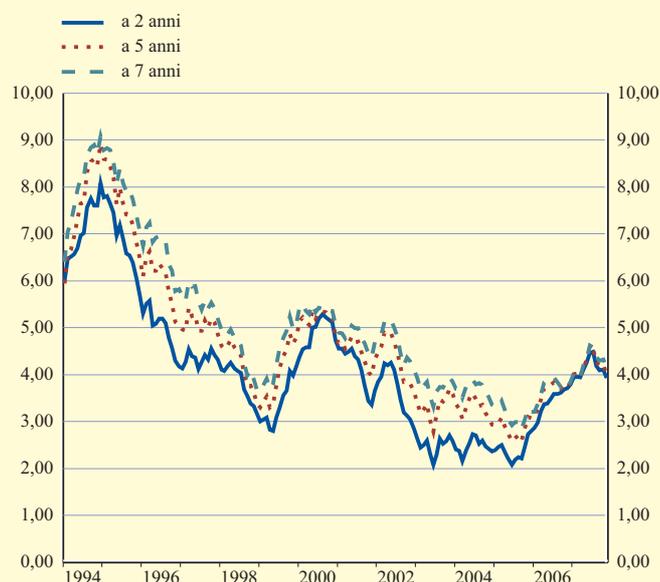
### 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro <sup>1) 2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2006	3,44	3,51	3,64	3,72	3,86	4,79	1,74
2006 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 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
ott.	4,11	4,16	4,21	4,32	4,40	4,52	1,66
nov.	3,93	3,96	3,99	4,15	4,26	4,16	1,51

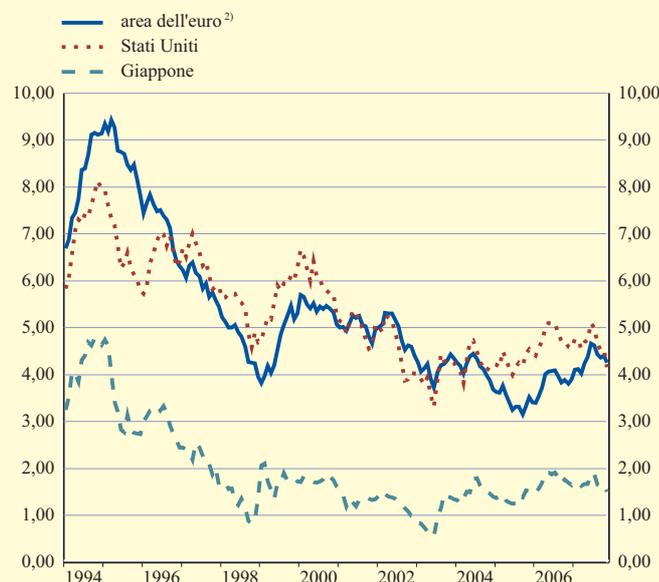
### F25 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro<sup>2)</sup>

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



### F26 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



Fonte: BCE.

- 1) I rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali. Fino al dicembre 1998 questi sono ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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
ott.	427,1	4.430,8	587,6	234,9	394,6	463,8	399,4	492,9	419,5	602,4	527,9	507,6	1.539,7	16.910,4
nov.	411,1	4.311,1	548,7	225,3	380,2	450,3	368,7	476,6	400,6	623,8	554,7	500,9	1.460,3	15.506,1

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

# PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici											
in perc. del totale <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,2	13,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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 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	
3° trim.	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,5	1,0	0,9	0,2	0,7	0,6	1,8	2,1	
2007 giu.	104,5	1,9	1,9	1,5	2,6	0,2	0,2	0,3	0,1	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	0,1	-0,9	0,1	1,7	2,1	
set.	104,7	2,1	2,0	1,9	2,5	0,2	0,7	0,2	0,1	0,6	0,1	2,1	2,1	
ott.	105,2	2,6	2,1	2,6	2,5	0,4	1,2	0,9	0,2	0,6	0,2	2,6	2,2	
nov. <sup>4)</sup>		3,0												

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
in perc. del totale <sup>3)</sup>	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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 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
3° trim.	2,5	2,5	2,4	0,9	1,0	0,7	2,7	2,0	2,4	-1,5	3,0	3,4
2007 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
set.	2,7	3,1	2,1	1,5	1,0	3,0	2,7	2,0	2,4	-1,6	2,9	3,2
ott.	3,5	3,8	3,1	2,1	1,1	5,5	2,7	2,0	2,5	-2,1	2,9	3,2

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 <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Prezzi internazionali delle materie prime <sup>3)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>4)</sup> (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici						
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
						Totale	Durevoli	Non durevoli		Totale al netto dell'energia					
in perc. del totale <sup>5)</sup>	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	0,2	1,1	0,6	1,2	3,7	2,4	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	4,1	7,4	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,4	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	4,1	6,5	19,7	24,8	52,9
2006 3° trim.	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,6	1,9	1,8	1,9	11,7	4,6	-	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	4,6	6,0 <sup>6)</sup>	3,9	23,0	47,3
2007 1° trim.	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,3	4,4	-	-5,5	15,7	44,8
2° trim.	118,5	2,4	2,6	3,2	5,5	2,0	1,7	1,8	1,6	-0,4	4,5	-	-3,1	13,8	51,0
3° trim.	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,8	-	-	2,0	6,7	54,2
2007 giu.	118,8	2,3	2,6	3,1	5,1	1,9	1,7	1,8	1,6	-0,5	-	-	0,3	14,2	52,6
lug.	119,1	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.	119,2	1,8	2,3	3,0	4,3	1,7	2,4	1,8	2,5	-2,0	-	-	-3,4	5,4	52,4
set.	119,6	2,7	3,4	3,1	4,1	1,6	2,9	1,9	3,0	1,6	-	-	12,1	6,9	55,2
ott.	120,4	3,3	3,9	3,1	4,0	1,5	3,3	1,8	3,5	4,0	-	-	19,5	3,5	57,7
nov.											-	-	26,9	-0,1	62,8

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

	Totale (indice dest.) 2000 = 100	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>8)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale <sup>5)</sup>	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	2,1
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 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
3° trim.								2,2

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

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

**5.1 IAPC, altri prezzi e costi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	8
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>									
2003	106,7	1,9	6,2	0,4	3,4	2,1	1,8	3,1	
2004	108,0	1,3	-7,9	-0,2	3,7	0,6	2,6	2,3	
2005	109,1	1,0	6,8	-0,6	3,5	0,7	1,6	1,9	
2006	110,0	0,8	1,7	-1,0	1,5	0,1	2,0	2,5	
2006 2° trim.	110,2	1,2	1,4	-0,8	0,5	0,7	1,5	3,6	
3° trim.	110,0	1,1	3,3	-0,8	1,6	-0,2	2,5	2,8	
4° trim.	110,0	0,1	-0,2	-1,6	2,4	-0,5	2,2	0,9	
2007 1° trim.	110,7	0,8	0,2	-1,4	1,8	-0,6	3,4	1,8	
2° trim.	111,4	1,1	0,6	0,0	6,3	-0,1	3,1	0,6	
<b>Redditi per occupato</b>									
2003	107,7	2,3	2,5	2,2	2,9	2,0	2,5	2,5	
2004	110,1	2,2	2,5	2,7	2,9	1,5	2,0	2,3	
2005	112,0	1,8	1,7	1,5	2,4	1,7	2,0	1,9	
2006	114,5	2,2	1,3	3,2	3,4	1,6	1,5	2,1	
2006 2° trim.	114,5	2,4	0,2	3,1	3,2	1,8	1,2	3,0	
3° trim.	114,6	2,4	2,5	3,4	3,4	1,2	1,6	2,5	
4° trim.	115,1	1,8	2,4	3,0	3,6	1,8	1,7	0,6	
2007 1° trim.	116,1	2,1	2,9	2,3	3,4	1,4	2,8	1,9	
2° trim.	116,5	1,8	3,4	3,2	3,3	1,4	2,0	0,6	
<b>Produttività del lavoro<sup>2)</sup></b>									
2003	101,0	0,4	-3,4	1,8	-0,5	-0,1	0,7	-0,6	
2004	101,9	0,9	11,2	2,9	-0,8	0,9	-0,7	0,0	
2005	102,6	0,7	-4,8	2,2	-1,0	1,0	0,3	0,1	
2006	104,0	1,4	-0,4	4,3	1,9	1,5	-0,5	-0,4	
2006 2° trim.	103,8	1,3	-1,2	4,0	2,7	1,0	-0,3	-0,5	
3° trim.	104,2	1,2	-0,7	4,3	1,8	1,4	-0,8	-0,2	
4° trim.	104,7	1,7	2,6	4,7	1,2	2,2	-0,5	-0,4	
2007 1° trim.	104,9	1,4	2,7	3,7	1,7	1,9	-0,6	0,1	
2° trim.	104,6	0,8	2,8	3,3	-2,8	1,5	-1,1	0,1	

**5. Deflatori del PIL**

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	107,4	2,2	2,0	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,7
2004	109,5	2,0	2,2	2,1	2,3	2,5	1,1	1,6
2005	111,6	1,9	2,3	2,1	2,6	2,4	2,6	3,8
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	2,1	2,7	2,7	4,0
2006 3° trim.	114,0	2,0	2,4	2,1	2,2	2,8	2,7	3,6
4° trim.	114,5	1,7	1,7	1,8	0,6	2,7	2,0	2,0
2007 1° trim.	115,3	2,2	1,8	1,7	1,5	3,2	1,7	0,8
2° trim.	116,1	2,3	1,9	1,7	0,7	3,2	1,9	0,9
3° trim.	116,6	2,2	1,9	1,8	1,3	2,8	1,6	0,8

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

1) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.

2) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

3) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

## 5.2 Produzione e domanda

### 1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2003	7.489,9	7.333,2	4.295,5	1.531,4	1.505,6	0,7	156,8	2.640,2	2.483,4
2004	7.774,6	7.614,2	4.449,6	1.587,1	1.572,8	4,7	160,3	2.844,4	2.684,0
2005	8.051,9	7.933,1	4.612,9	1.651,0	1.656,7	12,4	118,8	3.057,7	2.938,9
2006	8.440,7	8.338,6	4.801,5	1.719,2	1.790,4	27,5	102,0	3.391,1	3.289,1
2006 3° trim.	2.122,9	2.102,8	1.206,9	431,3	452,3	12,3	20,1	852,0	831,9
4° trim.	2.149,4	2.110,6	1.215,3	432,9	462,4	0,0	38,8	879,1	840,3
2007 1° trim.	2.180,6	2.147,1	1.220,3	439,7	475,7	11,4	33,5	890,5	857,0
2° trim.	2.202,3	2.160,0	1.235,1	441,4	479,0	4,3	42,3	905,1	862,8
3° trim.	2.227,6	2.187,4	1.247,3	446,1	485,3	8,8	40,2	929,4	889,1
<i>in percentuale del PIL</i>									
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,3	1,2	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati <sup>3)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2006 3° trim.	0,6	0,8	0,5	0,5	0,9	-	-	1,0	1,7
4° trim.	0,8	0,3	0,5	0,4	1,6	-	-	3,0	1,7
2007 1° trim.	0,8	1,0	0,0	0,9	1,8	-	-	0,9	1,4
2° trim.	0,3	0,0	0,6	0,2	0,0	-	-	0,8	0,1
3° trim.	0,7	0,8	0,5	0,6	0,9	-	-	2,5	2,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,3	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,8	1,6	1,3	2,2	-	-	7,0	6,7
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,7	-	-	4,5	5,2
2006	2,8	2,6	1,8	1,9	4,9	-	-	7,8	7,6
2006 3° trim.	2,9	3,0	1,7	1,9	5,0	-	-	6,6	7,2
4° trim.	3,3	2,5	2,1	2,1	5,8	-	-	8,9	6,9
2007 1° trim.	3,2	2,9	1,4	2,0	7,1	-	-	6,6	6,1
2° trim.	2,5	2,1	1,5	2,0	4,3	-	-	5,9	4,9
3° trim.	2,7	2,1	1,6	2,0	4,4	-	-	7,4	6,0
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2006 3° trim.	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	0,3	-0,2	-	-
4° trim.	0,8	0,3	0,3	0,1	0,3	-0,4	0,6	-	-
2007 1° trim.	0,8	0,9	0,0	0,2	0,4	0,4	-0,2	-	-
2° trim.	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	-0,4	0,3	-	-
3° trim.	0,7	0,8	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,3	0,1	-0,6	-	-
2004	2,0	1,8	0,9	0,3	0,4	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,9	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,0	0,1	0,2	-	-
2006 3° trim.	2,9	3,0	1,0	0,4	1,0	0,6	-0,1	-	-
4° trim.	3,3	2,5	1,2	0,4	1,2	-0,4	0,8	-	-
2007 1° trim.	3,2	2,9	0,8	0,4	1,5	0,2	0,3	-	-
2° trim.	2,5	2,1	0,9	0,4	0,9	-0,1	0,4	-	-
3° trim.	2,7	2,0	0,9	0,4	0,9	-0,2	0,6	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nelle tavole 7.1.2 e 7.3.1.
- 2) Includo le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

**5.2 Produzione e domanda**
**2. Valore aggiunto per branca di attività economica**

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2003	6.728,9	150,9	1.394,6	390,8	1.427,6	1.831,6	1.533,5	761,1
2004	6.978,7	153,8	1.430,3	412,6	1.479,1	1.908,7	1.594,3	795,8
2005	7.213,2	142,2	1.458,0	438,7	1.518,4	1.999,6	1.656,4	838,6
2006	7.537,5	138,1	1.521,9	481,2	1.572,0	2.105,6	1.718,8	903,2
2006 3° trim.	1.898,5	34,9	383,1	122,2	396,5	530,0	431,9	224,4
4° trim.	1.916,6	35,3	387,3	124,8	400,1	535,7	433,3	232,9
2007 1° trim.	1.942,5	35,6	395,0	128,8	403,1	541,7	438,3	238,0
2° trim.	1.963,7	35,9	399,9	129,5	407,0	549,9	441,5	238,6
3° trim.	1.991,4	37,9	405,7	131,3	411,6	559,0	445,8	236,2
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2006	100,0	1,8	20,2	6,4	20,9	27,9	22,8	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati<sup>1)</sup>)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2006 3° trim.	0,6	-0,4	0,8	0,9	0,8	0,5	0,2	0,5
4° trim.	0,7	0,5	0,9	1,2	0,7	0,7	0,3	2,0
2007 1° trim.	0,9	1,4	1,2	2,1	0,7	0,8	0,6	-0,2
2° trim.	0,4	-1,1	0,5	-1,3	0,7	0,7	0,2	-0,6
3° trim.	0,7	-0,7	1,3	0,0	0,9	0,7	0,3	0,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2003	0,7	-6,0	0,4	0,1	0,6	1,5	0,9	1,6
2004	2,1	10,5	2,4	0,8	2,4	1,7	1,4	1,6
2005	1,5	-5,9	0,6	1,4	1,6	2,7	1,4	1,6
2006	2,7	-1,7	3,8	4,4	2,8	3,0	1,2	3,4
2006 3° trim.	2,9	-2,4	4,2	4,8	3,2	3,1	1,2	2,5
4° trim.	3,2	0,2	4,6	5,2	3,7	3,3	1,2	3,8
2007 1° trim.	3,2	1,7	4,0	7,4	3,4	3,3	1,4	2,7
2° trim.	2,6	0,5	3,6	3,0	2,9	2,8	1,3	1,6
3° trim.	2,7	0,1	4,0	2,1	3,0	3,0	1,4	1,8
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2006 3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	-
4° trim.	0,7	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2007 1° trim.	0,9	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2° trim.	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	-
3° trim.	0,7	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,2	0,5	0,0	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,5	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	-
2006	2,7	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
2006 3° trim.	2,9	0,0	0,8	0,3	0,7	0,9	0,3	-
4° trim.	3,2	0,0	0,9	0,3	0,8	0,9	0,3	-
2007 1° trim.	3,2	0,0	0,8	0,5	0,7	0,9	0,3	-
2° trim.	2,6	0,0	0,7	0,2	0,6	0,8	0,3	-
3° trim.	2,7	0,0	0,8	0,1	0,6	0,9	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero delle giornate lavorative.

## 5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 3. Produzione industriale

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni
	in perc. del totale <sup>1)</sup>	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici							Beni energetici	
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
2004	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	1,4	-0,2
2006	3,8	108,0	4,0	4,3	4,4	4,9	5,9	2,4	4,2	2,1	0,9	4,1
2006 4° trim.	4,2	109,4	4,0	4,9	4,9	5,4	6,7	3,2	5,5	2,8	-3,2	7,0
2007 1° trim.	4,7	110,5	3,9	5,9	6,0	6,6	7,0	4,0	4,2	4,0	-7,6	10,9
2° trim.	3,0	111,0	2,7	3,2	3,2	3,1	4,6	2,1	1,3	2,3	-0,5	2,6
3° trim.	3,7	112,6	3,9	4,1	4,1	3,2	6,5	3,1	2,0	3,3	1,4	1,6
2007 apr.	3,0	110,2	2,9	3,9	4,1	3,9	5,2	2,7	1,5	2,9	-3,2	3,7
mag.	2,6	111,3	2,7	2,9	2,9	2,6	3,9	2,1	0,4	2,4	2,0	2,8
giu.	3,3	111,3	2,5	2,8	2,7	2,7	4,6	1,6	2,1	1,5	-0,3	1,4
lug.	3,8	112,1	4,0	4,7	4,8	4,0	7,1	2,9	1,7	3,1	-1,0	1,5
ago.	4,2	113,4	4,4	4,7	4,8	3,2	7,1	5,1	4,6	5,1	1,6	2,5
set.	3,2	112,5	3,3	3,1	3,0	2,5	5,5	1,7	0,9	1,8	3,8	1,0
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2007 apr.	-1,8	-	-0,8	-1,0	-1,5	-1,5	-0,9	-1,1	-1,8	-0,9	0,9	-1,2
mag.	1,0	-	1,0	0,8	1,0	0,8	1,1	0,8	1,6	0,6	2,8	0,2
giu.	0,6	-	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	-0,3	0,1	-0,4	1,0	0,0
lug.	0,4	-	0,7	0,8	0,7	0,5	1,5	0,3	-0,2	0,4	-0,2	0,2
ago.	1,1	-	1,2	1,2	1,3	1,2	1,4	1,8	3,9	1,4	0,7	0,3
set.	-0,9	-	-0,8	-1,2	-1,3	-1,5	-1,0	-1,6	-3,7	-1,3	0,8	-0,1

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti					Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	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	0,6	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	971	3,1
2006 4° trim.	122,9	7,3	121,9	7,6	3,4	109,8	2,3	-0,2	3,5	3,1	7,0	989	5,7
2007 1° trim.	124,9	7,9	124,5	7,6	2,6	109,6	1,6	0,4	2,4	4,2	4,2	950	-1,8
2° trim.	128,6	10,4	126,0	6,4	2,1	109,8	0,9	-0,2	1,7	3,0	2,3	952	-1,9
3° trim.	128,3	6,3	127,4	6,2	2,4	110,5	1,2	-0,7	2,4	5,1	2,3	960	0,7
2007 mag.	127,3	7,3	126,3	5,0	1,0	109,3	0,0	-0,4	0,0	-1,9	0,8	967	-0,8
giu.	132,7	13,5	127,7	5,2	2,4	110,0	1,1	-0,7	2,8	4,1	3,5	971	0,7
lug.	128,4	12,0	127,5	10,3	2,4	110,4	1,4	-1,8	3,5	5,6	4,1	949	0,9
ago.	129,4	5,3	128,3	6,3	2,0	110,4	0,8	0,2	1,2	0,9	1,9	959	0,7
set.	127,2	1,8	126,3	2,4	2,7	110,6	1,5	-0,4	2,5	8,7	0,8	971	0,4
ott.	.	.	.	.	2,7	109,8	0,2	0,6	0,1	.	.	960	-0,3
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2007 mag.	-	1,2	-	1,9	-0,6	-	-0,7	-0,8	-0,8	-3,5	-0,4	-	5,4
giu.	-	4,2	-	1,1	0,8	-	0,6	-0,1	1,2	3,0	1,3	-	0,4
lug.	-	-3,2	-	-0,2	0,5	-	0,4	0,1	0,4	1,0	0,5	-	-2,2
ago.	-	0,7	-	0,6	0,1	-	0,0	0,2	-0,2	-0,3	0,5	-	1,0
set.	-	-1,7	-	-1,6	0,5	-	0,2	0,2	0,2	1,9	-1,2	-	1,2
ott.	-	.	-	.	-0,3	-	-0,7	-0,2	-1,1	.	.	-	-1,1

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 nella tavola 4 della sezione 5.2 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Nel 2000.

2) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 62,6 per cento dell'intero settore nel 2000.

3) I dati annuali e trimestrali sono medie di quindici mensili.

**5.2 Produzione e domanda**

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

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

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>4)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie <sup>3)</sup>				
		Clima di fiducia					Totale <sup>5)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003	93,1	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,2	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,9	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2006 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	84,6	-2	-1	0	2	-7
3° trim.	109,3	4	5	5	13	84,3	-4	-2	-3	3	-7
2007 giu.	111,7	6	7	4	15	-	-2	-1	2	2	-7
lug.	111,0	5	6	5	14	84,3	-2	-1	1	0	-7
ago.	110,0	5	7	5	13	-	-4	-2	-2	3	-7
set.	106,9	3	3	7	11	-	-6	-3	-7	6	-7
ott.	106,0	2	1	7	11	84,2	-6	-3	-6	5	-10
nov.	104,8	3	2	7	12	-	-8	-4	-11	7	-11

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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 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
3° trim.	-1	-8	7	1	7	14	10	20	16	20	24
2007 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	15	4	18	13	18	22
ott.	-2	-9	6	-2	3	17	8	18	15	17	22
nov.	-4	-12	4	2	6	15	15	14	10	12	18

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2006.
- 3) I risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,6	15,4	4,2	17,6	7,6	25,1	15,5	30,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,153	0,4	0,4	0,8	-2,6	-1,4	0,5	0,8	0,9	1,6
2004	137,368	0,9	0,7	1,8	-0,8	-1,1	1,5	1,3	2,2	1,3
2005	138,546	0,9	1,0	0,0	-1,1	-1,3	2,5	0,7	2,4	1,4
2006	140,639	1,5	1,7	0,7	-1,2	-0,2	2,6	1,5	3,6	1,6
2006 2° trim.	140,542	1,7	1,8	1,0	-0,1	-0,1	1,9	1,9	3,6	1,8
3° trim.	140,893	1,6	1,7	0,6	-1,6	0,0	2,8	1,6	3,9	1,4
4° trim.	141,399	1,5	1,7	0,7	-2,5	-0,2	4,0	1,3	3,8	1,6
2007 1° trim.	142,210	1,8	2,1	-0,1	-1,0	0,3	5,8	1,3	3,8	1,4
2° trim.	142,983	1,7	2,1	-0,2	-2,2	0,4	5,8	1,1	4,0	1,3
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2006 2° trim.	0,822	0,6	0,6	0,5	0,6	0,1	1,3	0,7	0,9	0,5
3° trim.	0,351	0,3	0,4	-0,6	-1,4	0,0	0,8	0,2	1,0	0,1
4° trim.	0,506	0,4	0,4	0,0	-0,6	0,0	1,6	0,0	1,0	0,4
2007 1° trim.	0,811	0,6	0,6	0,4	0,4	0,2	1,9	0,5	0,9	0,4
2° trim.	0,773	0,5	0,5	0,5	-0,6	0,1	1,6	0,6	1,0	0,4

### 2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		78,2		21,8		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,638	8,6	9,852	7,6	2,786	16,3	6,307	7,7	6,331	9,8
2004	13,038	8,8	10,120	7,7	2,918	17,0	6,521	7,9	6,517	9,9
2005	13,268	8,9	10,332	7,8	2,935	17,2	6,684	8,0	6,583	9,9
2006	12,468	8,2	9,751	7,3	2,717	16,1	6,187	7,4	6,280	9,3
2006 3° trim.	12,243	8,1	9,605	7,1	2,639	15,7	6,056	7,2	6,187	9,2
4° trim.	11,953	7,9	9,308	6,9	2,646	15,7	5,900	7,0	6,053	9,0
2007 1° trim.	11,574	7,6	9,065	6,7	2,509	15,1	5,644	6,7	5,930	8,7
2° trim.	11,366	7,5	8,914	6,6	2,452	14,7	5,560	6,6	5,806	8,5
3° trim.	11,225	7,3	8,806	6,5	2,418	14,5	5,522	6,5	5,703	8,3
2007 mag.	11,374	7,5	8,920	6,6	2,454	14,7	5,566	6,6	5,808	8,5
giu.	11,323	7,4	8,873	6,5	2,451	14,7	5,550	6,6	5,774	8,5
lug.	11,276	7,4	8,847	6,5	2,429	14,6	5,538	6,6	5,738	8,4
ago.	11,239	7,4	8,817	6,5	2,422	14,5	5,529	6,6	5,710	8,3
set.	11,159	7,3	8,755	6,4	2,404	14,4	5,498	6,5	5,661	8,3
ott.	11,077	7,2	8,706	6,4	2,371	14,3	5,475	6,5	5,601	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/avanzo <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

#### 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette		Imposte indirette		Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
		Famiglie	Imprese			Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	46,6	46,3	12,2	9,2	2,7	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,2	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,6	46,4	12,7	9,5	2,9	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7
2001	45,8	45,6	12,3	9,3	2,7	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,3	45,0	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,0	44,4	11,4	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,2	4,7	2,1	0,6	0,5	41,2
2004	44,6	44,1	11,3	8,6	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	45,0	44,5	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,1
2006	45,6	45,3	12,2	8,8	3,0	13,9	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,8

#### 2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti								Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
														1
1998	48,9	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,3
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,4
2000	47,7	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,8	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2002	47,9	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,4
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,4	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,7	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3
2005	47,5	43,6	10,4	5,1	3,0	25,2	22,4	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,5
2006	47,2	43,1	10,2	5,0	2,9	25,0	22,2	1,7	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,3

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>4)</sup>							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
1998	-2,3	-2,3	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,7	4,8	1,8	2,3	8,2	11,6
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,8	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,4	-0,3	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,3	1,3	20,4	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	0,0	-4,0	0,4	-5,6	-0,2	-4,1	-3,5	0,5	-3,1	-1,6	-2,9	-2,7	2,5
2004	0,0	-3,8	1,3	-7,3	-0,3	-3,6	-3,5	-1,2	-1,7	-1,2	-3,4	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,4	1,2	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-0,1	-0,3	-1,6	-6,1	-1,5	2,7
2006	0,4	-1,6	2,9	-2,5	1,8	-2,5	-4,4	0,7	0,6	-1,4	-3,9	-1,2	3,8

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

1) Dati relativi agli Euro 13. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95; i dati non comprendono i proventi della vendita delle licenze UMTS (Universal Mobile Telecommunications Systems) nel 2000 (il saldo di bilancio per l'area dell'euro che include tali proventi è pari allo 0,1 per cento del PIL). Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

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

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

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori <sup>3)</sup>
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>				
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	74,1	2,8	16,2	6,4	48,8	55,6	28,4	13,6	13,7	18,4
1998	72,8	2,7	15,2	5,3	49,6	52,4	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,2	50,5	48,8	25,3	13,8	9,6	23,2
2000	69,4	2,7	13,2	3,7	49,8	44,3	22,0	12,5	9,8	25,1
2001	68,3	2,8	12,4	4,0	49,2	42,1	20,6	11,2	10,3	26,3
2002	68,1	2,7	11,8	4,5	49,1	40,2	19,3	10,7	10,1	28,0
2003	69,1	2,0	12,3	5,0	49,7	39,4	19,4	11,2	8,8	29,8
2004	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5	37,5	18,4	10,8	8,4	32,0
2005	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4	35,5	17,3	10,9	7,2	34,8
2006	68,6	2,5	11,4	4,1	50,7	32,9	17,6	8,4	6,9	35,7

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

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri <sup>3)</sup>	Altre valute
1997	74,1	62,1	6,0	5,4	0,6	9,4	64,7	8,4	18,1	25,3	30,7	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,3	0,4	8,1	64,6	7,5	15,4	26,4	30,9	70,9	1,8
1999	72,0	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,6	13,6	27,9	30,5	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,5	62,9	5,8	13,4	27,9	28,1	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,0	61,4	4,9	13,7	26,6	28,0	66,7	1,7
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	7,6	60,5	4,9	15,3	25,0	27,8	66,7	1,5
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	4,8	14,7	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,6	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,3	57,8	6,7	5,3	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,7	29,7	69,1	1,2
2006	68,6	56,1	6,6	5,4	0,6	7,5	61,2	4,5	14,4	24,8	29,5	67,7	0,9

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	98,6	63,8	31,1	97,9	48,7	62,9	104,3	6,3	52,0	64,6	56,9	27,9	44,3
2004	94,2	65,6	29,5	98,6	46,2	64,9	103,8	6,4	52,4	63,8	58,3	27,6	44,1
2005	92,2	67,8	27,4	98,0	43,0	66,7	106,2	6,2	52,3	63,4	63,7	27,4	41,4
2006	88,2	67,5	25,1	95,3	39,7	64,2	106,8	6,6	47,9	61,7	64,8	27,1	39,2

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

- 1) Dati relativi agli Euro 13. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

### 6.3 Variazione del debito <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,6	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,2	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,5	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,0	1,0	-2,1	2,5

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

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>9)</sup>												
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro <sup>10)</sup>	
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>11)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,2
2006	1,5	-1,6	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,5

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 13 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 2001.
- 6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 10) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

## 6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 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	39,7
4° trim.	49,1	48,7	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 1° trim.	41,9	41,5	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,5
2° trim.	45,6	45,2	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
3° trim.	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6
4° trim.	49,2	48,6	13,4	14,1	16,3	3,0	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 1° trim.	41,9	41,4	9,7	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
2° trim.	45,9	44,4	12,0	12,7	15,7	2,0	1,3	1,5	1,2	41,6
3° trim.	42,8	42,3	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
4° trim.	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 1° trim.	41,3	40,9	9,5	12,8	15,3	1,7	0,7	0,4	0,3	37,9
2° trim.	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	0,9	0,8	0,6	41,1
3° trim.	42,6	42,1	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
4° trim.	49,3	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,0
2005 1° trim.	42,0	41,5	9,9	12,9	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
2° trim.	44,8	44,1	11,9	13,3	15,2	2,0	1,0	0,6	0,3	40,7
3° trim.	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	1,9	0,8	0,7	0,3	39,5
4° trim.	49,4	48,7	13,4	14,3	16,2	3,0	0,9	0,8	0,3	44,2
2006 1° trim.	42,5	42,1	10,2	13,3	15,2	1,7	0,8	0,5	0,3	39,0
2° trim.	45,9	45,4	12,6	13,6	15,3	2,0	1,2	0,5	0,3	41,8
3° trim.	43,6	43,1	11,4	12,9	15,3	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
4° trim.	49,9	49,3	14,2	14,4	16,0	2,9	0,9	0,7	0,3	44,9
2007 1° trim.	42,4	41,9	10,4	13,4	14,9	1,7	0,9	0,5	0,3	38,9
2° trim.	46,4	45,8	13,1	13,7	15,1	1,9	1,2	0,5	0,3	42,2

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

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2001 2° trim.	46,3	42,8	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,4	1,1	0,7	4,5
3° trim.	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,2
4° trim.	51,2	46,3	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,8	-2,1	1,5
2002 1° trim.	46,2	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,7
2° trim.	46,7	43,2	10,3	4,9	3,6	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
3° trim.	46,9	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.	46,8	43,3	10,3	4,5	3,5	25,0	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
2° trim.	47,3	43,7	10,4	4,8	3,4	25,2	21,7	1,3	3,6	2,3	1,2	-1,4	2,0
3° trim.	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,0	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
4° trim.	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 1° trim.	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
2° trim.	46,5	43,2	10,4	4,9	3,1	24,8	21,5	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
3° trim.	46,1	42,7	9,9	4,7	3,2	24,9	21,5	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
4° trim.	50,7	45,8	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,5	1,5
2005 1° trim.	46,9	43,2	10,2	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,9	-4,9	-1,8
2° trim.	46,4	43,0	10,2	5,0	3,2	24,6	21,4	1,1	3,4	2,4	1,1	-1,7	1,5
3° trim.	45,8	42,4	9,9	4,8	2,9	24,7	21,4	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,5	0,4
4° trim.	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,4	4,8	3,1	1,7	-1,3	1,5
2006 1° trim.	45,5	42,4	10,1	4,5	2,9	24,9	21,3	1,2	3,1	1,9	1,2	-3,0	0,0
2° trim.	46,0	42,6	10,3	4,9	3,1	24,3	21,3	1,1	3,3	2,4	1,0	-0,1	3,0
3° trim.	46,2	42,0	9,8	4,7	2,9	24,6	21,2	1,2	4,2	2,5	1,8	-2,6	0,3
4° trim.	50,7	45,3	10,7	5,9	2,7	26,0	22,4	1,4	5,4	3,2	2,2	-0,8	1,9
2007 1° trim.	44,6	41,3	9,9	4,5	2,9	24,0	20,6	1,1	3,3	2,0	1,3	-2,2	0,7
2° trim.	45,2	41,8	10,0	4,9	3,1	23,8	20,8	1,1	3,4	2,4	1,0	1,2	4,4

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

- 1) Quelli relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

## 6.5 Debito e variazione del debito trimestrali (in percentuale del PIL)

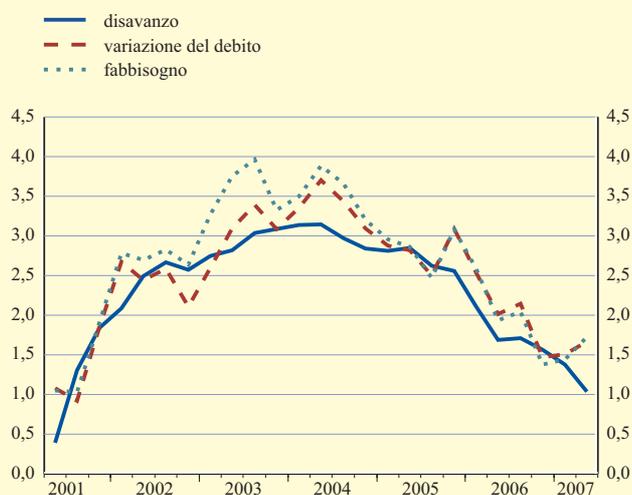
### 1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario<sup>1)</sup>

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2004 3° trim.	71,0	2,3	12,1	5,5	51,2
4° trim.	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5
2005 1° trim.	70,9	2,2	11,9	5,2	51,5
2° trim.	71,6	2,3	11,7	5,2	52,4
3° trim.	71,1	2,4	11,8	5,2	51,8
4° trim.	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4
2006 1° trim.	70,7	2,5	11,7	4,9	51,5
2° trim.	70,8	2,5	11,6	4,9	51,8
3° trim.	70,3	2,5	11,6	4,7	51,4
4° trim.	68,6	2,5	11,4	4,1	50,7
2007 1° trim.	68,9	2,4	11,4	4,8	50,3
2° trim.	69,1	2,2	11,1	5,1	50,7

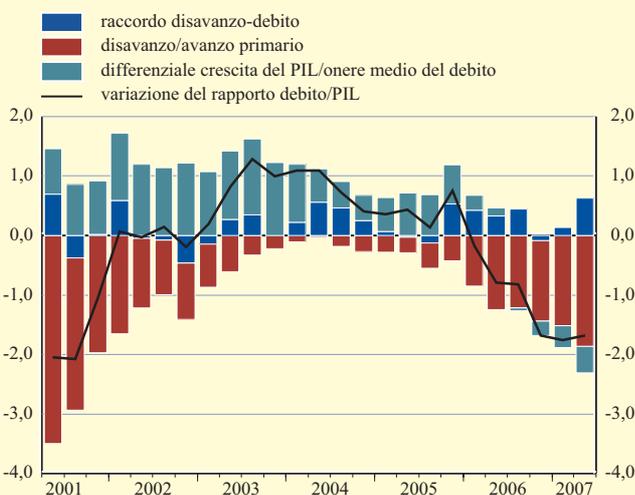
### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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 3° trim.	1,8	-3,4	-1,6	-1,1	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,2	2,1
4° trim.	-3,0	-1,5	-4,5	-3,3	-2,6	0,1	-0,2	-0,6	0,0	-1,2	-3,0
2005 1° trim.	7,2	-4,9	2,4	2,4	1,3	0,3	0,3	0,5	0,0	0,0	7,3
2° trim.	5,4	-1,7	3,7	3,3	2,5	0,0	0,3	0,5	0,1	0,3	5,3
3° trim.	0,6	-2,5	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,4	0,5
4° trim.	-0,6	-1,3	-1,9	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,4	-0,5
2006 1° trim.	4,8	-3,0	1,9	1,3	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,9	5,1
2° trim.	3,3	-0,1	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,2	0,7	-0,6	2,6
3° trim.	1,2	-2,6	-1,4	-0,9	-0,7	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,7	1,0
4° trim.	-3,0	-0,8	-3,8	-2,1	-1,2	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,6	-2,9
2007 1° trim.	4,8	-2,2	2,6	1,8	1,0	0,2	0,6	0,0	-0,4	1,2	5,2
2° trim.	3,8	1,2	5,0	4,8	4,1	0,0	0,5	0,1	0,1	0,1	3,7

### 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.



## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

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

#### 1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	62,0	102,9	28,7	-9,7	-59,9	16,4	78,4	-16,8	-66,8	72,1	-8,3	-26,2	12,5	-61,7
2005	8,5	47,9	31,6	1,9	-72,9	11,3	19,9	24,2	-208,8	141,3	-16,4	90,1	18,0	-44,1
2006	-12,9	23,0	35,1	6,1	-77,1	9,1	-3,7	118,0	-136,4	276,4	2,5	-23,2	-1,3	-114,3
2006 3° trim.	-6,1	6,7	10,2	1,3	-24,3	2,2	-3,9	41,3	-41,5	21,1	12,6	52,2	-3,2	-37,5
4° trim.	16,4	16,9	7,6	7,3	-15,4	4,6	21,0	-42,2	-52,5	116,9	-2,7	-101,4	-2,4	21,2
2007 1° trim.	-0,2	8,6	7,8	4,7	-21,2	5,0	4,8	4,7	-14,6	129,8	-16,4	-92,5	-1,6	-9,5
2° trim.	-1,4	20,3	14,4	-19,5	-16,6	2,6	1,2	23,2	-69,1	69,5	-14,1	41,0	-4,2	-24,4
3° trim.	10,7	19,5	12,9	1,7	-23,4	1,1	11,9	107,2	-29,7	98,3	-32,1	74,9	-4,2	-119,1
2006 set.	0,7	5,4	3,5	0,4	-8,6	0,1	0,8	36,3	-27,3	38,4	10,4	15,9	-1,0	-37,1
ott.	0,5	5,2	2,4	1,1	-8,2	0,5	1,0	1,3	-14,2	34,9	5,7	-25,2	0,1	-2,3
nov.	1,4	6,9	1,6	0,3	-7,4	0,7	2,2	-10,6	-13,7	57,6	-2,9	-51,0	-0,6	8,4
dic.	14,5	4,8	3,5	5,9	0,2	3,3	17,8	-32,9	-24,6	24,3	-5,5	-25,3	-1,9	15,1
2007 gen.	-3,7	-4,2	1,1	1,1	-1,7	2,2	-1,4	42,7	-13,8	42,7	-4,2	20,9	-3,0	-41,2
feb.	-3,6	2,6	2,9	3,0	-12,1	1,1	-2,4	2,0	-3,2	22,9	-7,9	-9,3	-0,5	0,5
mar.	7,1	10,1	3,8	0,6	-7,4	1,6	8,7	-39,9	2,4	64,2	-4,3	-104,1	1,9	31,2
apr.	-3,6	4,5	3,5	-4,0	-7,6	0,6	-3,0	40,8	-7,4	-3,6	-3,6	56,9	-1,5	-37,8
mag.	-11,6	4,4	4,0	-14,9	-5,1	1,9	-9,7	2,0	-24,2	2,5	-0,8	25,2	-0,7	7,8
giu.	13,8	11,3	6,9	-0,6	-3,8	0,1	13,9	-19,5	-37,4	70,6	-9,7	-41,1	-1,9	5,6
lug.	4,8	9,4	4,6	-1,8	-7,4	0,9	5,7	47,1	0,1	30,2	-10,8	30,8	-3,2	-52,8
ago.	1,5	4,5	3,5	1,3	-7,8	0,2	1,7	63,8	-7,2	21,9	-11,9	59,6	1,3	-65,5
set.	4,4	5,6	4,8	2,2	-8,2	0,1	4,5	-3,7	-22,6	46,2	-9,4	-15,6	-2,3	-0,8
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2007 set.	25,5	65,3	42,7	-5,8	-76,6	13,3	38,8	93,0	-165,9	414,5	-65,2	-78,0	-12,4	-131,8

#### 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

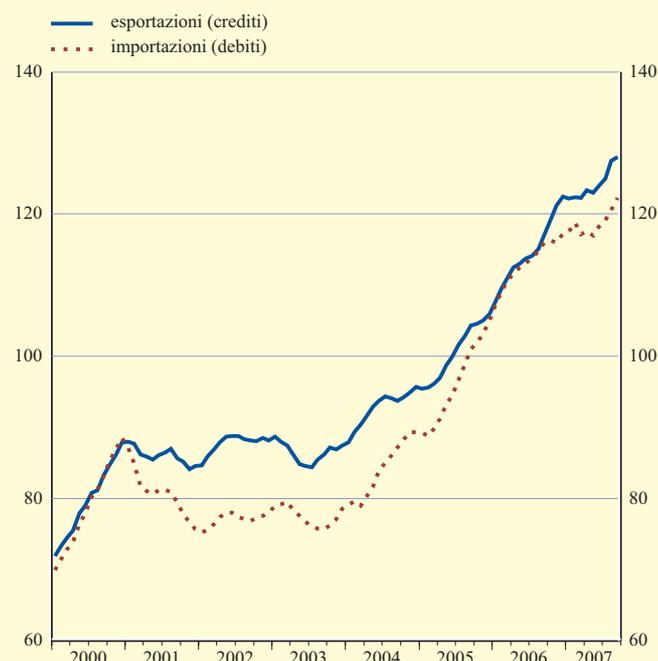
(miliardi di euro; transazioni)

### 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	1.864,7	1.802,7	62,0	1.127,6	1.024,7	363,9	335,2	291,3	301,0	81,9	141,7	24,4	8,0
2005	2.071,2	2.062,6	8,5	1.222,2	1.174,2	399,7	368,2	364,2	362,3	85,1	158,0	24,1	12,8
2006	2.368,9	2.381,7	-12,9	1.392,0	1.369,0	426,1	391,0	463,9	457,8	86,9	164,0	23,7	14,5
2006 3° trim.	586,2	592,3	-6,1	343,3	336,6	114,0	103,8	113,1	111,8	15,8	40,1	4,5	2,3
4° trim.	639,7	623,3	16,4	374,8	357,9	109,3	101,6	127,6	120,3	28,1	43,5	8,8	4,2
2007 1° trim.	615,8	616,0	-0,2	361,3	352,8	105,3	97,5	122,4	117,7	26,7	48,0	7,8	2,8
2° trim.	647,0	648,4	-1,4	373,2	353,0	116,7	102,3	138,6	158,1	18,5	35,0	4,9	2,4
3° trim.	646,7	635,9	10,7	375,7	356,1	125,3	112,4	129,2	127,5	16,5	39,9	3,7	2,6
2007 lug.	220,3	215,4	4,8	129,7	120,3	42,8	38,1	42,4	44,2	5,4	12,8	1,8	0,9
ago.	210,5	209,0	1,5	120,0	115,5	42,2	38,7	42,2	40,9	6,2	14,0	1,1	0,9
set.	215,8	211,5	4,4	126,0	120,4	40,4	35,6	44,6	42,4	4,9	13,1	0,9	0,8
	Dati destagionalizzati												
2006 3° trim.	598,1	607,4	-9,3	351,3	347,9	106,4	98,1	119,4	119,7	21,0	41,7	.	.
4° trim.	621,9	619,6	2,3	367,3	351,8	108,8	100,1	123,5	123,9	22,2	43,8	.	.
2007 1° trim.	630,4	622,5	7,9	366,7	351,6	114,5	102,7	126,6	128,1	22,6	40,1	.	.
2° trim.	642,8	635,4	7,5	371,9	354,7	117,1	105,8	131,7	134,9	22,2	40,0	.	.
3° trim.	659,4	650,4	8,9	384,0	366,8	116,8	106,0	136,5	136,3	22,1	41,4	.	.
2007 gen.	204,3	202,4	1,9	120,2	116,5	37,1	34,1	41,3	41,2	5,7	10,6	.	.
feb.	214,3	212,8	1,5	122,7	119,5	38,3	34,2	42,5	42,3	10,7	16,8	.	.
mar.	211,8	207,2	4,5	123,8	115,6	39,1	34,3	42,8	44,7	6,1	12,7	.	.
apr.	210,4	210,7	-0,3	123,5	117,9	39,1	35,2	41,1	43,0	6,7	14,6	.	.
mag.	212,9	212,0	0,9	121,7	117,4	38,5	35,4	44,7	45,9	8,0	13,2	.	.
giu.	219,5	212,7	6,9	126,7	119,3	39,5	35,3	45,9	45,9	7,5	12,2	.	.
lug.	217,6	213,8	3,8	126,5	120,7	38,0	34,7	45,3	44,6	7,8	13,7	.	.
ago.	221,3	216,7	4,5	129,4	121,6	39,4	35,3	45,0	45,4	7,5	14,4	.	.
set.	220,5	219,9	0,6	128,1	124,4	39,4	36,0	46,1	46,2	6,9	13,2	.	.

### F32 Conto dei beni

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



### F33 Conto dei servizi

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



Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro)

### 3. Conto dei redditi (transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale											
			Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	15,3	7,6	275,9	293,4	99,6	78,4	12,8	12,6	23,8	54,2	72,6	75,6	67,2	72,6
2005	15,4	9,2	348,8	353,1	127,0	89,1	14,2	13,6	31,7	69,6	82,1	80,4	93,9	100,4
2006	16,0	9,9	447,8	447,9	151,4	94,2	18,5	16,7	39,0	99,0	101,5	87,2	137,4	150,9
2006 2° trim.	4,0	2,5	114,1	128,1	38,5	21,6	4,5	4,0	13,7	42,6	24,4	23,1	33,0	36,7
3° trim.	4,0	3,0	109,2	108,8	34,9	23,4	4,6	4,2	8,7	21,5	26,3	21,2	34,8	38,6
4° trim.	4,2	2,6	123,4	117,8	42,5	26,2	5,2	5,0	8,2	19,1	27,9	23,4	39,6	44,1
2007 1° trim.	4,0	1,9	118,5	115,8	34,4	22,5	5,1	4,9	9,6	18,2	27,8	25,4	41,6	44,8
2° trim.	4,0	2,5	134,6	155,6	38,8	22,8	5,7	4,9	16,0	52,8	28,6	28,1	45,4	47,1

### 4. Investimenti diretti (transazioni nette)

	All'estero da residenti							Nell'area dell'euro da non residenti						
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	-163,1	-171,1	-21,4	-149,7	8,0	0,1	7,9	96,3	97,1	0,7	96,5	-0,9	0,6	-1,5
2005	-355,4	-296,6	-12,1	-284,5	-58,8	-0,2	-58,6	146,7	116,8	1,0	115,9	29,9	-0,3	30,2
2006	-334,3	-265,2	-35,4	-229,8	-69,1	0,0	-69,0	197,9	172,3	4,9	167,5	25,6	0,1	25,5
2006 3° trim.	-77,2	-67,9	-10,7	-57,2	-9,3	0,9	-10,2	35,8	31,0	1,7	29,2	4,8	-0,7	5,5
4° trim.	-74,0	-50,9	-15,9	-35,1	-23,1	-0,6	-22,5	21,5	16,6	0,9	15,8	4,9	-0,1	4,9
2007 1° trim.	-92,0	-59,6	-4,7	-54,9	-32,4	2,1	-34,5	77,4	48,3	0,9	47,4	29,1	-0,8	29,9
2° trim.	-109,4	-83,5	-6,1	-77,4	-25,9	-1,5	-24,5	40,3	42,4	-1,0	43,5	-2,1	0,7	-2,9
3° trim.	-77,9	-48,2	-14,6	-33,6	-29,7	0,0	-29,6	48,1	25,1	0,2	24,8	23,1	0,7	22,4
2006 set.	-54,3	-45,0	-5,4	-39,7	-9,3	0,3	-9,6	27,0	19,2	0,6	18,6	7,8	-0,2	8,0
ott.	-23,3	-14,5	-5,9	-8,6	-8,8	0,2	-9,0	9,1	3,7	1,1	2,6	5,4	1,5	3,8
nov.	-13,3	-16,4	-2,0	-14,4	3,1	-0,2	3,3	-0,4	0,0	-0,2	0,2	-0,4	-1,7	1,3
dic.	-37,4	-20,0	-8,0	-12,0	-17,4	-0,6	-16,8	12,8	12,9	-0,1	13,0	-0,1	0,0	-0,1
2007 gen.	-25,7	-24,1	-2,3	-21,8	-1,6	2,3	-3,9	11,9	5,8	0,3	5,6	6,0	-1,0	7,0
feb.	-36,7	-15,4	5,6	-21,0	-21,3	-0,3	-21,0	33,5	25,7	4,2	21,5	7,8	0,2	7,5
mar.	-29,6	-20,1	-8,0	-12,1	-9,5	0,1	-9,6	32,0	16,7	-3,6	20,4	15,3	-0,1	15,4
apr.	-25,3	-16,9	-1,6	-15,4	-8,4	-0,4	-7,9	17,9	13,5	-0,6	14,2	4,4	0,4	4,0
mag.	-41,3	-37,1	-3,4	-33,7	-4,2	0,1	-4,3	17,1	23,4	0,1	23,3	-6,3	0,4	-6,7
giu.	-42,8	-29,4	-1,1	-28,3	-13,4	-1,2	-12,2	5,3	5,5	-0,5	5,9	-0,2	0,0	-0,1
lug.	-12,9	-8,6	-0,7	-7,9	-4,3	0,0	-4,3	13,0	4,3	0,0	4,3	8,7	-0,2	8,9
ago.	-26,1	-19,3	-3,2	-16,1	-6,8	0,7	-7,6	18,9	6,6	-0,1	6,7	12,4	-0,2	12,6
set.	-38,9	-20,3	-10,8	-9,6	-18,5	-0,8	-17,8	16,3	14,2	0,3	13,9	2,1	1,1	0,9

Fonte: BCE.

**7.1 Bilancia dei pagamenti**

(miliardi di euro; transazioni)

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

	Azioni e altre partecipazioni				Passività	Titoli di debito									
	Attività			Passività		Obbligazioni e notes				Passività	Strumenti di mercato monetario				
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema		IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2004	0,0	-22,4	-84,1	-3,7	129,7	0,4	-81,9	-98,8	-2,1	270,8	0,0	-43,1	-14,8	0,1	16,2
2005	-0,1	-14,2	-119,9	-3,5	263,0	-0,7	-116,5	-143,2	-0,8	237,1	0,1	-14,5	-2,9	0,1	53,3
2006	0,0	-18,1	-138,2	-6,2	309,2	-2,6	-169,1	-137,8	-1,1	500,1	-8,0	-48,6	-12,6	0,1	2,1
2006 3° trim.	0,0	0,8	-32,6	-0,9	60,1	-0,4	-52,3	-19,5	-0,2	87,1	-0,1	-24,9	-0,8	3,1	3,9
4° trim.	0,0	-14,6	-17,8	-1,8	83,9	-2,9	-39,6	-46,7	-0,8	186,1	-1,4	-18,5	-4,1	4,0	-7,5
2007 1° trim.	0,0	-19,0	1,4	-0,8	113,5	-0,7	-50,4	-42,6	-1,2	141,8	0,7	-23,3	-13,4	-5,5	21,9
2° trim.	0,0	-4,9	-5,3	-1,5	71,5	-0,3	-65,7	-50,9	-0,5	110,9	-0,1	-13,4	-9,2	-4,5	36,9
3° trim.	0,0	4,0	5,7	-	45,3	-0,5	-24,5	-26,4	-	43,6	0,0	22,6	14,9	-	13,7
2006 set.	0,0	-1,4	-7,9	-	24,8	-0,6	-30,0	-6,0	-	61,3	-0,2	-7,0	-0,2	-	5,8
ott.	0,0	-5,7	-5,3	-	24,3	-1,8	-15,2	-21,1	-	58,0	-0,3	-5,8	-6,2	-	14,2
nov.	0,0	-0,7	-10,2	-	27,9	-0,5	-25,6	-11,4	-	69,6	-0,4	-9,6	4,3	-	14,0
dic.	0,0	-8,2	-2,2	-	31,7	-0,6	1,1	-14,2	-	58,4	-0,8	-3,1	-2,2	-	-35,7
2007 gen.	0,0	-3,8	1,4	-	49,9	-0,1	-31,9	-9,9	-	34,4	0,5	-7,8	-7,9	-	17,8
feb.	0,0	-19,0	-10,6	-	36,5	-0,1	-16,2	-9,2	-	39,8	0,1	-5,2	-2,2	-	9,0
mar.	0,0	3,8	10,5	-	27,1	-0,6	-2,2	-23,5	-	67,6	0,2	-10,4	-3,3	-	-5,0
apr.	0,0	1,5	-13,5	-	-11,7	0,0	-24,2	-9,1	-	35,1	0,0	-2,6	1,4	-	19,5
mag.	0,0	-9,0	6,8	-	12,2	-0,1	-28,0	-23,3	-	36,4	0,0	-6,5	-3,7	-	17,7
giu.	0,0	2,6	1,3	-	71,0	-0,2	-13,4	-18,5	-	39,4	-0,1	-4,3	-6,9	-	-0,3
lug.	0,0	-1,7	-0,5	-	49,8	-0,5	-23,3	-11,5	-	14,6	0,0	-1,9	4,2	-	0,9
ago.	0,0	9,5	-2,3	-	-21,0	0,0	-0,6	-10,3	-	21,5	0,1	10,2	13,0	-	2,0
set.	0,0	-3,8	8,5	-	16,5	0,1	-0,6	-4,6	-	7,5	-0,1	14,3	-2,3	-	10,8

**6. Altri investimenti per settore**

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
															Banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2004	-310,7	284,5	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	34,8
2005	-566,8	656,9	-0,9	6,7	4,6	-2,4	-2,2	-395,2	483,3	-97,0	55,1	-298,2	428,1	-175,3	-3,9	169,2
2006	-721,5	698,3	-2,9	18,5	1,8	-3,1	1,4	-524,1	495,7	-134,2	82,6	-389,9	413,1	-196,2	-26,4	182,6
2006 3° trim.	-139,9	192,1	0,5	4,9	12,0	8,5	6,3	-119,8	160,7	-32,8	21,3	-87,0	139,4	-32,6	6,8	20,2
4° trim.	-268,6	167,2	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-210,8	98,9	-73,0	26,6	-137,7	72,2	-51,3	5,9	66,8
2007 1° trim.	-373,0	280,5	-5,3	5,4	7,2	5,2	1,6	-290,4	266,7	-76,5	29,7	-213,9	237,0	-84,6	-39,2	6,9
2° trim.	-191,1	232,1	-3,5	10,9	-17,5	-17,4	-0,2	-131,7	178,7	-39,3	46,1	-92,4	132,7	-38,4	3,9	42,7
3° trim.	-229,0	303,9	-1,6	-1,3	18,2	14,1	3,2	-81,9	134,1	-61,7	10,5	-20,1	123,7	-163,7	-21,7	167,8
2006 set.	-92,9	108,8	0,5	2,6	4,3	1,4	4,8	-79,4	79,4	-15,2	6,1	-64,3	73,3	-18,2	1,2	22,1
ott.	-105,3	80,1	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,4	63,8	-41,9	5,0	-36,5	58,8	-24,0	-3,0	19,5
nov.	-142,8	91,8	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-106,5	71,6	-10,6	27,3	-95,9	44,2	-33,0	-8,3	15,5
dic.	-20,5	-4,7	-1,1	2,6	0,7	5,2	-2,6	-25,9	-36,5	-20,6	-5,7	-5,3	-30,8	5,7	17,2	31,8
2007 gen.	-140,9	161,9	-1,4	3,8	4,5	1,3	-5,0	-100,6	154,6	-31,9	10,3	-68,7	144,2	-43,4	-33,4	8,4
feb.	-117,9	108,6	-3,6	-0,4	0,1	1,5	4,8	-90,0	81,5	-7,9	8,6	-82,1	72,9	-24,5	-7,6	22,8
mar.	-114,2	10,0	-0,3	2,0	2,6	2,4	1,7	-99,8	30,6	-36,7	10,8	-63,1	19,8	-16,8	1,8	-24,4
apr.	-136,5	193,4	0,6	2,9	0,5	-2,9	0,5	-127,0	165,9	-9,9	12,3	-117,1	153,7	-10,6	-3,9	24,0
mag.	-51,9	77,2	-2,5	-0,8	-5,8	-6,1	-0,3	-27,1	76,2	-6,0	24,8	-21,1	51,4	-16,5	2,2	2,1
giu.	-2,6	-38,4	-1,5	8,8	-12,1	-8,4	-0,4	22,3	-63,3	-23,4	9,0	45,7	-72,4	-11,3	5,6	16,6
lug.	-6,2	37,1	0,5	-6,7	18,0	14,1	-1,9	-38,0	48,4	-13,7	12,1	-24,3	36,3	13,3	5,5	-2,7
ago.	-26,1	85,7	-2,6	4,3	0,6	0,9	4,0	-10,9	56,9	-23,3	0,5	12,3	56,3	-13,2	-5,0	20,6
set.	-196,7	181,1	0,5	1,2	-0,4	-0,8	1,1	-32,9	28,9	-24,7	-2,2	-8,2	31,1	-163,8	-22,2	150,0

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
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	6,7	0,0	0,0	5,8	8,2	-2,4	-1,2	0,0	-1,9	-0,3
2006	-2,9	0,0	18,5	0,0	0,0	2,6	5,7	-3,1	-0,8	0,0	1,5	-0,1
2006 2° trim.	0,9	0,0	2,1	0,0	0,0	-11,4	0,8	-12,2	-0,3	0,0	0,3	0,1
3° trim.	0,5	0,0	4,9	0,0	0,0	11,9	3,5	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	-3,2	0,0
2007 1° trim.	-5,3	0,0	5,3	0,1	0,0	7,4	2,2	5,2	-0,2	0,0	1,7	-0,1
2° trim.	-3,5	0,0	10,9	-0,1	0,0	-17,1	0,3	-17,4	-0,3	0,0	-0,3	0,1

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi		Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
2004	-256,2	-4,0	242,8	2,9	-6,2	-39,0	-30,0	-9,1	-4,1	9,5	23,8	1,6
2005	-392,1	-3,1	481,7	1,6	-9,0	-149,4	-145,4	-3,9	-17,0	13,5	149,2	6,5
2006	-520,0	-4,1	492,5	3,2	-5,4	-178,6	-152,1	-26,4	-12,3	11,9	159,7	11,0
2006 2° trim.	-58,0	0,5	14,1	-5,6	-3,3	-32,6	-25,6	-7,0	2,6	2,9	54,2	-4,3
3° trim.	-118,8	-1,0	158,5	2,3	2,9	-30,9	-37,6	6,8	-4,7	2,9	12,7	4,6
4° trim.	-211,1	0,4	98,2	0,6	-2,0	-48,9	-54,8	5,9	-0,4	3,2	60,9	2,8
2007 1° trim.	-282,1	-8,3	264,7	1,9	-2,2	-74,3	-35,0	-39,2	-8,1	-2,1	3,6	5,4
2° trim.	-127,1	-4,6	177,7	1,1	-2,7	-29,6	-33,5	3,9	-6,1	5,0	37,1	0,5

### 8. Riserve ufficiali

	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati	
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbliga- zioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
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	5,7	0,2	7,2	0,0	-4,8	3,2	0,0	0,0
2006	-1,3	4,2	-0,5	5,2	-10,2	6,1	-2,7	0,0	-19,4	5,7	0,0	0,0
2006 2° trim.	-1,6	1,4	0,0	-0,5	-2,5	0,9	3,0	0,0	-7,2	0,7	0,0	0,0
3° trim.	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,5	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.	-1,6	0,4	0,0	0,8	-2,9	1,4	-5,0	0,4	-5,8	6,1	0,0	0,0
2° trim.	-4,2	0,7	-0,1	-0,5	-4,2	-0,8	-0,3	-0,1	-2,3	-0,7	0,0	0,0

Fonte: BCE.

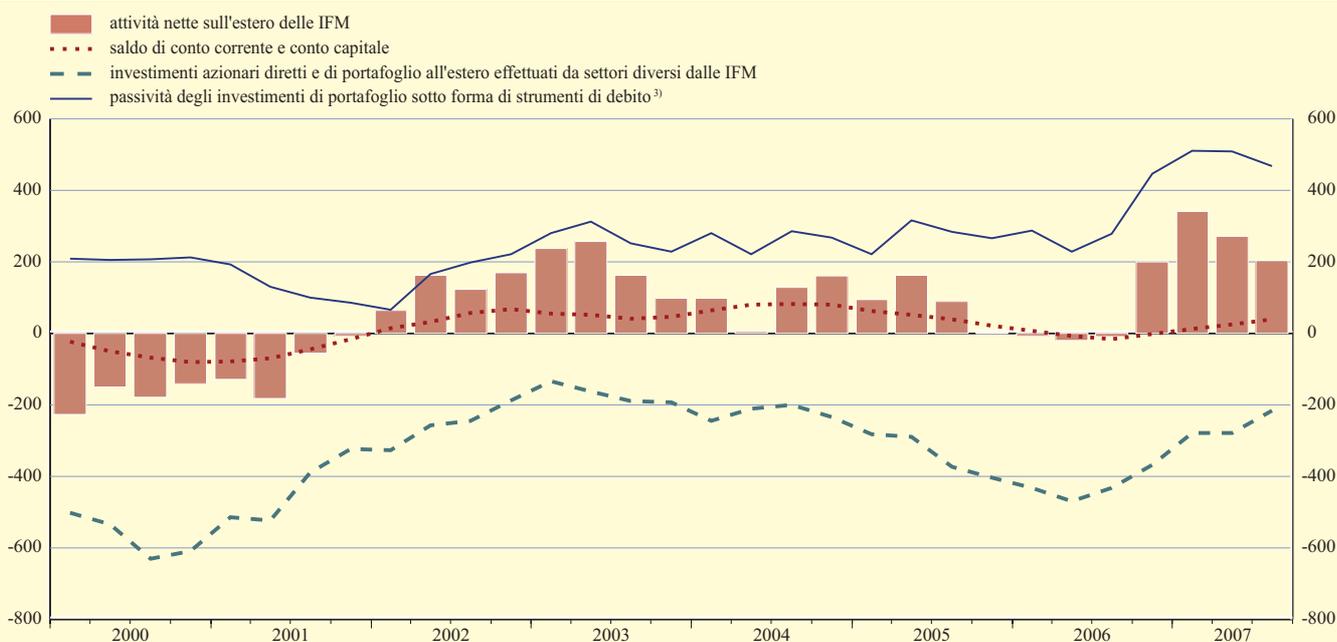
## 7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>2)</sup>	Strumenti di debito <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	80,3	-141,8	95,5	-197,3	119,9	267,5	-51,0	30,6	-8,3	-61,2	134,1	161,2
2005	21,5	-343,2	147,1	-265,6	220,0	266,7	-170,7	167,0	-16,4	-43,9	-17,7	0,0
2006	-1,6	-298,8	197,8	-288,1	248,3	446,4	-194,2	183,7	2,5	-115,0	181,1	200,1
2006 3° trim.	-3,2	-67,4	36,3	-52,9	26,8	81,4	-20,5	26,4	12,6	-37,4	2,1	2,1
4° trim.	21,6	-57,4	21,6	-68,4	67,8	159,2	-56,8	63,5	-2,7	21,2	169,6	176,0
2007 1° trim.	4,8	-89,5	78,3	-54,6	94,8	150,8	-77,4	8,4	-16,4	-9,5	89,7	101,9
2° trim.	1,2	-101,8	39,6	-65,4	60,7	117,5	-55,8	42,5	-14,1	-24,4	-0,1	-8,2
3° trim.	11,9	-63,2	47,5	-5,8	35,4	39,3	-145,6	171,1	-32,1	-119,1	-60,7	-67,0
2006 set.	1,1	-49,3	27,2	-14,1	4,6	61,4	-13,8	26,8	10,4	-37,0	17,2	17,2
ott.	1,1	-17,5	7,5	-32,7	13,8	55,8	-26,4	17,3	5,7	-2,8	21,9	25,8
nov.	2,3	-11,0	1,3	-17,2	32,5	78,6	-36,8	17,0	-2,9	8,3	72,0	69,2
dic.	18,1	-28,9	12,8	-18,5	21,6	24,9	6,4	29,2	-5,5	15,7	75,7	81,0
2007 gen.	-1,4	-25,7	12,9	-16,3	39,9	45,7	-38,9	3,5	-4,2	-41,2	-25,8	-22,9
feb.	-2,4	-42,0	33,3	-22,0	41,1	44,3	-24,3	27,6	-7,9	0,5	48,0	40,5
mar.	8,7	-21,7	32,1	-16,3	13,7	60,7	-14,1	-22,6	-4,3	31,2	67,5	84,3
apr.	-3,0	-23,3	17,5	-21,1	-14,3	33,5	-10,1	24,5	-3,6	-37,8	-37,7	-40,1
mag.	-9,7	-38,0	16,7	-20,2	10,9	40,3	-22,4	1,8	-0,8	7,8	-13,5	-15,1
giu.	13,9	-40,5	5,4	-24,1	64,1	43,6	-23,4	16,1	-9,7	5,6	51,1	47,0
lug.	5,7	-12,2	13,2	-7,7	35,2	11,4	31,3	-4,6	-10,8	-52,8	8,6	5,8
ago.	1,7	-23,7	19,1	0,3	-11,1	26,5	-12,6	24,6	-11,9	-65,5	-52,6	-51,4
set.	4,5	-27,3	15,1	1,6	11,3	1,4	-164,2	151,1	-9,4	-0,8	-16,7	-21,4
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2007 set.	39,4	-311,9	186,9	-194,2	258,6	466,7	-335,6	285,4	-65,2	-131,8	198,4	202,7

## F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

(transazioni cumulate)

	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 3° trim. 2006 al 2° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Crediti</b>												
<b>Conto corrente</b>	2.488,7	947,2	52,1	80,2	486,9	267,2	60,7	33,1	56,0	159,2	398,3	894,9
Beni	1.452,6	528,3	33,0	53,2	229,7	212,2	0,1	17,9	34,8	82,8	197,9	591,0
Servizi	445,2	160,3	9,1	12,0	106,3	27,1	5,8	6,6	10,5	43,0	79,6	145,2
Redditi	501,7	193,7	9,5	14,4	138,2	25,3	6,4	8,0	10,5	27,6	112,9	149,1
di cui: redditi da capitale	485,6	188,3	9,4	14,3	136,5	25,1	3,1	7,9	10,4	21,1	111,4	146,4
Trasferimenti correnti	89,1	64,9	0,5	0,6	12,7	2,6	48,5	0,6	0,3	5,8	7,9	9,5
<b>Conto capitale</b>	26,1	20,6	0,0	0,0	0,9	0,1	19,5	0,0	0,4	0,4	0,9	3,7
<b>Debiti</b>												
<b>Conto corrente</b>	2.480,0	818,6	41,3	75,9	395,1	209,0	97,3	26,1	91,1	154,9	360,2	1.029,1
Beni	1.400,2	413,5	28,0	49,0	170,7	165,8	0,0	12,0	54,7	71,9	134,2	713,8
Servizi	405,2	131,2	7,5	9,8	84,6	29,1	0,1	5,9	7,6	31,8	86,2	142,5
Redditi	508,0	169,9	5,4	16,1	130,1	10,3	8,0	6,3	28,4	45,7	132,8	124,8
di cui: redditi da capitale	498,0	164,1	5,3	16,1	128,8	6,0	8,0	6,2	28,3	45,2	131,9	122,3
Trasferimenti correnti	166,6	104,0	0,4	0,8	9,7	3,8	89,2	1,8	0,4	5,4	7,0	47,9
<b>Conto capitale</b>	11,7	1,5	0,0	0,1	0,8	0,3	0,2	0,1	0,1	0,5	1,6	7,9
<b>Saldo</b>												
<b>Conto corrente</b>	8,7	128,5	10,8	4,4	91,8	58,2	-36,6	7,0	-35,1	4,3	38,1	-134,2
Beni	52,4	114,7	5,0	4,2	59,0	46,5	0,1	5,9	-19,9	10,9	63,7	-122,8
Servizi	40,0	29,1	1,6	2,2	21,7	-2,0	5,7	0,7	2,9	11,2	-6,6	2,7
Redditi	-6,2	23,8	4,1	-1,8	8,1	15,0	-1,6	1,7	-17,9	-18,1	-20,0	24,3
di cui: redditi da capitale	-12,4	24,2	4,1	-1,8	7,7	19,1	-4,9	1,7	-17,8	-24,1	-20,5	24,2
Trasferimenti correnti	-77,5	-39,1	0,1	-0,2	3,0	-1,2	-40,8	-1,2	-0,2	0,4	0,9	-38,4
<b>Conto capitale</b>	14,3	19,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	19,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,7	-4,2

### 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 3° trim. 2006 al 2° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti diretti</b>	-177,6	-34,8	4,4	0,0	-11,2	-28,1	0,1	-18,3	1,5	-25,5	7,4	-23,9	-84,1
All'estero	-352,6	-108,5	-1,1	-6,8	-68,1	-32,6	0,0	-25,3	-5,7	-31,5	-66,7	-34,4	-80,5
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-261,9	-82,9	-1,6	-3,6	-44,8	-32,8	0,0	-17,8	-4,5	-19,2	-54,3	-21,3	-61,9
Debito	-90,7	-25,7	0,5	-3,1	-23,2	0,2	0,0	-7,5	-1,2	-12,3	-12,3	-13,2	-18,6
Nell'area dell'euro	175,0	73,7	5,5	6,8	56,8	4,5	0,1	7,0	7,2	6,0	74,1	10,5	-3,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	138,4	58,4	7,0	4,5	44,9	1,9	0,1	-0,1	2,9	4,6	64,1	2,9	5,4
Debito	36,6	15,3	-1,5	2,3	11,9	2,6	0,0	7,0	4,3	1,4	10,0	7,6	-9,0

Fonte: BCE.

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

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

(transazioni cumulate)

	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)							Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
dal 3° trim. 2006 al 2° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-572,7	-168,9	-15,1	-17,3	-122,7	-8,8	-5,0	-5,3	7,1	-11,0	-229,9	-98,1	-66,5
Azioni e altre partecipazioni	-92,1	-10,2	-3,2	-2,4	-3,2	-1,1	-0,1	2,7	-2,4	-8,2	-38,6	-38,0	2,6
Strumenti di debito	-480,6	-158,7	-11,9	-14,9	-119,5	-7,6	-4,8	-8,0	9,5	-2,8	-191,4	-60,1	-69,1
Obbligazioni e notes	-372,1	-122,7	-11,8	-15,4	-86,8	-4,5	-4,2	-6,9	-4,5	-1,6	-146,0	-33,8	-56,6
Strumenti di mercato monetario	-108,5	-36,0	-0,1	0,5	-32,7	-3,1	-0,6	-1,1	14,0	-1,2	-45,4	-26,3	-12,6

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

(transazioni cumulate)

	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)							Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
dal 3° trim. 2006 al 2° trim. 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Altri investimenti</b>	-100,7	-194,8	-16,0	5,4	-183,1	-15,4	14,3	-0,4	45,0	16,8	50,3	-0,2	8,2	-25,5
Attività	-972,6	-653,2	-17,5	-3,0	-589,0	-40,8	-2,8	-1,0	16,6	-52,9	-141,4	-50,0	-8,0	-82,9
Amministrazioni pubbliche	-3,7	-9,9	-1,5	0,8	-9,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,1	0,1	-1,0	7,5
IFM	-762,1	-500,5	-13,7	-5,4	-442,2	-39,0	-0,2	2,6	9,1	-50,9	-109,5	-37,8	-7,1	-68,0
Altri settori	-206,9	-142,7	-2,3	1,6	-137,6	-2,0	-2,4	-3,6	7,9	-2,0	-32,0	-12,2	0,1	-22,4
Passività	872,0	458,4	1,5	8,4	405,8	25,5	17,1	0,6	28,4	69,6	191,7	49,7	16,2	57,4
Amministrazioni pubbliche	4,5	4,5	-0,1	0,0	-1,1	0,0	5,7	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,1	2,7	-2,2
IFM	730,9	376,4	1,4	5,7	341,9	22,4	5,1	-1,6	26,9	53,8	138,8	45,6	13,4	77,5
Altri settori	136,6	77,4	0,3	2,7	65,1	3,1	6,2	2,2	1,8	16,2	52,8	4,0	0,0	-17,9

**5. Posizione patrimoniale sull'estero**

(consistenze di fine periodo)

	Unione Europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)							Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Investimenti diretti</b>	417,1	-47,3	-7,2	-21,0	-218,6	199,8	-0,3	37,3	-6,2	78,1	-24,5	-5,6	-0,2	385,4
All'estero	3.075,9	1.147,6	35,1	83,4	803,8	225,2	0,0	90,2	68,2	300,0	608,0	329,1	0,0	532,8
Azioni e altre partecipazioni/utigli reinvestiti	2.510,5	934,2	32,0	58,1	644,5	199,5	0,0	71,0	63,5	250,1	453,1	306,8	0,0	431,7
Debito	565,4	213,4	3,1	25,3	159,3	25,7	0,0	19,2	4,7	49,9	154,9	22,2	0,0	101,1
Nell'area dell'euro	2.658,8	1.194,9	42,3	104,4	1.022,5	25,4	0,3	52,8	74,4	221,8	632,5	334,7	0,3	147,4
Azioni e altre partecipazioni/utigli reinvestiti	2.039,8	958,9	36,8	86,2	825,4	10,2	0,2	47,0	60,7	163,9	477,0	208,9	0,0	123,4
Debito	619,0	236,0	5,5	18,2	197,1	15,2	0,1	5,8	13,7	57,9	155,5	125,8	0,3	24,0
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	4.441,3	1.375,2	65,5	140,8	1.002,5	97,9	68,6	84,5	262,7	141,1	1.452,6	527,7	32,1	565,3
Azioni e altre partecipazioni	2.012,0	487,1	12,3	58,0	393,0	23,6	0,1	22,6	181,0	128,6	670,9	216,5	1,4	303,9
Strumenti di debito	2.429,3	888,1	53,2	82,8	609,5	74,2	68,4	61,9	81,7	12,5	781,7	311,2	30,7	261,4
Obbligazioni e notes	2.051,5	730,9	48,4	70,9	471,2	72,3	68,2	59,7	62,2	8,4	657,6	271,9	29,7	231,1
Strumenti di mercato monetario	377,8	157,2	4,8	11,9	138,3	2,0	0,2	2,2	19,6	4,0	124,1	39,4	1,0	30,3
<b>Altri investimenti</b>	-200,0	103,9	86,3	13,3	121,7	31,3	-148,7	-1,4	-37,5	-49,3	-5,4	-212,8	-20,0	22,6
Attività	4.392,0	2.306,6	111,2	69,0	1.986,6	130,4	9,4	19,4	73,6	263,1	585,9	438,3	45,7	659,4
Amministrazioni pubbliche	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	48,6
IFM	2.947,1	1.730,6	95,5	47,7	1.489,5	97,2	0,6	11,0	38,8	162,3	344,0	274,4	6,6	379,5
Altri settori	1.327,9	550,9	13,6	21,2	482,9	31,7	1,4	8,4	34,7	100,7	238,8	162,5	0,6	231,4
Passività	4.592,0	2.202,8	25,0	55,7	1.864,9	99,1	158,1	20,8	111,2	312,4	591,4	651,1	65,6	636,8
Amministrazioni pubbliche	47,8	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	13,8
IFM	3.567,5	1.662,0	19,4	35,0	1.433,5	77,1	97,0	13,9	60,2	252,4	416,2	580,4	60,4	522,0
Altri settori	976,8	516,7	5,5	20,4	429,0	22,0	39,8	6,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	101,0

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							
2003	-790,7	-10,6	85,1	-930,5	-19,8	-232,3	306,7
2004	-888,7	-11,4	78,2	-1.044,7	-37,3	-165,8	281,0
2005	-837,7	-10,4	361,8	-1.233,9	-46,1	-239,6	320,1
2006	-1.024,4	-12,1	417,1	-1.523,9	-43,5	-200,0	325,8
2007 1° trim.	-1.033,5	-12,1	407,6	-1.566,2	-23,9	-182,6	331,5
2° trim.	-1.173,7	-13,6	494,9	-1.701,8	-19,9	-272,2	325,3
Attività							
2003	7.989,5	106,7	2.169,3	2.655,4	152,1	2.706,1	306,7
2004	8.799,2	113,0	2.321,2	3.036,5	157,9	3.002,7	281,0
2005	10.998,0	136,5	2.809,4	3.876,6	222,9	3.769,1	320,1
2006	12.518,5	148,4	3.075,9	4.441,3	283,4	4.392,0	325,8
2007 1° trim.	13.115,6	153,4	3.142,4	4.597,6	328,2	4.715,8	331,5
2° trim.	13.654,9	157,9	3.254,7	4.817,5	384,3	4.873,1	325,3
Passività							
2003	8.780,2	117,3	2.084,2	3.585,9	171,9	2.938,3	-
2004	9.687,9	124,4	2.243,0	4.081,3	195,1	3.168,5	-
2005	11.835,7	146,9	2.447,6	5.110,5	269,0	4.008,6	-
2006	13.542,9	160,5	2.658,8	5.965,2	326,9	4.592,0	-
2007 1° trim.	14.149,0	165,5	2.734,8	6.163,7	352,1	4.898,4	-
2° trim.	14.828,6	171,5	2.759,9	6.519,3	404,2	5.145,3	-

### 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	
2003	1.726,8	124,6	1.602,2	442,5	2,1	440,4	1.510,1	46,2	1.463,9	574,1	3,2	570,9
2004	1.893,0	149,1	1.743,8	428,2	4,3	423,9	1.669,7	51,9	1.617,7	573,3	8,4	564,9
2005	2.290,8	178,0	2.112,8	518,6	4,2	514,4	1.841,2	55,2	1.786,0	606,5	8,4	598,0
2006	2.510,5	211,2	2.299,3	565,4	3,6	561,7	2.039,8	59,8	1.980,1	619,0	7,8	611,1
2007 1° trim.	2.548,5	219,7	2.328,8	593,9	4,3	589,7	2.063,0	55,8	2.007,2	671,8	10,1	661,6
2° trim.	2.632,1	228,5	2.403,7	622,6	5,8	616,8	2.101,0	57,3	2.043,7	658,9	10,5	648,4

### 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)	Attività			Passività	Attività			
			Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori	Eurosistema			IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Altri settori			
1	2	3	4	5		6	7		8	9	10		11	12	13
2003	1,7	53,5	11,5	1.023,9	1.571,4	9,3	460,2	8,0	845,9	1.774,4	1,1	191,5	0,6	48,2	240,0
2004	2,1	73,8	16,3	1.157,5	1.766,2	8,1	541,8	9,7	940,3	2.089,1	0,9	231,4	0,4	54,3	226,0
2005	3,0	99,5	27,2	1.595,3	2.434,4	8,6	692,5	11,6	1.122,9	2.371,1	0,8	262,1	0,4	52,8	304,9
2006	2,8	119,4	37,0	1.852,8	2.932,5	10,8	818,7	13,4	1.208,6	2.738,8	8,7	301,8	0,3	67,0	293,9
2007 1° trim.	2,8	138,4	37,9	1.881,9	3.063,8	10,9	859,2	14,6	1.240,9	2.790,4	8,0	325,5	5,8	71,6	309,5
2° trim.	3,0	148,6	41,3	1.985,5	3.318,6	11,2	912,3	14,8	1.262,9	2.857,5	8,1	341,8	10,4	77,5	343,1

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

**4. Altri investimenti distinti per strumento**

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	5,2	0,7	66,0	0,2	24,0	61,1	55,3	5,8	42,4	0,0	42,3	3,8
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	23,5	64,4	56,2	8,3	42,6	0,0	42,3	3,5
2005	5,4	0,4	82,1	0,2	19,7	60,8	49,0	11,8	47,1	0,0	40,5	3,8
2006	8,4	0,4	99,9	0,2	14,1	57,8	42,4	15,4	45,1	0,0	43,9	3,8
2007 1° trim.	13,6	0,3	105,1	0,3	14,0	50,2	39,9	10,2	44,8	0,0	46,6	3,7
2° trim.	17,5	0,3	115,8	0,3	13,7	67,1	39,6	27,5	45,0	0,0	46,2	4,3

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2003	1.734,6	38,5	2.241,9	31,3	164,9	550,0	221,7	328,3	84,8	110,8	396,3	45,7
2004	1.950,8	45,4	2.423,3	42,1	170,1	607,0	277,1	329,9	93,8	115,3	417,5	49,8
2005	2.458,5	56,2	3.045,8	52,3	189,5	800,8	455,2	345,6	130,7	133,1	580,8	70,1
2006	2.879,1	59,2	3.413,5	53,8	187,7	988,7	613,5	375,2	151,5	144,5	744,5	87,7
2007 1° trim.	3.141,4	70,1	3.657,9	57,3	196,6	1.031,5	588,3	443,2	153,3	141,0	786,0	100,3
2° trim.	3.256,4	71,6	3.815,4	62,7	198,7	1.043,1	621,8	421,4	159,6	147,1	843,6	109,8

**5. Riserve ufficiali**

	Riserve ufficiali												Per memoria:			
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nettede 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															
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 1° trim.	331,5	180,4	363,109	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
2° trim.	325,3	172,8	358,768	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	0,2	84,5	25,5	0,0	0,0	26,6	-24,6
2007 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
set.	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	-	-	-	0,4	0,0	26,2	-26,8
ott.	346,6	194,4	355,749	4,6	3,7	143,9	6,7	26,6	110,1	-	-	-	0,5	0,0	26,1	-26,4
	delle quali detenute dalla Banca centrale europea															
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	7,8	13,2	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	10,4	13,2	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006	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
2° trim.	40,5	9,4	19,442	0,4	0,0	30,7	1,2	3,0	26,5	0,0	20,7	5,8	0,0	0,0	3,2	-1,6
2007 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
set.	40,1	10,2	19,442	0,5	0,0	29,4	1,3	2,2	26,0	-	-	-	0,0	0,0	3,1	-0,7
ott.	39,9	10,6	19,442	0,5	0,0	28,8	0,9	2,4	25,5	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-0,8

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	1.059,0	500,9	221,7	299,8	916,9	986,9	553,0	165,0	240,5	708,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,0	544,9	247,2	314,9	995,9	1.073,4	603,6	184,3	256,2	767,8	128,9
2005	7,8	13,5	1.240,5	590,9	270,1	335,0	1.070,0	1.225,7	704,8	208,1	276,5	842,9	186,2
2006	12,1	14,5	1.394,9	675,1	295,1	372,5	1.194,2	1.404,3	835,8	219,7	307,4	952,8	224,4
2006 1° trim.	17,1	23,4	337,0	161,4	73,2	91,2	287,2	340,9	201,3	55,6	75,1	228,3	54,9
2° trim.	10,2	16,1	341,5	165,1	73,0	91,6	292,4	349,3	207,4	56,0	76,3	236,1	57,3
3° trim.	8,8	11,3	349,6	170,8	72,5	92,7	299,8	355,2	213,8	53,9	76,9	240,3	59,9
4° trim.	12,8	8,6	366,8	177,8	76,5	96,9	314,8	358,8	213,3	54,2	79,1	248,1	52,2
2007 1° trim.	8,8	4,8	370,4	177,8	78,1	97,5	318,0	360,6	213,7	53,6	79,6	254,4	47,3
2° trim.	8,7	2,8	369,6	178,0	78,3	98,4	316,1	359,3	217,1	50,8	79,0	248,0	52,6
2007 mar.	6,4	0,2	123,4	59,4	26,1	32,5	105,9	117,8	69,8	16,7	26,5	83,5	15,3
apr.	10,7	5,3	121,1	58,7	26,2	32,3	104,3	119,3	71,9	16,8	26,2	81,7	17,2
mag.	6,1	0,6	122,3	58,7	26,0	32,7	104,0	119,0	72,3	16,8	26,0	81,9	17,6
giu.	9,3	2,8	126,2	60,6	26,2	33,4	107,8	121,0	73,0	17,2	26,7	84,4	17,9
lug.	13,6	9,1	124,6	60,3	25,7	33,3	107,2	124,1	74,5	17,6	27,0	86,0	19,2
ago.	11,3	4,3	128,9	61,9	27,0	33,6	110,5	124,4	74,0	17,5	27,6	86,9	18,9
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2003	1,0	3,6	108,5	106,3	106,9	113,2	108,4	102,1	100,3	97,3	109,8	100,2	103,0
2004	9,0	6,5	117,6	115,4	120,1	118,5	118,1	108,1	104,1	109,4	117,7	108,3	104,9
2005	4,9	5,1	123,8	120,3	129,6	123,6	124,3	114,3	107,6	124,2	123,7	116,4	109,6
2006	8,3	6,8	134,5	131,9	139,0	133,3	135,1	122,1	115,4	131,0	132,9	127,3	109,5
2006 1° trim.	11,7	9,5	130,3	127,1	137,4	131,0	130,3	118,4	111,5	129,9	129,2	122,2	104,7
2° trim.	5,9	5,4	132,3	130,0	137,9	130,8	133,1	121,2	113,8	133,5	133,0	127,1	107,5
3° trim.	5,8	5,4	134,8	132,9	137,4	132,8	135,8	122,9	117,1	129,7	132,7	127,8	116,8
4° trim.	10,1	7,0	140,5	137,4	143,3	138,6	141,2	126,0	119,0	130,9	136,7	131,9	108,9
2007 1° trim.	7,1	5,8	141,0	135,7	145,8	138,3	141,7	126,3	118,5	130,6	137,3	134,4	101,5
2° trim.	5,7	2,4	139,2	134,4	145,3	138,8	139,8	124,3	118,2	125,2	135,5	131,1	106,0
2007 mar.	4,6	1,2	140,6	135,9	144,7	138,3	141,2	123,6	115,9	123,0	137,0	132,7	97,2
apr.	7,9	5,7	137,3	133,5	145,9	137,1	138,8	124,3	118,2	123,9	134,5	129,4	105,3
mag.	3,0	1,4	138,2	133,0	144,6	137,9	137,9	124,1	118,8	124,8	134,3	130,1	106,9
giu.	6,1	0,5	142,2	136,7	145,5	141,4	142,7	124,4	117,6	126,8	137,7	133,6	105,7
lug.	10,3	7,5	140,4	136,2	142,2	140,2	141,9	127,7	119,8	130,3	138,4	135,9	112,6
ago.	9,0	4,9	146,0	140,1	150,2	142,7	146,9	129,0	120,4	130,5	141,8	138,6	113,8
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	113,0	122,7	93,3	105,6	101,6	170,6
2° trim.	4,0	10,1	103,3	103,7	98,3	106,9	101,2	113,0	123,8	91,5	104,2	101,0	173,5
3° trim.	2,8	5,6	103,8	104,9	98,1	106,6	101,7	113,3	124,0	90,5	105,3	102,2	166,6
4° trim.	2,5	1,5	104,5	105,6	99,2	106,7	102,7	111,6	121,8	90,1	105,1	102,2	156,1
2007 1° trim.	1,6	-1,0	105,1	107,0	99,5	107,6	103,4	112,0	122,6	89,5	105,4	102,8	151,6
2° trim.	2,8	0,4	106,2	108,1	100,2	108,2	104,2	113,4	124,8	88,4	105,9	102,9	161,4
2007 mar.	1,7	-1,0	105,4	107,1	100,4	107,4	103,7	112,1	122,7	88,9	105,4	102,6	153,2
apr.	2,5	-0,4	105,8	107,7	100,2	107,8	103,9	113,0	123,9	88,5	106,4	102,9	159,1
mag.	3,0	-0,8	106,3	108,1	100,1	108,5	104,2	112,8	124,1	88,1	105,6	102,6	160,2
giu.	3,0	2,2	106,5	108,6	100,3	108,2	104,4	114,5	126,5	88,5	105,8	103,0	165,1
lug.	3,0	1,5	106,5	108,5	100,7	108,8	104,4	114,4	126,8	88,4	106,5	103,1	166,4
ago.	2,1	-0,6	106,0	108,3	100,1	107,7	104,0	113,4	125,3	87,9	106,0	102,3	162,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (indici di volume e destagionalizzazione degli indici di valore unitario).

**7.5 Commercio di beni**

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

**2. Scomposizione per area geografica**

	Totale	Unione Europea 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone	Altri paesi asiatici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2003	1.059,0	24,9	38,6	194,6	125,2	29,2	62,9	24,8	167,0	35,1	31,3	134,7	59,4	37,8	93,5
2004	1.146,0	25,8	42,1	204,3	138,7	35,9	66,6	31,9	172,6	40,4	33,3	151,6	64,5	40,6	97,5
2005	1.240,5	29,0	45,2	202,9	158,4	43,7	70,8	34,7	185,1	43,3	34,0	166,4	73,3	46,9	106,7
2006	1.394,9	31,7	49,8	216,6	195,5	55,2	77,7	38,9	201,0	53,9	34,5	184,9	77,9	54,8	122,3
2006 2° trim.	341,5	7,9	12,2	53,9	48,1	12,9	18,6	9,9	49,7	12,7	8,4	45,0	19,2	13,5	29,6
3° trim.	349,6	7,9	12,7	54,7	49,7	14,2	19,6	9,7	49,9	13,7	8,7	46,0	19,3	13,7	29,8
4° trim.	366,8	8,1	13,1	54,7	52,3	15,6	21,0	9,7	51,1	14,7	8,6	49,1	20,1	14,3	34,4
2007 1° trim.	370,4	8,3	13,5	56,6	54,1	15,8	20,5	10,3	49,9	14,4	8,8	49,1	21,4	14,9	32,9
2° trim.	369,6	8,4	13,9	56,0	55,4	16,7	20,0	9,9	48,5	14,9	8,9	49,0	21,4	15,4	31,4
3° trim.	381,9	.	.	.	.	17,0	20,6	10,2	49,1	15,3	8,3	50,7	22,1	15,6	.
2007 apr.	121,1	2,8	4,5	18,5	18,2	5,4	6,6	3,3	16,5	4,8	2,9	16,2	7,1	5,3	9,2
mag.	122,3	2,8	4,7	18,3	18,4	5,6	6,7	3,3	15,4	5,1	2,9	16,2	7,1	5,0	10,9
giu.	126,2	2,8	4,8	19,2	18,8	5,7	6,7	3,3	16,6	5,0	3,1	16,6	7,3	5,1	11,3
lug.	124,6	2,9	4,8	19,4	19,1	5,7	6,7	3,3	16,3	5,0	2,8	17,0	7,3	5,2	9,1
ago.	128,9	2,9	4,8	20,1	19,5	5,7	6,9	3,5	16,4	5,1	2,9	17,0	7,4	5,4	11,2
set.	128,4	.	.	.	.	5,6	6,9	3,5	16,3	5,2	2,6	16,8	7,3	5,1	.
<b>percentuale delle esportazioni totali</b>															
2006	100,0	2,3	3,6	15,5	14,0	4,0	5,6	2,8	14,4	3,9	2,5	13,3	5,6	3,9	8,8
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2003	986,9	23,7	36,9	138,6	109,0	47,4	50,5	19,4	110,5	74,4	52,1	142,8	68,8	39,9	72,9
2004	1.073,4	25,4	39,8	144,4	116,8	56,6	53,3	23,2	113,3	92,3	54,0	162,3	72,8	45,1	74,1
2005	1.225,7	26,3	42,2	152,4	129,4	76,2	58,0	25,5	119,9	117,9	53,0	191,3	95,9	53,7	83,7
2006	1.404,3	28,4	47,7	166,6	154,5	95,6	62,4	29,5	131,0	144,4	56,9	217,6	110,6	66,2	93,0
2006 2° trim.	349,3	7,0	11,6	42,9	37,7	25,5	15,4	7,5	32,3	35,5	14,2	54,9	27,3	16,3	21,4
3° trim.	355,2	7,2	12,1	41,4	39,5	24,1	16,1	7,5	32,8	35,9	14,3	54,8	28,1	16,8	24,7
4° trim.	358,8	7,1	12,6	40,8	41,6	22,2	15,9	7,6	33,5	39,5	14,3	54,1	27,9	17,4	24,4
2007 1° trim.	360,6	7,0	12,9	40,8	42,4	22,6	16,9	7,9	33,6	42,1	14,9	53,8	26,5	17,9	21,4
2° trim.	359,3	7,1	12,8	41,5	43,4	23,7	16,5	7,9	32,1	39,8	14,0	53,0	26,9	18,3	22,4
3° trim.	373,0	.	.	.	.	23,6	17,2	8,1	32,9	44,6	14,4	53,6	27,6	18,7	.
2007 apr.	119,3	2,4	4,3	13,9	14,1	8,0	5,7	2,6	10,6	13,0	4,5	17,4	8,4	6,0	8,4
mag.	119,0	2,2	4,3	13,5	14,3	7,8	5,1	2,6	10,9	13,1	4,8	17,7	8,9	6,1	7,7
giu.	121,0	2,4	4,2	14,1	15,0	7,9	5,6	2,7	10,6	13,7	4,8	17,9	9,6	6,2	6,2
lug.	124,1	2,5	4,2	14,4	14,7	8,2	5,7	2,7	10,9	14,8	4,7	18,4	9,4	6,1	7,5
ago.	124,4	2,4	4,4	14,5	15,2	7,8	5,8	2,7	10,8	15,0	5,0	18,1	9,1	6,2	7,4
set.	124,5	.	.	.	.	7,6	5,7	2,7	11,2	14,8	4,7	17,2	9,2	6,4	.
<b>percentuale delle importazioni totali</b>															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	11,0	6,8	4,4	2,1	9,3	10,3	4,1	15,5	7,9	4,7	6,6
<b>Saldo</b>															
2003	72,1	1,1	1,7	56,0	16,2	-18,2	12,4	5,4	56,5	-39,3	-20,8	-8,1	-9,4	-2,1	20,6
2004	72,6	0,4	2,3	59,9	21,9	-20,7	13,3	8,6	59,3	-51,9	-20,7	-10,7	-8,3	-4,5	23,5
2005	14,8	2,6	3,0	50,5	29,1	-32,5	12,8	9,2	65,1	-74,6	-19,0	-24,9	-22,7	-6,8	23,0
2006	-9,4	3,3	2,1	50,0	41,0	-40,4	15,3	9,4	70,1	-90,4	-22,3	-32,7	-32,7	-11,5	29,4
2006 2° trim.	-7,8	0,9	0,7	11,0	10,4	-12,6	3,2	2,5	17,4	-22,8	-5,8	-9,9	-8,2	-2,8	8,2
3° trim.	-5,7	0,7	0,7	13,3	10,3	-9,8	3,5	2,2	17,1	-22,2	-5,7	-8,7	-8,9	-3,2	5,1
4° trim.	8,0	1,1	0,5	13,9	10,7	-6,5	5,0	2,1	17,7	-24,8	-5,7	-5,1	-7,8	-3,2	10,0
2007 1° trim.	9,8	1,3	0,5	15,9	11,8	-6,9	3,6	2,4	16,3	-27,8	-6,1	-4,7	-5,1	-3,0	11,5
2° trim.	10,3	1,3	1,1	14,5	11,9	-7,0	3,5	2,0	16,4	-24,9	-5,2	-4,0	-5,5	-2,9	9,0
3° trim.	8,9	.	.	.	.	-6,6	3,4	2,2	16,2	-29,3	-6,1	-2,9	-5,6	-3,1	.
2007 apr.	1,7	0,4	0,2	4,6	4,1	-2,6	0,9	0,7	5,9	-8,2	-1,6	-1,2	-1,4	-0,8	0,7
mag.	3,4	0,6	0,4	4,8	4,1	-2,2	1,5	0,7	4,6	-8,0	-1,9	-1,5	-1,8	-1,1	3,2
giu.	5,2	0,4	0,5	5,1	3,8	-2,3	1,0	0,6	5,9	-8,7	-1,6	-1,2	-2,3	-1,1	5,1
lug.	0,5	0,4	0,6	5,0	4,4	-2,5	1,1	0,6	5,4	-9,8	-1,9	-1,4	-2,0	-1,0	1,7
ago.	4,5	0,5	0,4	5,7	4,3	-2,1	1,1	0,8	5,6	-9,8	-2,1	-1,1	-1,7	-0,9	3,8
set.	3,9	.	.	.	.	-2,0	1,2	0,8	5,2	-9,6	-2,1	-0,4	-1,9	-1,3	.

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



## TASSI DI CAMBIO

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

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

	TCE-24						TCE-44	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	104,3	105,1	104,2	103,5	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	106,4
2006 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	104,7	-	-	-	112,7	105,4
apr.	107,1	107,8	105,0	-	-	-	113,7	106,3
mag.	107,3	107,9	104,6	-	-	-	113,6	106,1
giu.	106,9	107,4	104,2	-	-	-	113,1	105,6
lug.	107,6	108,1	104,7	-	-	-	113,9	106,3
ago.	107,1	107,7	104,7	-	-	-	113,7	106,0
set.	108,2	108,8	105,5	-	-	-	114,7	107,0
ott.	109,4	110,0	106,4	-	-	-	115,7	107,9
nov.	111,0	111,6	107,8	-	-	-	117,6	109,6
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2007 nov.	1,4	1,5	1,3	-	-	-	1,6	1,6
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2007 nov.	6,2	6,0	3,8	-	-	-	5,8	5,2

### F35 Tassi di cambio effettivi

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

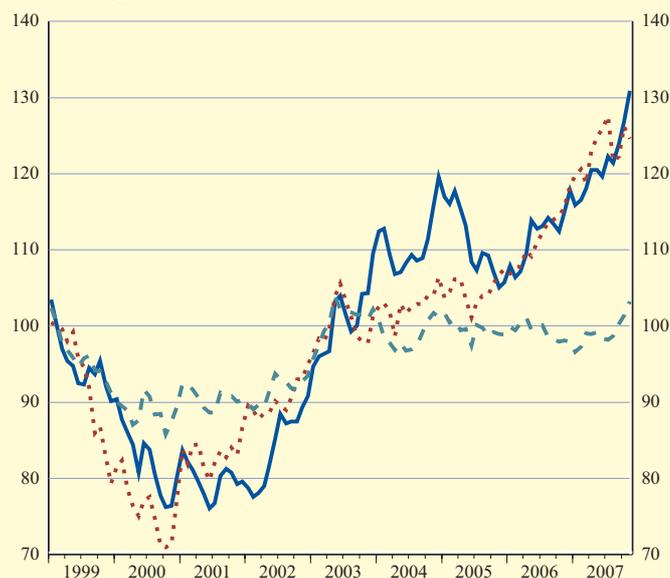
— TCE-24 nominale  
 ..... TCE-24 reale IPC



### 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 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
ott.	7,4534	9,1735	0,69614	1,4227	164,95	1,6706	1,301,67	11,0327	2,0849	1,3891	7,6963	1,5837
nov.	7,4543	9,2889	0,70896	1,4684	162,89	1,6485	1,348,46	11,4211	2,1242	1,4163	7,9519	1,6373
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2007 nov.	0,0	1,3	1,8	3,2	-1,2	-1,3	3,6	3,5	1,9	2,0	3,3	3,4
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2007 nov.	0,0	2,1	5,2	14,0	7,8	3,5	11,9	13,9	6,0	-3,2	-3,5	-1,9
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno <sup>1)</sup>	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	40,022	1,9533	40,510	
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	
2006	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	
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 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	
ott.	27,335	15,6466	0,58420	0,7030	3,4528	251,02	0,4293	3,7062	33,624	1,9558	3,3537	
nov.	26,733	15,6466	0,58420	0,7005	3,4528	254,50	0,4293	3,6575	33,232	1,9558	3,4739	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2007 nov.	-2,2	0,0	0,0	-0,4	0,0	1,4	0,0	-1,3	-1,2	0,0	3,6	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2007 nov.	-4,6	0,0	1,1	0,5	0,0	-1,7	0,0	-4,4	-7,4	0,0	-0,6	
	Yuan renminbi cinese <sup>2)</sup>	Kuna croata <sup>2)</sup>	Corona islandese	Rupia indonesiana <sup>2)</sup>	Ringgit malese <sup>2)</sup>	Dollaro neozelandese	Peso filippino <sup>2)</sup>	Rublo russo <sup>2)</sup>	Rand sud africano	Bath thailandese <sup>2)</sup>	Nuova lira turca <sup>3)</sup>	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777,052	
2005	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2006	10,0096	7,3247	87,76	11.512,37	4,6044	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	1,8090	
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 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	
ott.	10,6741	7,3284	86,30	12.945,80	4,8005	1,8739	62,894	35,4008	9,6371	44,898	1,7089	
nov.	10,8957	7,3365	89,34	13.608,92	4,9279	1,9231	63,271	35,9174	9,8553	46,120	1,7498	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2007 nov.	2,1	0,1	3,5	5,1	2,7	2,6	0,6	1,5	2,3	2,7	2,4	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2007 nov.	7,6	-0,2	0,1	15,6	5,0	-0,2	-1,4	4,8	5,3	-2,0	-6,9	

Fonte: BCE.

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

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

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



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

### 9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Indicatori economici e finanziari

	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
<b>IACP</b>														
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
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
3° trim.	9,0	2,7	1,0	6,7	2,3	10,4	5,9	7,3	0,4	2,4	5,1	1,4	1,4	1,8
2007 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
set.	11,0	2,8	1,2	7,5	2,3	11,5	7,1	6,4	0,9	2,7	6,1	1,7	1,6	1,8
ott.	10,6	4,0	1,8	8,7	2,7	13,2	7,6	6,9	1,6	3,1	6,9	2,4	1,9	2,1
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>														
2004	2,3	-3,0	1,9	1,8	-4,1	-1,0	-1,5	-6,5	-4,9	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,4
2005	2,0	-3,5	4,6	1,9	-2,4	-0,4	-0,5	-7,8	-3,1	-4,3	-1,4	-2,8	2,4	-3,3
2006	3,2	-2,9	4,6	3,6	-1,2	-0,3	-0,6	-9,2	-2,5	-3,8	-1,9	-3,7	2,5	-2,7
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>														
2004	37,9	30,4	44,0	5,1	70,2	14,5	19,4	59,4	72,7	45,7	18,8	41,4	52,4	40,4
2005	29,2	30,2	36,3	4,4	69,1	12,5	18,6	61,6	70,8	47,1	15,8	34,2	52,2	42,1
2006	22,8	30,1	30,3	4,0	65,2	10,6	18,2	65,6	64,7	47,6	12,4	30,4	47,0	43,2
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo</b>														
2007 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
set.	4,44	4,54	4,36	-	4,45	5,21	4,72	6,67	4,85	5,69	6,93	4,61	4,22	5,05
ott.	4,59	4,50	4,39	-	4,60	5,06	4,72	6,61	4,92	5,64	6,93	4,64	4,31	5,00
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo</b>														
2007 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
set.	5,25	3,46	4,85	5,21	4,31	11,06	5,59	7,72	4,37	5,09	6,82	4,32	4,22	6,65
ott.	5,59	3,55	4,84	5,22	4,34	12,75	5,93	7,60	4,37	5,13	6,82	4,33	4,37	6,27
<b>PIL a prezzi costanti</b>														
2005	6,2	6,5	3,1	10,2	3,9	10,6	7,9	4,1	3,1	3,6	4,2	6,6	3,3	1,8
2006	6,1	6,4	3,5	11,2	3,8	11,9	7,7	3,9	3,2	6,2	7,7	8,5	4,1	2,8
2007 1° trim.	6,2	6,2	2,9	10,1	4,0	11,2	7,6	2,6	3,5	6,7	6,0	8,3	3,2	3,1
2° trim.	6,6	6,0	0,5	7,6	3,8	11,0	7,6	1,6	3,7	6,6	5,6	9,3	2,9	3,1
3° trim.	.	.	1,7	.	.	.	11,6	.	.	5,8	5,7	9,4	2,6	3,2
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>														
2005	-11,0	-1,5	4,5	-9,3	-5,3	-11,2	-5,9	-6,0	-5,5	-1,3	-7,9	-8,5	6,9	-2,3
2006	-15,0	-2,8	2,6	-13,2	-5,7	-21,1	-9,6	-5,9	-3,7	-2,6	-10,5	-7,1	6,3	-3,2
2006 4° trim.	-25,3	-4,8	1,2	-14,1	-25,4	-26,0	-10,5	-4,1	-4,0	-3,3	-10,0	-6,2	7,1	-3,8
2007 1° trim.	-27,3	2,1	-2,1	-21,1	-13,2	-24,4	-12,2	-5,0	-10,1	-2,4	-16,9	1,0	9,4	-3,6
2° trim.	-19,2	-4,8	2,8	-12,9	-2,9	-22,7	-14,6	-6,6	-4,7	-4,2	-16,0	-6,9	5,0	-2,4
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>														
2005	2,4	-0,7	0,9	2,6	1,4	15,2	5,9	3,1	0,3	0,3	.	4,3	0,0	3,9
2006	4,5	1,0	2,2	8,0	-0,2	14,0	8,5	.	0,5	.	.	1,7	0,4	2,5
2007 1° trim.	14,6	3,1	4,4	16,0	-	-	4,6	-	-0,3	-	-	2,5	4,1	0,5
2° trim.	13,2	2,6	6,3	20,1	-	-	7,7	-	-0,2	-	-	-0,4	3,7	2,5
3° trim.	.	.	3,9	.	-	-	.	-	.	-	-	0,3	2,8	.
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,2	7,2	7,3	17,7	7,1	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
2007 1° trim.	7,7	5,8	4,0	4,9	4,0	6,4	4,7	7,3	6,6	10,8	6,4	11,3	6,5	5,4
2° trim.	7,0	5,5	3,7	5,1	3,9	5,8	4,4	7,2	6,4	9,9	6,7	11,3	6,1	5,3
3° trim.	6,5	5,2	3,2	5,5	3,8	5,3	4,3	7,2	6,3	9,2	7,2	11,2	5,7	.
2007 giu.	6,8	5,4	3,7	5,2	3,8	5,6	4,2	7,2	6,4	9,6	6,8	11,3	5,8	5,2
lug.	6,7	5,3	3,3	5,4	3,9	5,5	4,4	7,2	6,3	9,5	7,1	11,2	5,6	5,2
ago.	6,5	5,2	3,3	5,5	3,8	5,3	4,2	7,3	6,3	9,2	7,2	11,2	5,8	5,2
set.	6,3	5,1	3,2	5,6	3,7	5,2	4,2	7,2	6,3	8,9	7,3	11,2	5,9	.
ott.	6,2	5,0	2,9	5,4	3,8	5,0	4,3	7,3	6,2	8,8	7,3	11,2	5,8	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

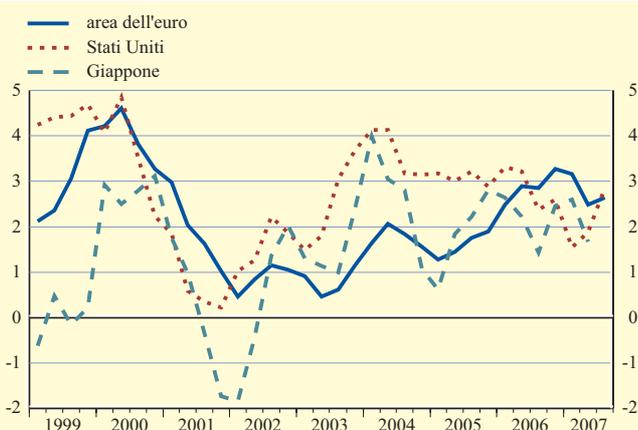
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2003	2,3	0,8	2,5	1,3	6,0	7,0	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	-0,1	3,6	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	-0,5	3,1	4,0	5,1	4,4	3,56	4,28	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	5,0	4,6	4,8	5,19	4,79	1,2556	-2,6	48,7
2006 3° trim.	3,3	-3,9	2,4	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	-2,9	48,6
4° trim.	1,9	0,4	2,6	3,6	4,5	4,9	5,37	4,63	1,2887	-2,1	48,7
2007 1° trim.	2,4	0,9	1,5	2,3	4,5	5,4	5,36	4,68	1,3106	-3,0	49,7
2° trim.	2,7	2,4	1,9	2,0	4,5	6,2	5,36	4,84	1,3481	-2,6	48,7
3° trim.	2,4	2,8	2,8	1,9	4,6	6,4	5,45	4,74	1,3738	.	.
2007 lug.	2,4	-	-	2,4	4,6	6,0	5,36	5,01	1,3716	-	-
ago.	2,0	-	-	1,6	4,6	6,6	5,48	4,68	1,3622	-	-
set.	2,8	-	-	1,7	4,7	6,7	5,49	4,51	1,3896	-	-
ott.	3,5	-	-	2,4	4,7	6,3	5,15	4,52	1,4227	-	-
nov.	.	-	-	.	.	.	4,96	4,16	1,4684	-	-
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	2,4	5,9	4,1	0,6	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 1° trim.	-0,1	-2,2	2,5	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
2° trim.	-0,1	.	1,5	2,4	3,8	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
3° trim.	-0,1	.	2,2	2,7	3,8	1,9	0,89	1,72	161,90	.	.
2007 lug.	0,0	.	-	3,2	3,6	2,1	0,77	1,89	166,76	-	-
ago.	-0,2	.	-	4,4	3,8	1,8	0,92	1,65	159,05	-	-
set.	-0,2	.	-	0,8	4,0	1,8	0,99	1,61	159,82	-	-
ott.	0,3	.	-	4,7	4,0	1,9	0,97	1,66	164,95	-	-
nov.	.	.	-	.	.	.	0,91	1,51	162,89	-	-

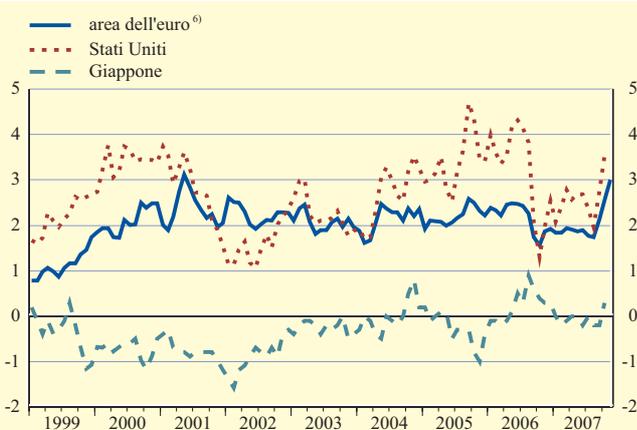
### F37 PIL a prezzi costanti

(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	<b>S12</b>
F2	Contropartite	<b>S12</b>
F3	Componenti degli aggregati monetari	<b>S13</b>
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	<b>S13</b>
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	<b>S14</b>
F6	Prestiti alle famiglie	<b>S15</b>
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F8	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F10	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	<b>S19</b>
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	<b>S20</b>
F14	Attività totali dei fondi di investimento	<b>S24</b>
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	<b>S35</b>
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	<b>S37</b>
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S38</b>
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S39</b>
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>S40</b>
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	<b>S41</b>
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	<b>S43</b>
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	<b>S43</b>
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	<b>S44</b>
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	<b>S44</b>
F25	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F26	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	<b>S45</b>
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	<b>S46</b>
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	<b>S59</b>
F29	Debito (definizione di Maastricht)	<b>S59</b>
F30	Saldi di conto corrente	<b>S60</b>
F31	Investimenti diretti e di portafoglio	<b>S60</b>
F32	Conto dei beni	<b>S61</b>
F33	Conto dei servizi	<b>S61</b>
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	<b>S65</b>
F35	Tassi di cambio effettivi	<b>S72</b>
F36	Tassi di cambio bilaterali	<b>S72</b>
F37	PIL a prezzi costanti	<b>S75</b>
F38	Indici dei prezzi al consumo	<b>S75</b>



## NOTE TECNICHE

### RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(a) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze corrette al mese  $t$  (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

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

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

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

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

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

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

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

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

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

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

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA <sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette <sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

#### CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.
- 2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo lordo e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo lordo e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito solo per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'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:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(m) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze nozionali al mese  $t$ . Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

## DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

## RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industria-

<sup>4)</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

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](http://www.ecb.europa.eu)). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 5 dicembre 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 monetarie<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

#### CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non 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 termine<sup>3)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001<sup>4)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrika* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro<sup>5)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>6)</sup>. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2

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 2000<sup>7)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno

7) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

2002<sup>8)</sup> sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle Banche Centrali Nazionali.

### TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>9)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>10)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

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](http://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 cumulate di b.d.p. negli ultimi quattro trimestri; la tavola 5 presenta una scomposizione geografica della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine dell'anno scorso. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.4 sono redatte sulla base delle posizioni nei confronti dei non residenti nell'area, considerando l'area dell'euro come

una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio. La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella sezione 7.5, insieme ai corrispondenti dati per la BCE. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, 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, Thailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

## EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.



## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>



### 13 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

### 14 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 25 a 30 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2005. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2005. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

**3 FEBBRAIO, 3 MARZO, 7 APRILE, 4 MAGGIO,  
2 GIUGNO, 7 LUGLIO, 4 AGOSTO,  
1° SETTEMBRE, 6 OTTOBRE  
E 3 NOVEMBRE 2005**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

### 1 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,25 per cento, con effetto

dall'operazione con regolamento il 6 dicembre 2005. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 3,25 e all'1,25 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2005.

### 16 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 30 a 40 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2006. Tale incremento tiene conto di due fattori: in primo luogo, ci si attende che le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro aumenteranno ulteriormente nel 2006; in secondo luogo, l'Eurosistema ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2007.

### 12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2004, cfr. le pagine 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE, le pagine 231-232 del Rapporto Annuale 2001 della BCE, la pagina 246 del Rapporto Annuale 2002 della BCE, le pagine 229-230 del Rapporto Annuale 2003 della BCE e le pagine 227-228 del Rapporto Annuale 2004 della BCE.

## **2 MARZO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

## **6 APRILE E 4 MAGGIO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

## **8 GIUGNO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

## **6 LUGLIO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

## **3 AGOSTO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

## **31 AGOSTO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

## **5 OTTOBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'11 ottobre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dall'11 ottobre 2006.

## **2 NOVEMBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

#### **7 DICEMBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 dicembre 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,50 e al 2,50 per cento, a decorrere dal 13 dicembre 2006.

#### **21 DICEMBRE 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare, da 40 a 50 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2007. Tale incremento tiene conto dei seguenti aspetti: le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro sono cresciute marcatamente negli ultimi anni e ci si attende che aumentino ulteriormente nel 2007. L'Eurosistema, pertanto, ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2008.

#### **11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

#### **8 MARZO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

#### **12 APRILE E 10 MAGGIO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

#### **6 GIUGNO 2007**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

#### **5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE E 6 DICEMBRE 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.





# IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)



## I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET

Nel terzo trimestre del 2007 il sistema Target ha regolato in media giornaliera 361.130 pagamenti, per un valore totale medio giornaliero di 2.436 miliardi di euro. Rispetto al trimestre precedente ciò ha rappresentato una riduzione del 2 per cento in termini di volume, ma un aumento dell'1 per cento in termini di valore, mentre nel confronto con il corrispondente periodo dello scorso anno c'è stato un incremento del 15 e del 20 per cento rispettivamente in termini di volume e di valore. La quota di mercato complessiva di Target è rimasta al livello elevato dell'89 per cento in termini di valore, quella in termini di volume ha raggiunto il 60 per cento. Il maggiore traffico si è osservato il 28 settembre, l'ultimo giorno del trimestre, quando sono stati trattati in totale 515.573 pagamenti.

## PAGAMENTI ALL'INTERNO DEGLI STATI MEMBRI

Nel terzo trimestre del 2007 Target ha gestito un numero medio giornaliero di 280.952 pagamenti interni agli Stati membri, per un valore medio giornaliero di 1.536 miliardi di euro, facendo segnare, rispetto al trimestre precedente, una riduzione del 2 per cento in termini di volume e dell'1

per cento in termini di valore. Nel confronto con lo stesso periodo del 2006, il volume e il valore dei pagamenti sono aumentati del 16 per cento. Le operazioni interne agli Stati membri hanno rappresentato il 78 e il 63 per cento del totale regolato in Target, rispettivamente in volume e in valore. Il loro valore unitario medio è rimasto a 5,4 milioni di euro. Il 64 per cento di tali pagamenti è stato di importo unitario inferiore ai 50.000 euro, mentre il 10 per cento è stato di importo superiore al milione di euro. Su base media giornaliera, 185 pagamenti all'interno degli Stati membri hanno superato il valore di un miliardo di euro. Il giorno del trimestre di maggiore traffico per questo tipo di pagamenti è stato il 28 settembre, quando ne sono stati trattati in totale 398.081.

## PAGAMENTI TRA STATI MEMBRI

Nel terzo trimestre del 2007 il numero medio giornaliero di pagamenti fra Stati membri regolati in Target è stato pari a 80.178, per un valore medio giornaliero di 900 miliardi; rispetto al trimestre precedente, ciò rappresenta una riduzione del 3 per cento in termini di volume, ma un aumento del 3 per cento in termini di valore. Nel confronto con il corrispondente periodo del-

**Tavola 1 Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: volume delle transazioni**

(numero dei pagamenti)	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.
<b>Target</b>					
Totale pagamenti Target					
volume totale	20.313.134	22.062.699	22.069.092	22.882.111	23.473.483
media giornaliera	313.247	350.202	344.830	369.066	361.130
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
volume totale	15.686.100	17.153.073	17.071.952	17.746.830	18.261.887
media giornaliera	241.873	272.271	266.749	286.239	280.952
Pagamenti Target tra Stati membri					
volume totale	4.627.034	4.909.629	4.997.140	5.135.281	5.211.596
media giornaliera	71.374	77.931	78.080	82.827	80.178
<b>Altri sistemi</b>					
Euro1 (EBA)					
volume totale	11.712.173	12.390.099	12.540.775	13.252.906	13.210.577
media giornaliera	180.593	196.668	195.876	213.757	203.240
Paris Net Settlement (PNS)					
volume totale	1.587.129	1.700.859	1.678.885	1.659.684	1.636.102
media giornaliera	24.512	26.998	26.235	26.769	25.171
Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
volume totale	144.456	136.200	136.111	173.124	150.046
media giornaliera	2.224	2.162	2.126	2.792	2.308

**Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: valore delle transazioni**

(miliardi di euro)					
	2006 3° trim.	2006 4° trim.	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.
<b>Target</b>					
Totale pagamenti Target					
ammontare totale	131.843	137.943	143.598	150.143	158.305
media giornaliera	2.031	2.190	2.244	2.422	2.436
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
ammontare totale	85.847	90.307	93.776	95.905	99.826
media giornaliera	1.322	1.434	1.465	1.547	1.536
Pagamenti Target tra Stati membri					
ammontare totale	45.995	47.637	49.822	54.237	58.478
media giornaliera	709	756	778	875	900
<b>Altri sistemi</b>					
Euro1 (EBA)					
ammontare totale	12.399	12.766	13.480	13.876	15.112
media giornaliera	191	203	210	224	233
Paris Net Settlement (PNS)					
ammontare totale	3.572	3.795	3.883	4.459	4.571
media giornaliera	55	60	61	72	70
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
ammontare totale	111	114	128	115	111
media giornaliera	2	2	2	2	2

lo scorso anno, c'è stato un incremento del 12 e del 27 per cento rispettivamente in termini di volume e di valore. In rapporto al numero medio giornaliero di pagamenti tra Stati membri, la componente interbancaria ha rappresentato il 48 per cento in termini di volume e il 95 per cento in termini di valore. Il valore unitario medio delle operazioni interbancarie è aumentato, rispetto al trimestre precedente, da 21,1 a 22,2 milioni di euro, mentre quello dei pagamenti per conto della clientela è rimasto a 1,1 milioni di euro. Il 64 per cento dei pagamenti fra Stati membri è stato di importo inferiore a 50.000 euro, mentre il 15 per cento ha superato il milione di euro. In media giornaliera, 85 pagamenti tra Stati membri hanno ecceduto il miliardo di euro. Il maggiore traffico per questo tipo di pagamenti nel terzo trimestre si è verificato il 28 settembre, quando ne sono stati trattati in totale 117.492.

#### DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET

Nel terzo trimestre del 2007 il sistema ha registrato una disponibilità complessiva del 99,94

per cento (99,88 nel trimestre precedente). Gli "incidenti" che hanno prodotto effetti sulla disponibilità di Target sono stati 9, 4 in meno ri-

**Tavola 3 Disponibilità di Target per ciascuna componente nazionale e per il meccanismo dei pagamenti della BCE**

Componenti di Target	Disponibilità 3° trim. 2007 (in percentuale)
Belgio	100,00%
Danimarca	99,96%
Germania	100,00%
Estonia	100,00%
Irlanda	100,00%
Grecia	100,00%
Spagna	99,96%
Francia	99,86%
Italia	100,00%
Lussemburgo	99,95%
Paesi Bassi	100,00%
Austria	100,00%
Polonia	100,00%
Portogallo	99,75%
Finlandia	99,54%
Regno Unito	100,00%
Meccanismo dei pagamenti della BCE	99,96%
Disponibilità complessiva di Target	99,94%

spetto al trimestre precedente. Gli incidenti presi in considerazione per calcolare la disponibilità di Target sono quelli che impediscono l'esecuzione dei pagamenti per un intervallo pari o superiore a dieci minuti. Nel terzo trimestre del 2007 non si è verificato alcun incidente di durata superiore a due ore. Il 20 settembre, tuttavia, si è verificato un incidente che ha ritardato di mezz'ora la chiusura del sistema. La tavola 3 riporta i valori della disponibilità per ciascuna componente nazionale di Target e per il meccanismo

dei pagamenti della BCE (*ECB payment mechanism*). Nel trimestre in esame il 97,84 per cento dei pagamenti tra Stati membri è stato regolato in meno di cinque minuti, il 2,02 per cento in un intervallo compreso fra 5 e 15 minuti e lo 0,47 per cento ha richiesto un tempo compreso tra i 15 e i 30 minuti. In media giornaliera, il tempo di regolamento è stato superiore ai 30 minuti per 50 pagamenti, una cifra che va valutata tenendo conto che ogni giorno sono stati regolati in media 80.178 pagamenti fra Stati membri.



## 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 settembre e novembre 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](mailto:info@ecb.europa.eu).

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

### RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 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.*  
*Cambiamenti strutturali e concentrazione del mercato azionario: implicazioni per l'efficienza del sistema finanziario e per la politica monetaria, novembre 2007.*  
*L'introduzione di statistiche sui conti trimestrali per settore relative all'area dell'euro, novembre 2007.*

#### **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. Athanassiou, 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. Drčviņa, 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. Bindsted 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 challenges*, di U. Baumann e F. Di Mauro, marzo 2007.
- 56 *Assessing fiscal soundness: theory and practice*, di N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother e J. P. Vidal, marzo 2007.
- 57 *Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe*, di S. Herrmann e E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 *Long-term growth prospects for the Russian economy*, di R. Beck, A. Kamps e E. Mileva, marzo 2007.
- 59 *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience*, di C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler e T. Rautanen, aprile 2007.
- 60 *Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa*, di U. Böwer, A. Geis e A. Winkler, aprile 2007.
- 61 *Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach*, di O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini e T. Zumer, aprile 2007.
- 62 *Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective*, di J. A. Garcia e A. van Rixtel, giugno 2007.
- 63 *Corporate finance in the euro area – including background material*, a cura della Task Force del Monetary Policy Committee del SEBC, giugno 2007.
- 64 *The use of portfolio credit risk models in central banks*, prodotto dalla Task force del Comitato per le operazioni di mercato del SEBC, luglio 2007.
- 65 *The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations*, di F. Coppens, F. González e G. Winkler, luglio 2007.
- 66 *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature*, di N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert e G. Vitale, luglio 2007.
- 67 *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*, di J. M. Israël e C. Sánchez Muñoz, luglio 2007.
- 68 *The securities custody industry*, di D. Chan, F. Fontan, S. Rosati e D. Russo, agosto 2007.
- 69 *Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy*, di M. Sturm e F. Gurtner, agosto 2007.

- 70 *The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF*, di M. Skala, C. Thimann e R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 *The economic impact of the Single Euro Payments Area*, di H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, di P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou, M. Lo Duca e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 73 *Reserve accumulation: objective or by-product?*, di J. O. de Beaufort Wijnholds e L. Søndergaard, settembre 2007.
- 74 *Analysis of revisions to general economic statistics*, di H. C. Dieden e A. Kanutin, settembre 2007.
- 75 *The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area*, a cura di P. Moutot e con il coordinamento di D. Gerdesmeier, A. Lojschová and J. von Landesberger, ottobre 2007.

#### 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

- 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. Stölting, 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.
- 817 *Convergence and anchoring of yield curves in the euro area*, di M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. S. Gürkaynak e E. T. Swanson, ottobre 2007.
- 818 *Is the time ripe for price level path stability?*, di V. Gaspar, F. Smets e D. Vestin, ottobre 2007.
- 819 *Proximity and linkages among coalition participants: a new voting power measure applied to the International Monetary Fund*, di J. Reynaud, C. Thimann e L. Gatarek, ottobre 2007.
- 820 *What do we really know about fiscal sustainability in the EU? A panel data diagnostic*, di A. Afonso e C. Rault, ottobre 2007.
- 821 *The social value of public information: testing the limits to transparency*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, ottobre 2007.
- 822 *Exchange rate pass-through to trade prices: the role of non-linearities and asymmetries*, di M. Bussière, ottobre 2007.

- 823 *Modelling Ireland's exchange rates: from EMS to EMU*, di D. Bond, M. J. Harrison e E. J. O'Brien, ottobre 2007.
- 824 *Evolving US monetary policy and the decline of inflation predictability*, di L. Benati e P. Surico, ottobre 2007.
- 825 *What can probability forecasts tell us about inflation risks?*, di J. A. García e A. Manzanares, ottobre 2007.
- 826 *Risk-sharing, finance and institutions in international portfolios*, di M. Fratzscher e J. Imbs, ottobre 2007.
- 827 *How is real convergence driving nominal convergence in the new EU Member States?*, di S. M. Lein-Rupprecht, M. A. León-Ledesma e C. Nerlich, novembre 2007.
- 828 *Potential output growth in several industrialised countries: a comparison*, di C. Cahn e A. Saint-Guilhem, novembre 2007.
- 829 *Modelling inflation in China: a regional perspective*, di A. Mehrotra, T. Peltonen e A. Santos Rivera, novembre 2007.
- 830 *The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality*, di J. Ejsing, J. A. García and T. Werner, novembre 2007.
- 831 *Hierarchical Markov normal mixture models with applications to financial asset returns*, di J. Geweke e G. Amisano, novembre 2007.
- 832 *The yield curve and macroeconomic dynamics*, di P. Hördahl, O. Tristani e D. Vestin, novembre 2007.
- 833 *Explaining and forecasting euro area exports: which competitiveness indicator performs best?*, di M. Ca' Zorzi e B. Schnatz, novembre 2007.
- 834 *International frictions and optimal monetary policy cooperation: analytical solutions*, di M. Darracq Pariès, novembre 2007.
- 835 *US shocks and global exchange rate configurations*, di M. Fratzscher, novembre 2007.

#### 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.  
*EU banking structures*, ottobre 2007.  
*TARGET2-Securities progress report*, ottobre 2007 (disponibile solo online).  
*Fifth progress report on TARGET2 e relativi allegati; All.1: Information guide for TARGET2 users (version 1.0), All. 2: User information guide to TARGET2 pricing e All. 3: TARGET2 compensation scheme, claim form*, ottobre 2007 (disponibile solo online).  
*Euro money market survey*, novembre 2007 (disponibile solo online).  
*Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution*, novembre 2007 (disponibile solo online).

#### **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](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [*other investment*]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [*general government*]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [*euro area*]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

**Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [*equities*]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]:** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [*write-off*]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conto capitale [capital account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [current account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conto finanziario [financial account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva fra residenti e non residenti.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli 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.